

Flemig, Günter et al.

Working Paper — Digitized Version

Weltwirtschaftliche Wachstumskräfte weiterhin schwach: Thesen zum 32. Kieler Konjunkturgespräch

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 111

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Flemig, Günter et al. (1985) : Weltwirtschaftliche Wachstumskräfte weiterhin schwach: Thesen zum 32. Kieler Konjunkturgespräch, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 111, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/405>

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.

KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE

K I E L D I S C U S S I O N P A P E R S

111

Weltwirtschaftliche Wachstumskräfte weiterhin schwach

Thesen zum 32. Kieler Konjunkturgespräch

INHALTSVERZEICHNIS

WELTWIRTSCHAFTLICHE WACHSTUMSKRÄFTE WEITERHIN SCHWACH	3
Vereinigte Staaten: Aufgelaufene Ungleichgewichte?	4
Westeuropa: Strukturkonservierung und Verteilungsmentalität dominieren noch	7
Das dänische und niederländische Experiment	9
Politik zur Verminderung der Haushaltsdefizite	12
Moderate Geldpolitik	14
Tarifpolitik zwischen Einsicht und Besitzstandswahrung	16
Ausblick 1986: Labilität in den Vereinigten Staaten hält an - Westeuropa bleibt ohne Schwung	18
BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND: ZYKLISCHE BESSERUNG DER INLANDSNACHFRAGE	22
Privater Verbrauch nimmt kaum zu	22
Krise in der Bauwirtschaft	24
Ausfuhr - Zuwachsraten erwartungsgemäß niedriger	24
Schub bei den Investitionen der Industrie	25
Enttäuschung am Arbeitsmarkt	25
Preisniveaustabilität - fast erreicht	26
Wirtschaftspolitik bewirkt zyklische Besserung	26
Finanzpolitik fördert Konjunktur und Familie	27
Tarifrunde 1986: Lohnerhöhung statt Arbeitszeitverkürzung	28
1986: Weiter aufwärts ohne Schwung	29
CHANCEN FÜR WEITER SINKENDE ZINSEN?	31
Der historische Verlauf alternativer Realzinsmaße	31
Zinsstruktur und Laufzeit	34
Mögliche Erklärungsgründe für hohe Realzinsen	35
Binnenwirtschaftliche Gründe	36
Außenwirtschaftliche Gründe	39
Ausblick: Sinkende Nominal- und Realzinsen	42

WELTWIRTSCHAFTLICHE WACHSTUMSKRÄFTE WEITERHIN SCHWACH

1. Nach einer kräftigen wirtschaftlichen Besserung in den Jahren 1983 und 1984 expandiert die Weltwirtschaft seit Herbst 1984 nur noch mit einer Rate von etwa 2,5 vH; die Abschwächung ging von den Vereinigten Staaten aus. Seit Jahresmitte 1984 sind die Zuwachsraten des realen Sozialprodukts nur noch halb so hoch wie zuvor. Das seit einem Jahr eher moderate Tempo der weltwirtschaftlichen Entwicklung reicht nicht aus, die Sachkapazitäten nennenswert stärker auszulasten; es ist zu schwach, die noch immer hohe Arbeitslosigkeit zu vermindern.

Die Impulse, die von der starken Nachfrageexpansion der Vereinigten Staaten ausgingen, wurden für viele Länder noch dadurch verstärkt, daß sich ihre Währungen gegenüber dem Dollar kräftig abwerteten. Der Importsog begünstigte vor allem die lateinamerikanischen Länder, aber auch Japan und die westlich orientierten Staaten des südostasiatischen Raumes. Die Produktion hat sich dort weitgehend zeitgleich mit dem Importsog aus den Vereinigten Staaten verstärkt: Sie expandierte im gesamten pazifischen Raum 1983 und 1984 um fast 6 vH pro Jahr. Die Abschwächung der US-Konjunktur seit Mitte 1984 hat offenbar bereits deutlich auf die Aktivität in diesem Raum durchgeschlagen. Das Tempo der Sozialproduktszunahme hat sich - mit Ausnahme Japans, wo die Binnenkonjunktur einen Ausgleich bewirkte - etwa halbiert.

Die konjunkturelle Entwicklung in den Vereinigten Staaten strahlte zwar auch auf Westeuropa aus. Aber nicht nur die im Vergleich zum pazifischen und lateinamerikanischen Raum geringere Handelsverflechtung mit den Vereinigten Staaten, sondern auch die schwierige binnenwirtschaftliche Situation hat eine stärkere Expansion verhindert. Damit blieb die heimische Nachfrage gedämpft. So sehr dies für sich genommen beklagt werden kann, so muß doch gleichzeitig eingeräumt werden, daß mit der Politik der Rückführung des Staatsanteils und der Beschränkung der monetären Expansion grundlegende wirtschaftspolitische Probleme angegangen worden sind. Anders als in den Vereinigten Staaten, dem pazifischen Raum und den OPEC-Ländern hat sich das Tempo der wirtschaftlichen Expansion in Westeuropa in diesem Jahr nicht verlangsamt, sondern blieb weiterhin auf dem - freilich mäßigen - Niveau von gut 2 vH.

Dieser Bericht wurde erstellt von G. Flemig, D. Grimm, E. Langfeldt, A. Rosenschon, J. Scheide, P. Trapp und N. Walter aus der Abteilung "Konjunktur und Weltwirtschaft" (Leitung: Norbert Walter). Abgeschlossen am 2. September 1985.

Die weitere weltwirtschaftliche Entwicklung dürfte entscheidend davon abhängen, ob die amerikanische Volkswirtschaft wieder an Dynamik gewinnt und ob sich in Westeuropa in nächster Zeit ein eigenständiger Aufschwung durchsetzt.

Vereinigte Staaten: Aufgelaufene Ungleichgewichte?

2. Schon seit geraumer Zeit wird in den Vereinigten Staaten selbst, mehr und drängender aber noch in deren Partnerländern darauf hingewiesen, daß die amerikanische Wirtschaftspolitik zu Verwerfungen führe. Im Zentrum der Kritik steht das staatliche Haushaltsdefizit, das sich gegenüber dem Beginn der achtziger Jahre dramatisch vergrößert hat und sich 1983/84 trotz eines dynamischen Aufschwungs nicht zurückbildete. Auch spricht aus heutiger Sicht wenig dafür, daß sich 1985/86 das Niveau der Neuverschuldung aufgrund endogener Prozesse nennenswert vermindern wird (1).

3. In der Mehrzahl der Analysen wird in dem massiv gestiegenen US-Budgetdefizit der entscheidende Grund für die hohen US-Zinsen gesehen, die real gerechnet seit Anfang der achtziger Jahre weit höher sind als in den Jahrzehnten zuvor. Auch glaubt man, daß die hohen Zinsen die amerikanischen Finanzmärkte - auch für ausländische Anleger - attraktiv machen. Mit diesem Argument wurde der Höhenflug des US-Dollars erklärt, der seinerseits - zusammen mit dem internationalen Konjunkturgefälle - zu der exorbitanten Verschlechterung der amerikanischen Leistungsbilanz beigetragen hat. Diese hatte zu Beginn des Jahrzehnts noch einen Überschuß aufgewiesen. 1984 lag das Leistungsbilanzdefizit bereits bei über 100 Mrd. Dollar. 1985 dürfte es um rd. 30 Mrd. Dollar steigen.

4. Dieses außenwirtschaftliche Defizit - immerhin rd. 3 vH des US-Sozialprodukts - hat eine ständig nennenswert steigende Zinsverpflichtung der Vereinigten Staaten an die übrige Welt zur Folge. Allein die Verzinsung der Leistungsbilanzdefizite der Jahre 1983 bis 1985 "kostet" rd. 1 vH des Sozialprodukts. Außerdem wirkt der hohe Dollarkurs wie eine Steuer auf die handelbaren Güter und wie eine Subvention auf die nichthandelbaren Güter, verändert also die amerikanische Wirtschaftsstruktur. Insbesondere die traditionellen Bereiche der Verarbeitenden Industrie, aber auch der Agrarbereich erleiden bei einem starken Dollar eine drastische Ver-

(1) Vgl. hierzu Tabelle 2 auf Seite 41.

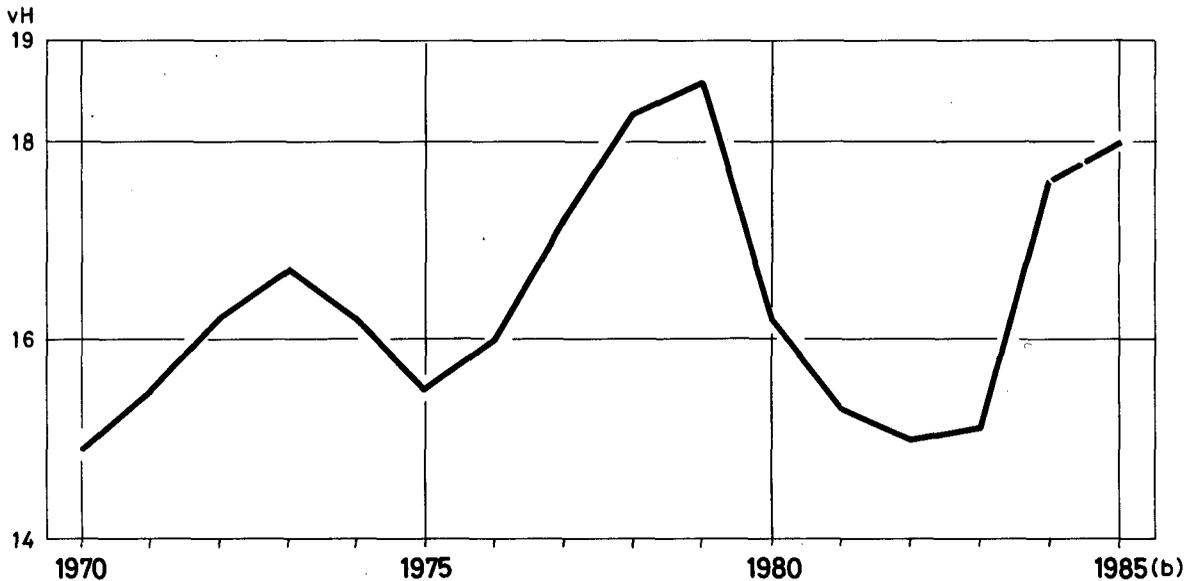
schlechterung der Wettbewerbslage mit der Folge, daß in diesen Bereichen Absatz und Beschäftigung sinken und protektionistische Maßnahmen immer wahrscheinlicher werden.

5. Die Schlußfolgerungen, die aus der raschen Ausweitung des Haushalts- und Leistungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten im Verlauf der letzten Jahre in den Ziffern 3 und 4 skizziert sind, werden jedoch von jenen nicht geteilt, die die Politik der Reagan-Administration als im wesentlichen angebotsorientiert interpretieren. Damit ist nämlich die Erwartung verbunden, daß die genannten Defizite nicht wirklich struktureller Natur sind, sondern - wegen der mit ihnen verbundenen Verbesserung der Angebotsbedingungen - nach einiger Zeit von selbst verschwinden. Zu dieser These gehört die Vermutung, daß die Steuerentlastungen - die ihrerseits zu den heutigen hohen Haushaltsdefiziten beitragen - helfen, die private Leistungsbereitschaft zu fördern, und daß die Leistungsbilanzdefizite dazu verwendet werden, die Investitionstätigkeit in den Vereinigten Staaten und damit die künftige Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Wirtschaft zu stärken. Es wird also vermutet, der starke Dollar löse einen sogenannten "virtuous circle" aus; die über den Wechselkurs erschwerten Bedingungen akzelerierten also den ohnehin erforderlichen Strukturwandel und schufen so die Basis für die frühe Etablierung einer zukunftsweisenden Wirtschaftsstruktur.

6. Die Investitionsdynamik in den Vereinigten Staaten läßt den Schluß zu, daß zumindest ein Teil der Binnen- und Außenverschuldung zur Erneuerung und Erweiterung des Kapitalstocks verwendet wurde. Zwar ist die amerikanische Investitionsquote im internationalen Vergleich noch immer eher niedrig; der Anteil der privaten Anlageinvestitionen (Ausrüstungen und gewerbliche Bauten) am Sozialprodukt war aber im Verlauf der achtziger Jahre mit rd. 12 vH höher als in den siebziger Jahren, als er gut 10 vH betrug, und auch höher als in den fünfziger und sechziger Jahren; damals lag er bei 9,5 vH.

7. Gleichzeitig ist allerdings zu beobachten, daß die wirtschaftliche Aufwärtsbewegung in den Vereinigten Staaten wichtige Impulse von den Ausgaben der Konsumenten erhielt. Hierzu verwendeten die Konsumenten nicht allein die durchaus beträchtlich gestiegenen verfügbaren Einkommen, sondern auch - und sogar in größerem Umfang - Kredite. Die Verschuldung der privaten Haushalte nahm so stark zu, daß die Relation der Konsumentenkredite zum verfügbaren Einkommen nahezu den bisherigen Höchstwert erreichte (Schaubild 1). Hieraus abzuleiten, von nun an

Schaubild 1 - Zur Zins- und Tilgungsbelastung amerikanischer Verbraucher
1970-1985(a)



(a) Bestand an Ratenkrediten in vH des verfügbaren Einkommens. - (b) 1. Halbjahr 1985 geschätzt.

Quelle: Economic Report of the President. Washington, Februar 1985.

müsse der Anstieg der Verbrauchsausgaben auf die Zunahme der verfügbaren Einkommen der Haushalte beschränkt sein, hieße freilich die vielen Informationen zu übersehen, die zu einer differenzierteren Betrachtungsweise dieser Quote Anlaß geben (1). So stiegen von Zyklus zu Zyklus die entsprechenden Höchstwerte dieser Relation an, wenn auch seit den siebziger Jahren nur noch wenig. In den achtziger Jahren lag jedoch die Besetzung jener (jungen) Altersgruppen, die eine hohe Ausgabenquote aufweisen, wegen des Nachkriegsbabybooms besonders hoch. Somit ist Vorsicht geboten, wenn man die hohe Belastung mit Zins- und Tilgungsleistungen aus den Konsumentenkrediten interpretiert; sie könnte sich durchaus - im nachhinein - als nicht überhöht herausstellen. Dennoch ist der Umstand zu beachten, daß in Zukunft die Bedeutung der Altersgruppe mit hoher Konsumquote nicht mehr weiter zunimmt.

(1) Vgl. hierzu Lockett, Charles A., James D. August, "The Growth of the Consumer Debt". Federal Reserve Bulletin, Washington, Juni 1985, S. 389-402.

8. Sowohl theoretische Überlegungen als auch empirische Evidenz lassen bislang mehrere Interpretationen der Entwicklung in den Vereinigten Staaten zu. Vieles spricht indes dafür, daß die Position, es bedürfe keiner weiteren diskretionären Schritte, um die bislang beobachtbaren Verwerfungen zu korrigieren, eine Minderheitsmeinung darstellt, die die künftige Politik in den Vereinigten Staaten nicht bestimmen wird (1). Für diese These sprechen die gemeinsamen Anstrengungen der Reagan-Administration und des Kongresses, die Haushaltsdefizite in den kommenden Jahren zu vermindern. Gleiches gilt auch für die Bemühungen, die Leistungsbilanzdefizite mit protektionistischen Maßnahmen oder einer bewußten Politik zur Abwertung des Dollars abzubauen.

Westeuropa: Strukturkonservierung und Verteilungsmentalität dominieren noch

9. Es ist unübersehbar, daß die erklärte Zielrichtung der Wirtschaftspolitik international immer stärker durch eine Abkehr von der in den sechziger und siebziger Jahren betonten Interventions- und Verteilungspolitik gekennzeichnet ist. Defensivstrategien werden zunehmend als riskant für Wachstum und Beschäftigung eingestuft und letztlich als kontraproduktiv beurteilt (2).

(1) "The perception of foreign investors is that the climate for business has been materially improved in this country, that labor market conditions are under control, that new business formation is being encouraged, that new ideas are being tried, and that technological leadership is solidifying. Incidentally, I agree with these perceptions, but I do not see them dominating indefinitely the negative factors.

And this brings us back to the basic question: Can the recent strength of the dollar last? Will the current psychology hold? Can these foreign inflows continue, despite our enormous trade and budget imbalances? Of course, no one can answer with certainty. But one thing we can be sure about is that no country has ever managed to finance such a large, protracted foreign deficit for so long in its own currency without suffering periodic confidence tests in which foreign investment does not flow in so readily.

Above all, there is an economic penalty inherent in today's market conditions. The longer the dollar stays at these levels, the more our trade situation will be aggravated, and the farther we move away from any longer term equilibrium in our external payments. And the longer the dollar stays at these levels, the less likely that we will be able to have a steady, gradual change in exchange rate relationships that would smoothly and benignly start the necessary adjustment process in motion." Solomon, Anthony M., "Domestic and International Imbalances and the Question of Sustainability". Außenwirtschaft, 1985, H. I/II, S. 174f.

(2) Vgl. OECD, The Case for Positive Adjustment Policies. Paris, Juni 1979.

Dokumente für diese Neuausrichtung waren beispielsweise die Erklärungen nach den Weltwirtschaftsgipfeln seit 1980. In der Wirtschaftserklärung von Bonn vom 4. Mai 1985 hieß es beispielsweise: "Um ein inflationsfreies Wachstum und höhere Beschäftigung zu sichern, haben wir vereinbart:

- Jedes unserer Länder wird strenge Ausgabendisziplin wahren, um Haushaltsdefizite, wo sie überhöht sind, zu verringern und den Anteil der Ausgaben der öffentlichen Hand am Bruttosozialprodukt, wo es notwendig ist, zurückzuführen.
- Wir werden auf den Abbau der Wachstumshemmnisse hinarbeiten und Initiative und Unternehmergeist fördern, um dadurch die schöpferische Leistungskraft unserer Völker freizusetzen, dabei aber für die Bedürftigen eine angemessene Sozialpolitik beibehalten.
- Wir werden größere Anpassungs- und Reaktionsfähigkeit auf allen Märkten, besonders auf dem Arbeitsmarkt, fördern.
- Wir werden die Chancen ausschöpfen, die im wirtschaftlichen Wandel und technologischen Fortschritt für die Sicherung von Wohlstand und dauerhafter Beschäftigung liegen"(1).

10. In den Vereinigten Staaten ist dieser Erkenntnis durch Deregulierung vieler Wirtschaftsbereiche und durch mehrfache, zum Teil massive Steuersenkungen zumindest auf einigen wichtigen Gebieten entsprochen worden. In Europa ist eine überzeugende Antwort auf die akkumulierten Probleme bislang ausgeblieben. Die Umsetzung der neueren Einsichten beschränkt sich darauf, die Haushaltsdefizite zu vermindern und größere geldpolitische Disziplin zu üben.

Diese Durchschnittsaussage für Westeuropa wird freilich der Differenziertheit der Entwicklung nicht gerecht. Weder erfolgte die Annäherung der tatsächlichen Politik an das neue Paradigma gleichzeitig, noch näherte man sich diesem überall stetig. Vielmehr gab es zumeist abwechselnd Fortschritte und Rückschritte; zudem sind die Verbesserungen nur auf bestimmte Zielgrößen beschränkt.

11. Beispielhaft sei auf Frankreich verwiesen, das nach der Präsidentenwahl 1981 den wirtschaftspolitischen Kurs der Regierung Barre aufgab, um mit mehr mikroökonomischen und makroökonomischen Interventionen die wirtschaftlichen Probleme zu vermindern. 1983 beschloß die sozialistische Regierung unter dem Eindruck des völligen Mißerfolgs, dieses Experiment aufzugeben. Staatliche Investitionslenkung, staatliche Beschäftigungsgarantie und staatliche Nachfrageankurbelung wurden zugunsten einer Politik der Konsolidierung aufgegeben. Deregulierung, betriebswirt-

(1) Wirtschaftserklärung von Bonn, Bulletin des Presse- und Informationsamtes der Bundesregierung, Nr. 48, Bonn, 7. Mai 1985, S. 411.

schaftliche Orientierung der staatlichen Unternehmen und steuerliche Entlastung sind freilich noch nicht allzuweit vorangekommen. Ausgabenbegrenzung und - mehr noch - strikte Limitierung der Geldmengenausweitung sind dagegen offenkundig etablierte Bestandteile der neuen wirtschaftspolitischen Strategie.

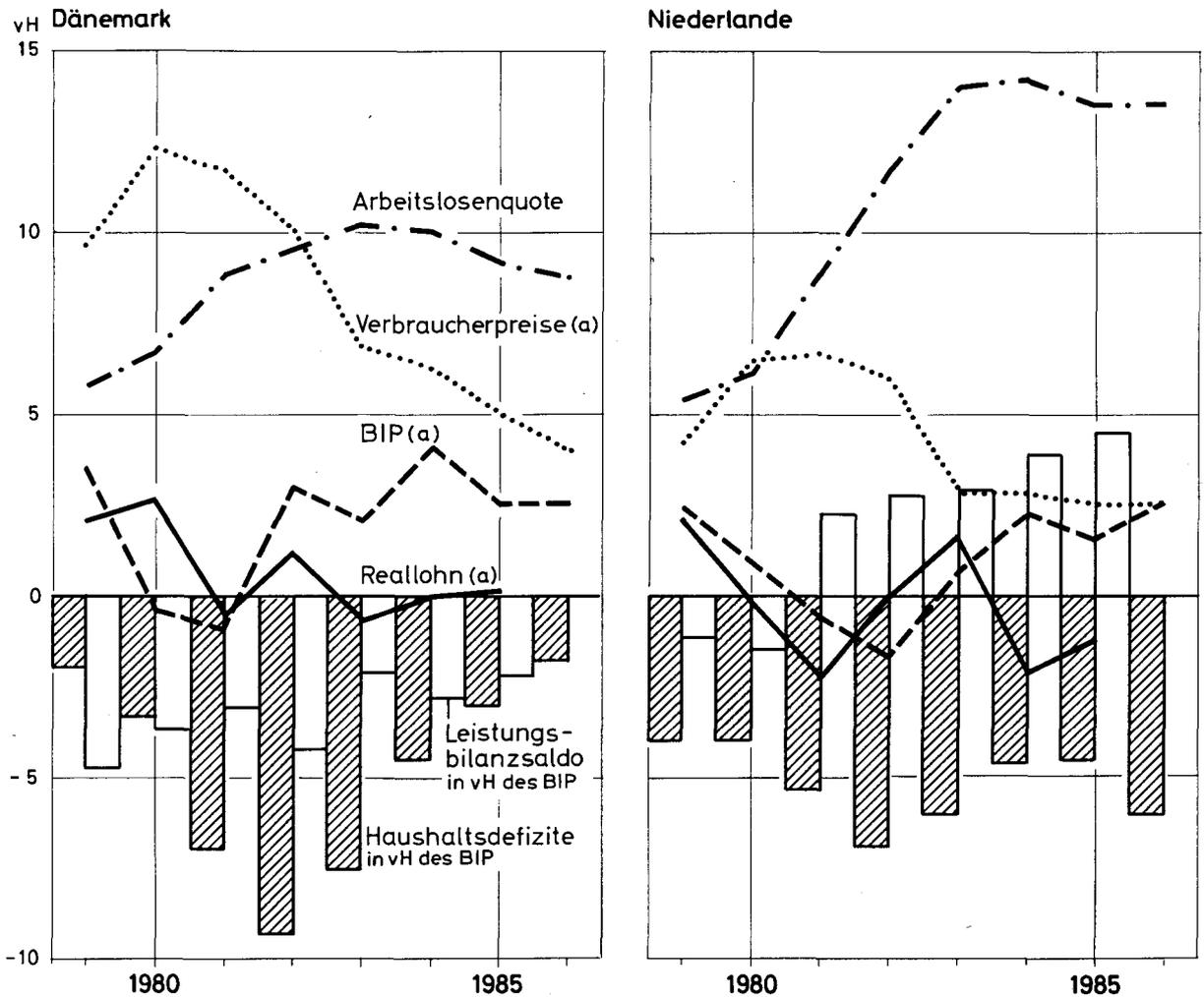
Das dänische und niederländische Experiment

12. Weithin nicht beachtet hat die Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik in zwei der kleineren westeuropäischen Länder bereits erhebliche Fortschritte gemacht, nämlich in den Niederlanden und in Dänemark. In beiden Ländern wurde in den sechziger und siebziger Jahren eine ausgeprägt keynesianische Nachfragesteuerung, eine betont umverteilungsorientierte und zum Teil auch eine strukturell lenkende Wirtschaftspolitik betrieben. Diese führte nicht zu den gewünschten wirtschaftlichen Zielen, in beiden Ländern kam es statt dessen zu einem beträchtlichen Haushaltsdefizit, in Dänemark auch zu starker Auslandsverschuldung (Schaubild 2).

13. Die Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik in Dänemark und den Niederlanden wurde sicherlich durch die Entwicklung in Großbritannien und den Vereinigten Staaten beeinflusst, war aber wohl vor allem eine Reaktion auf die Mißerfolge der zuvor betriebenen Politik. So nimmt es nicht wunder, daß die wirtschaftspolitische Kursänderung in beiden Ländern in die Zeit des politischen Wechsels fiel. Zwar hatte der Meinungswandel in der Öffentlichkeit in solchen Fragen auch schon zuvor in sozialistisch oder sozialdemokratisch geführten Regierungen zu Zweifeln an einer nachfrage- und umverteilungsorientierten Politik geführt. In Dänemark war freilich noch im Frühjahr 1982 ein Paket verabschiedet worden, das mit forcierter aktiver Arbeitsmarktpolitik, einer Aufstockung der Zinssubventionen für strukturschwache Sektoren und der Mehrwertsteuererhöhung für Luxusgüter dem alten Paradigma entsprach.

14. Nach dem politischen Wechsel im Jahr 1982 hat die dänische Regierung im Rahmen ihres Sanierungsprogramms die Indexierung von Löhnen, Gehältern und Transferzahlungen ausgesetzt; lediglich die Altersrenten werden noch auf diese Weise angepaßt. Löhne und Preise wurden von Oktober 1982 bis Februar 1983 eingefroren; danach galt eine Lohnleitlinie von 4 vH (bis März 1985). Für die nächsten beiden Tarifjahre wurden noch strengere Rahmenbedingungen gesetzt: Um 2 vH darf die gesamte Lohnsumme von April 1985 bis März 1986 steigen, bis März

Schaubild 2 - Wichtige volkswirtschaftliche Kennzahlen für Dänemark und die Niederlande 1979-1986



(a) Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH.

Quelle: OECD, Economic Outlook, Juni 1985; EG, Jahreswirtschaftsbericht 1984-85; EG, Europäische Wirtschaft, Beiheft A, Nr. 6, Juni 1985; eigene Berechnungen.

1987 dann lediglich um 1,5 vH. Das Ausmaß der Mäßigung kommt darin zum Ausdruck, daß die Lohnzuwächse 1982 in der dänischen Industrie noch 10,4 vH betragen (westeuropäischer Durchschnitt 8,6 vH). Der Reallohn hat sich seit 1980 praktisch nicht mehr erhöht.

15. Der zweite Schwerpunkt des Sanierungsprogramms war die strikte Budgetpolitik. Sie bestand zu einem beachtlichen Teil in den geringeren Steigerungen der Personal- und Transferausgaben des Staates. Dabei scheute man sich auch nicht, Tabus zu brechen; so wurde ein Karenztag im Krankheitsfall vereinbart.

Ein beträchtlicher Teil der Verminderung des staatlichen Defizits - es dürfte 1985 mit rd. 3 vH des Sozialprodukts auf etwa ein Drittel jenes Niveaus gefallen sein, das im Jahr 1982 erreicht worden war - wurde aber durch die Erhöhung der Steuer- und Abgabenlast bewirkt. Die Indexierung des Einkommensteuertarifs wurde aufgehoben, die Verbrauchssteuern weiter erhöht und die Sozialabgaben wiederholt heraufgesetzt. Eine spezielle Steuer für Realverzinsungen von über 3,5 Prozent wurde eingeführt. Die finanz- und einkommenspolitische Sanierungsstrategie wurde flankiert von einer anfangs harten Politik der Kreditlimitierung, die nach und nach zugunsten einer marktwirtschaftlichen Öffnung der Finanzmärkte aufgegeben wurde.

16. Das Sanierungsprogramm der dänischen Regierung war insgesamt recht erfolgreich. Der Preisanstieg wurde rasch eingedämmt, wenn auch unterstützt durch günstige internationale Bedingungen. Dennoch sinkt die Inflationsrate etwas langsamer, als von der Regierung beabsichtigt. Bestenfalls im Verlauf des Jahres 1986 wird der Preisanstieg auf unter 4 vH sinken, jene Rate, die für 1985 anvisiert worden war. Im westeuropäischen Vergleich war die Wachstumsdynamik herausragend. Die private Investitionstätigkeit stieg außerordentlich stark an; dies gilt für Ausrüstungen ebenso wie für Bauten. Der Zuwachs des realen Sozialprodukts war mit 3 vH je Jahr seit 1982 etwa doppelt so hoch wie in den übrigen westeuropäischen Ländern. Daß sich bei einem solchen Konjunkturgefälle die Leistungsbilanz Dänemarks nicht stärker aktivierte, kann nicht überraschen. Auch 1985 dürfte das Defizit rd. 3 vH des Sozialprodukts betragen und die ohnehin beträchtlichen Auslandsschulden Dänemarks weiter erhöhen. Gering blieben ebenfalls die Erfolge am Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote ist seit 1984 geringfügig gesunken; freilich, auch dies ist im europäischen Vergleich eine günstige Bilanz.

17. Auch in den Niederlanden leistete die Einkommenspolitik einen entscheidenden Beitrag zur Behebung der Probleme. Der Abbau von sozialen Transfers und Lohn-einkommen war noch ausgeprägter als in Dänemark. Im öffentlichen Dienst wurde nicht allein die Indexierung der Einkommen aufgehoben; es wurden sogar mehrmals Kürzungen der Nominaleinkommen vereinbart. Generell wurden die Mindestlöhne herabgesetzt und die Leistungen der Arbeitslosenversicherung reduziert, freilich

zuletzt ergänzt durch eine Senkung der Sozialversicherungsbeiträge. Die Selbstbeteiligung im Rahmen der Krankenversicherung wurde verstärkt. Der Abbau von Subventionen wurde vorangebracht, dies gilt selbst für die Förderung des Eigenheimbaus. Auch wurde die Steuerbasis verbreitert, indem die Abzugsfähigkeit von Schuldzinsen vermindert wurde.

18. Allerdings standen auch in den Niederlanden solchen offensiv ausgerichteten Maßnahmen eine Reihe von defensiven Schritten gegenüber, teils um den sozialen Frieden zu sichern, teils um das Defizit rasch zu vermindern. Hierzu gehören verschiedene Steuererhöhungen, insbesondere der indirekten Steuern. Auch die für 1985 vorgesehene Senkung der Körperschaftsteuer ist nunmehr auf 1986 verschoben worden. Defensiv sind auch die Hilfen für die Stahl- und Textilwirtschaft sowie die mit staatlicher Unterstützung zustande gekommene allgemeine Verkürzung der tariflichen Arbeitszeit.

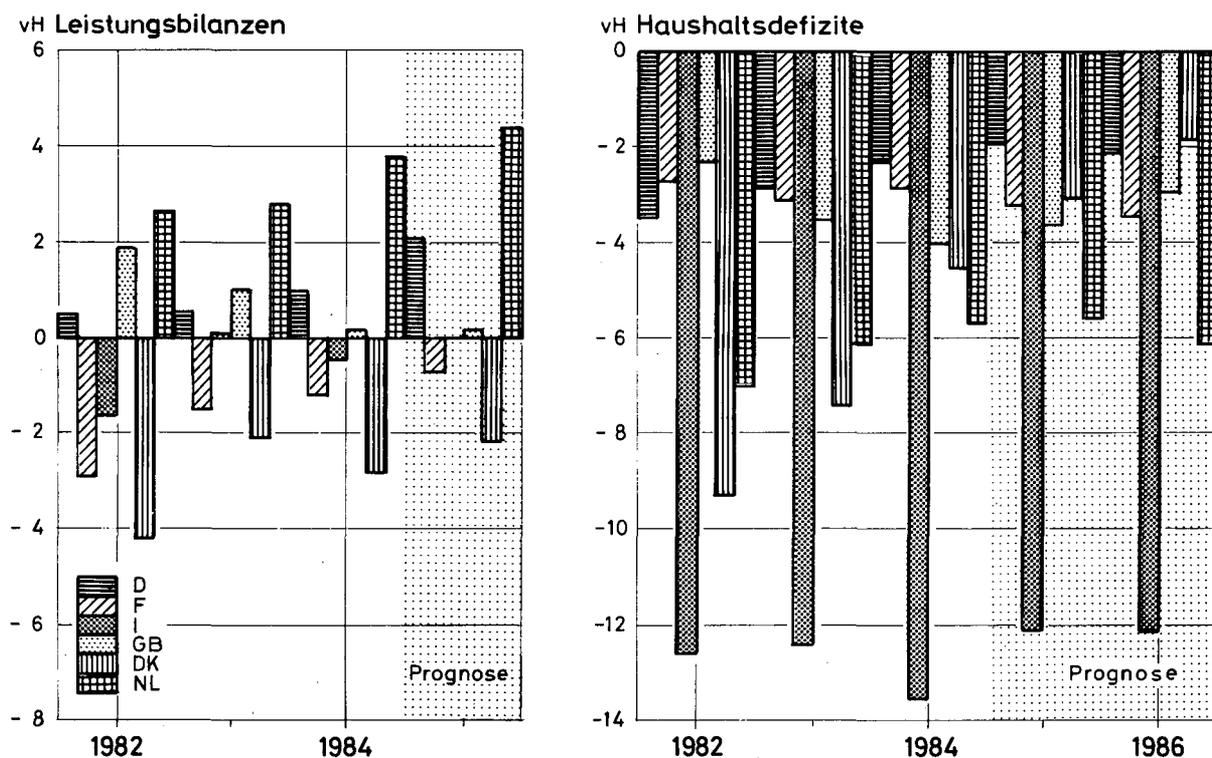
19. Die Bilanz der neuen Wirtschaftspolitik in den Niederlanden ist etwas weniger eindrucksvoll als jene Dänemarks. Allen Bemühungen zum Trotz blieben bislang die Haushaltsdefizite recht hoch und die Wachstumsraten etwa im westeuropäischen Durchschnitt. Die beachtliche Reallohnzurückdämmung hat noch nicht zu einer merklichen Steigerung der Investitionstätigkeit geführt. Doch sind die Erfolge bei der Preisniveaustabilisierung größer als in den meisten übrigen Ländern. Auch beginnt die Arbeitslosigkeit abzunehmen.

Politik zur Verminderung der Haushaltsdefizite

20. Nach wie vor wird in Europa der Fortschritt bei der Neuorientierung der Finanzpolitik vor allem an den Erfolgen bei der Verminderung des Haushaltsdefizits gemessen. Neben der Staatsverschuldung im Innern wird in der Auslandsverschuldung ein weiteres Kriterium für den Handlungsspielraum eines Landes gesehen. Deshalb gilt die Aktivierung der Leistungsbilanz als ein weiterer Erfolgsindikator. Gemessen daran sind die Veränderungen im Verlauf der letzten Jahre in Westeuropa nicht in vielen Fällen Anlaß zur Entwarnung (Schaubild 3).

Außer Dänemark gelang es nur noch der Bundesrepublik, Fortschritte beim Abbau der Staatsverschuldung zu erzielen. Die Haushaltsdefizite Großbritanniens und Frankreichs blieben groß, die außerordentlich hohe Neuverschuldung Italiens setzte sich unvermindert fort. Die Probleme der internationalen Verschuldung sind nach wie vor für Frankreich und Italien beträchtlich; freilich hat das konjunkturelle

Schaubild 3 - Leistungsbilanzsalden und Haushaltsdefizite europäischer Länder 1982-1986(a)



(a) In vH des nominalen BSP bzw. BIP.

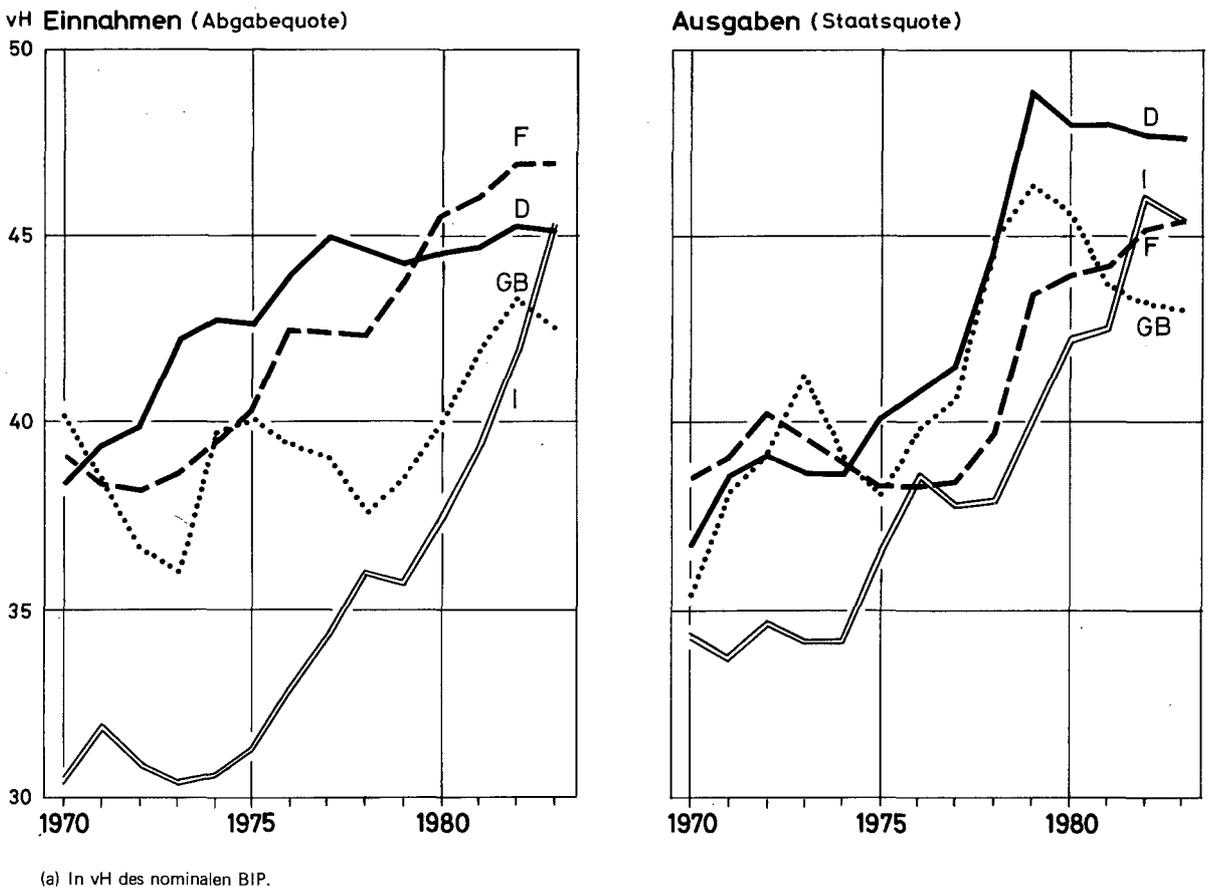
Quelle: OECD, Economic Outlook, Juni 1985; EG, Jahreswirtschaftsbericht 1984-85; Prognosewerte eigene Berechnung.

Zurückbleiben hinter den Vereinigten Staaten und dem pazifischen Raum die Leistungsbilanzaktivierung in Westeuropa unterstützt.

21. Wichtiger als die kurzfristige Entwicklung der Haushaltsdefizite ist die nachhaltige Verminderung der Ausgaben und Einnahmen des Staates. Es kommt darauf an, den Defizitabbau auf mittlere Sicht durch eine Senkung der Staatsausgaben und eine Verminderung der marginalen Steuer- und Abgabenslast zu erreichen. Ein schneller Defizitabbau durch Steuer- und Abgabensatzerhöhungen hemmt private Motivation und schränkt individuelle Spielräume ein.

Aber nicht einmal die Betrachtung des Ausmaßes der Ausgabenzurückhaltung reicht aus. Es kommt vielmehr entscheidend auf die Struktur der Korrekturen an. Aller-

Schaubild 4 - Zur Entwicklung von Abgabe- und Staatsquote in europäischen Ländern 1970-1983(a)



Quelle: OECD, Economic Outlook, Juni 1985.

dings darf nicht jede Verminderung traditionell definierter Investitionsausgaben des Staates gleichgesetzt werden mit einer Verschlechterung der Ausgabenstruktur. So dürfte eine Verminderung des Krankenhaus- oder Schulbaus in Zeiten geringerer Bevölkerungszunahme und insbesondere geringerer Geburtenzahlen angezeigt sein.

22. Beschränkt man sich auf die Entwicklung der Summe der Staatsausgaben (gemessen als Prozentsatz des Sozialprodukts), so ist der Staatsanteil in Westeuropa lediglich in Großbritannien beträchtlich zurückgegangen (Schaubild 4). In der Bundesrepublik ist die Rückführung relativ gering, in Frankreich und Italien stiegen die entsprechenden Anteile weiter. Die Betonung der Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern sollte freilich nicht den Blick dafür verstellen, daß prak-

tisch überall die Ausgabendynamik des Staates seit der Jahrzehntwende beträchtlich geringer wurde.

23. Auch auf der Einnahmenseite hat die staatliche Politik im Hinblick auf die Freiräume der Bürger unterschiedliche Akzente gesetzt (Schaubild 4). In der Bundesrepublik ist das Tempo der Abgabenerhöhung bereits seit 1977 erheblich gebremst. Zu einer Entlastung ist es aber bislang noch nicht gekommen (1). Besonders ausgeprägt ist der Anstieg der Einnahmenquote in Frankreich, mehr noch aber in Italien, wo die Verschärfung der Steuerpolitik nicht nur über höhere Steuersätze, sondern auch darüber erfolgt, daß die jeweiligen steuerlichen Tatbestände konsequenter erfaßt werden. Die Tatsache, daß sich die Einnahmenquote in Großbritannien bis 1982 erhöhte, ist zu einem bedeutenden Teil auf die steigenden Förderabgaben im Zusammenhang mit dem expandierenden Ölgeschäft zurückzuführen.

Moderate Geldpolitik

24. Die Geldpolitik der westeuropäischen Länder insgesamt für die achtziger Jahre zu charakterisieren ist nur schwer möglich. Das Urteil, sie sei im Schlepptau restriktiver US-Geldpolitik restriktiv gewesen, mag als sehr grobe Durchschnittsaussage zutreffen. Es gab jedoch bei der Ausweitung der Geldmenge im Zeitablauf beträchtliche Schwankungen und von Land zu Land nennenswerte Unterschiede im Timing der Akzelerations- und Dezelerationsphasen. Insbesondere in Ländern mit einer schwachen Währung wurde die Zinspolitik als Instrument der Wechselkursbeeinflussung eingesetzt. Dies führte beispielsweise zu einer realen Aufwertung der italienischen Lira gegenüber der D-Mark. Damit verschärfte sich der Strukturwandel in Italien, während er in der Bundesrepublik vermindert wurde. Friktionen wurden also in Italien verschärft, in der Bundesrepublik aufgestaut (2). Auch in jüngster Zeit blieb es international bei unterschiedlicher Ausrichtung

-
- (1) Die Grenzbelastung der Einkommen hat sich in diesem Zeitraum jedoch weiter deutlich erhöht. Wenn die gesamtwirtschaftliche Steuer- und Abgabenquote dennoch etwa konstant geblieben ist, so ist dies ein Hinweis darauf, daß entweder Steuervergünstigungen die Progressionswirkung abgemildert haben oder jene Aktivitäten, für die die Grenzsteuersätze besonders stark gestiegen sind, aus der offiziellen Wirtschaft in die Schattenwirtschaft verlagert worden sind.
- (2) Die Stufenanpassung im EWS im Juli 1985 kann nicht etwa als Bereinigung künstlicher Währungsrelationen betrachtet werden, sondern ist als devisenmarktpolitischer Betriebsunfall anzusehen (kurzfristig kumulierender Dollarbedarf wegen des Kapitalbedarfs der italienischen Staatsholding ENI und wegen eines Erlasses des italienischen Schatzamtes, mit dem verfügt wurde, daß die Banken ihre Auslandskredite auf den Stand von Ende Juni 1985 zurückzuführen

der Geldpolitik: Die Geldmengenausweitung in den Vereinigten Staaten ist seit einem Jahr ausgesprochen stark - in Großbritannien war sie es bis zum Frühjahr; in Westeuropa insgesamt blieb die Geldmengenexpansion bis zum Sommer 1985 recht knapp.

Die nachhaltigen Abwertungstendenzen für den US-Dollar, die merkliche Inflationsberuhigung und die gleichzeitig geringe Dynamik der Binnennachfrage, insbesondere aber die nach wie vor hohe Arbeitslosigkeit sprechen dafür, daß die Geldmenge in Westeuropa künftig etwas stärker ausgeweitet wird. Die weltweit sinkenden Markt- und Leitzinsen sind nicht notwendigerweise als Beleg für eine expansivere Geldpolitik zu werten. Die trendmäßig zumeist sinkenden Inflationsraten könnten hierfür prinzipiell ebenso Ursache sein wie die weltweit eher schwache private Kreditnachfrage.

Tarifpolitik zwischen Einsicht und Besitzstandswahrung

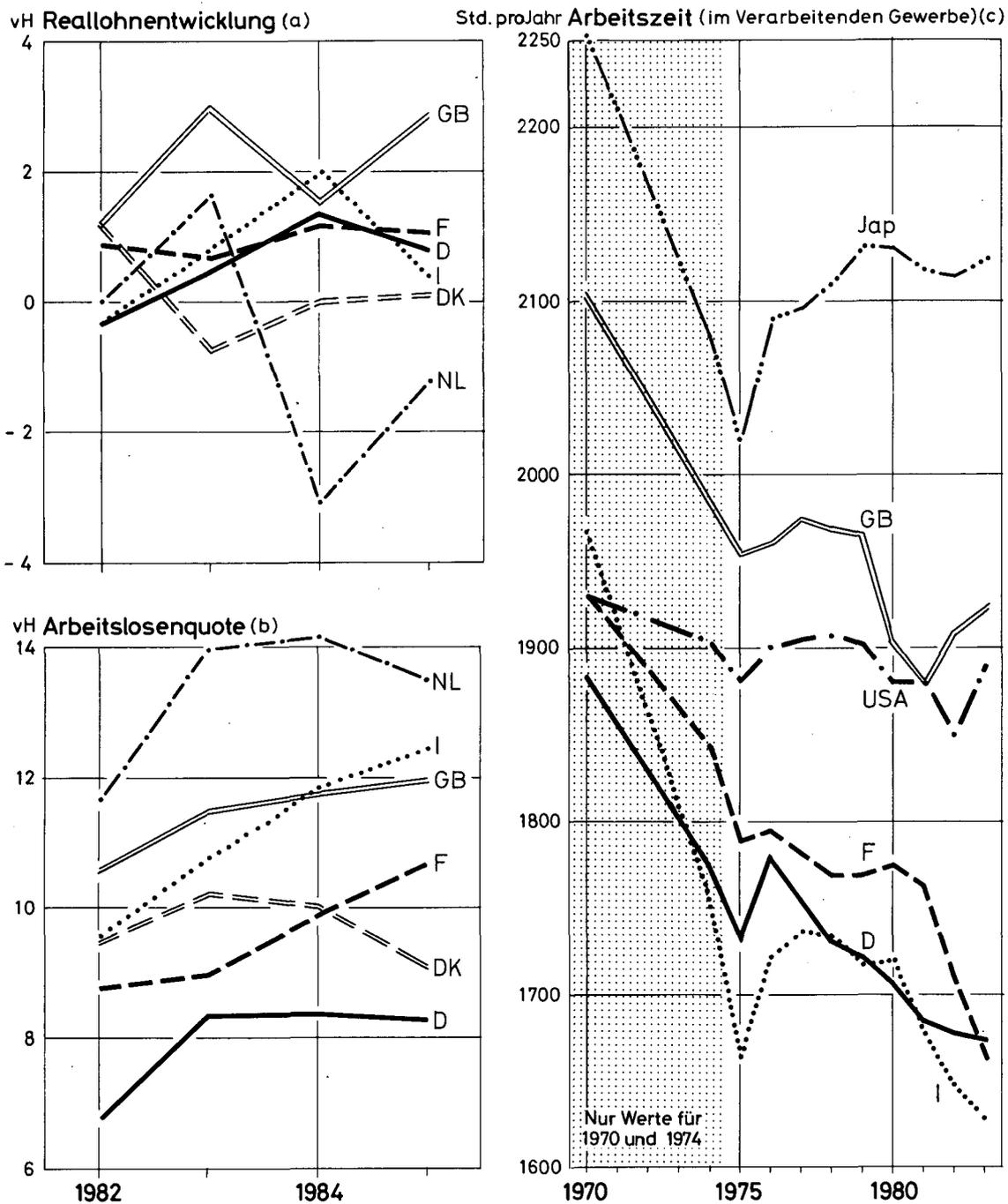
25. Nicht allein in Dänemark und den Niederlanden wurde die automatische Anpassung der Löhne an die Preissteigerungen ausgesetzt. In die gleiche Richtung schritt man auch in Italien und Frankreich. In der Bundesrepublik wurden für den öffentlichen Dienst zeitweise Lohn- und Gehaltserhöhungen suspendiert. Lediglich in Großbritannien blieben die Lohnerhöhungen in den letzten Jahren beträchtlich, der Reallohn stieg mit Raten von etwa 2 vH (1) (Schaubild 5).

26. In welchem Maß speziell in Kontinentaleuropa eine defensive Arbeitsmarktpolitik betrieben wird, zeigen nicht allein die nach wie vor zumeist verstärkten Anstrengungen einer "aktiven Arbeitsmarktpolitik", sondern auch die fortgesetzten Bemü-

mußten). In diesem Fall hat sich erwiesen, daß die Gemeinschaftsorgane nicht vorbereitet waren, die Gelegenheit für ein adäquates Realignment zu nutzen. Im Gegenteil, mehrere Länder suchten aus politischen Überlegungen, einen falschen Eindruck von ihrer währungspolitischen Situation zu erzeugen (Aufwertung des belgischen und französischen Franc) mit der Konsequenz, daß die aus der politisch gewollten Wechselkursstabilität des EWS sich ergebende Dispositionssicherheit für Anleger erschüttert worden ist - einerseits wegen der hektischen Reaktion der italienischen Devisenmarktaufsicht (Schließung der Börse) und andererseits wegen des fehlenden Realignments anderer Währungen (starke Zunahme von Kurssicherungstransaktionen vor allem in französischen Franc).

- (1) Es ist zu beachten, daß die Entwicklung der Reallöhne noch nicht Auskunft über die für die Beschäftigung entscheidende Relation von Arbeitskosten zu (für den Faktor Arbeit) verteilter Produktivität gibt. Vgl. Flemig et al., "Bundesrepublik Deutschland: Konjunkturelle Besserung ohne Beschäftigungseffekte". Die Weltwirtschaft, 1985, H. 1, S. 43.

Schaubild 5 - Zur Arbeitsmarktentwicklung in westlichen Industrieländern



(a) Reallohn definiert als die um den BIP-Deflator bereinigte Lohn- und Gehaltssumme je abhängig Beschäftigten; prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr. - (b) Zahl der Arbeitslosen in vH der Erwerbsbevölkerung. - (c) Effektiv geleistete Arbeitszeit je Arbeitnehmer.

Quelle: EG, Jahreswirtschaftsbericht 1984-85; EG, Europäische Wirtschaft, Beiheft A, Nr. 6, Juni 1985; IW, Internationale Wirtschaftszahlen 1985; eigene Berechnungen.

hungen um eine Verkürzung der Arbeitszeit, mit denen man die Zahl der Beschäftigten erhöhen will. Bei einem internationalen Vergleich, insbesondere mit den Vereinigten Staaten und Japan, ist nicht nur das niedrige Niveau der Jahresarbeitszeit in Kontinentaleuropa kennzeichnend, sondern auch - ja vielleicht besonders - die Tatsache, daß in den Vereinigten Staaten und Japan die durchschnittliche Arbeitszeit bereits wieder steigt (1), während sie in Europa fortgesetzt, zum Teil sogar beschleunigt sinkt (Schaubild 5). Während Europäer glauben, Arbeitslosigkeit mit einer Umverteilung von Arbeitsplätzen reduzieren zu können, geht in Fernost und den Vereinigten Staaten der Anstieg der Beschäftigung mit einer erneuten Ausweitung der Jahresarbeitszeit Hand in Hand.

27. In Westeuropa gibt es insgesamt also Ansätze zu mehr marktwirtschaftlicher Politik, allerdings mit erheblichen Vollzugsdefiziten und recht unterschiedlicher Entschlossenheit und Durchsetzungsfähigkeit der Regierungen. Angesichts der über mehr als zehn Jahre permissiven Politik und der Tatsache, daß es allemal sehr viel schwieriger ist, Ansprüche an den Staat zu reduzieren, als sie zu gewähren, mögen weitergehende Erwartungen allerdings auch zu hoch gesteckt sein.

Die Auseinandersetzungen über Inhalt und Schärfe der Konsolidierungspolitik schon innerhalb der Regierungslager, mehr noch die ideologischen Gegensätze der Opposition bieten angesichts labiler Mehrheitsverhältnisse in den Parlamenten und bevorstehender Wahltermine nur wenig Anlaß, darauf zu vertrauen, daß mehr Marktwirtschaft durchgesetzt werden kann.

Ausblick 1986: Labilität in den Vereinigten Staaten hält an - Westeuropa bleibt ohne Schwung

28. Die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen - so wie sie sich im Sommer 1985 darstellen - sind sowohl von Land zu Land verschieden als auch innerhalb einzelner Staaten von Spannungen gekennzeichnet. Dies erschwert es, eine eindeutige Prognose für die weltwirtschaftliche Entwicklung im Jahr 1986 zu geben.

(1) Dies ist jedoch nicht die Folge erhöhter tariflicher Wochenarbeitszeit, sondern Ausdruck der verbesserten konjunkturellen Lage. Dies führt freilich wegen der größeren Flexibilität und bei nicht verkürzter tariflicher Arbeitszeit zu mehr Überstunden. Offenbar steht dies aber nicht einem Anstieg der Zahl der Beschäftigten entgegen. Das Gegenteil ist zutreffend.

Die konjunkturelle Expansion in den Vereinigten Staaten verläuft seit einem Jahr sehr viel langsamer als zuvor, das Sozialprodukt nahm nur noch um 2 vH zu. Vor allem kam der Boom im Wohnungsbau zum Stillstand, und die Dynamik der Unternehmensinvestitionen, die zuvor aufgrund der staatlichen Förderung besonders stark gestiegen waren, ließ nach. Seit Herbst 1984 ist die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten wieder sehr expansiv, gleichzeitig sind die Zinsen deutlich gefallen. Daher dürfte die Nachfrage in nächster Zeit wieder stärker expandieren. Die Finanzpolitik tendiert angesichts der Budget- und Leistungsbilanzdefizite zu restriktiven Maßnahmen. Schwierigkeiten im Kongreß und der Widerstand der Administration gegen Steuererhöhungen machen zwar eine Dämpfung der Nachfrage von dieser Seite fürs erste wenig wahrscheinlich. Dafür steigt aber die Wahrscheinlichkeit einer baldigen monetären Restriktion, und zwar um so mehr, als der rasche Dollarkursrückgang inflationäre Impulse in den Vereinigten Staaten auslöst. Die von der Regierung angekündigte große Steuerreform scheint nicht rasch verwirklicht zu werden; Effekte werden deshalb für die Prognoseperiode nicht mehr erwartet.

Insbesondere die seit Herbst 1984 kräftige monetäre Expansion spricht dafür, daß sich die Zuwachsraten des Sozialprodukts in den Vereinigten Staaten in der zweiten Jahreshälfte 1985 erhöhen und sich 1986 ein Wirtschaftswachstum in der Größenordnung des Potentialwachstums einstellt, die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung also konstant bleibt.

Im Schlepptau der US-Entwicklung dürften die Auftriebskräfte im pazifischen Raum und in den Entwicklungsländern verhalten bleiben. Japan wird wohl einen Teil der fehlenden Exportimpulse durch binnenwirtschaftliche Dynamik - Resultat einer etwas expansiveren Geld- und Finanzpolitik - ersetzen. Mehr als eine Kompensation steht freilich nicht zu erwarten.

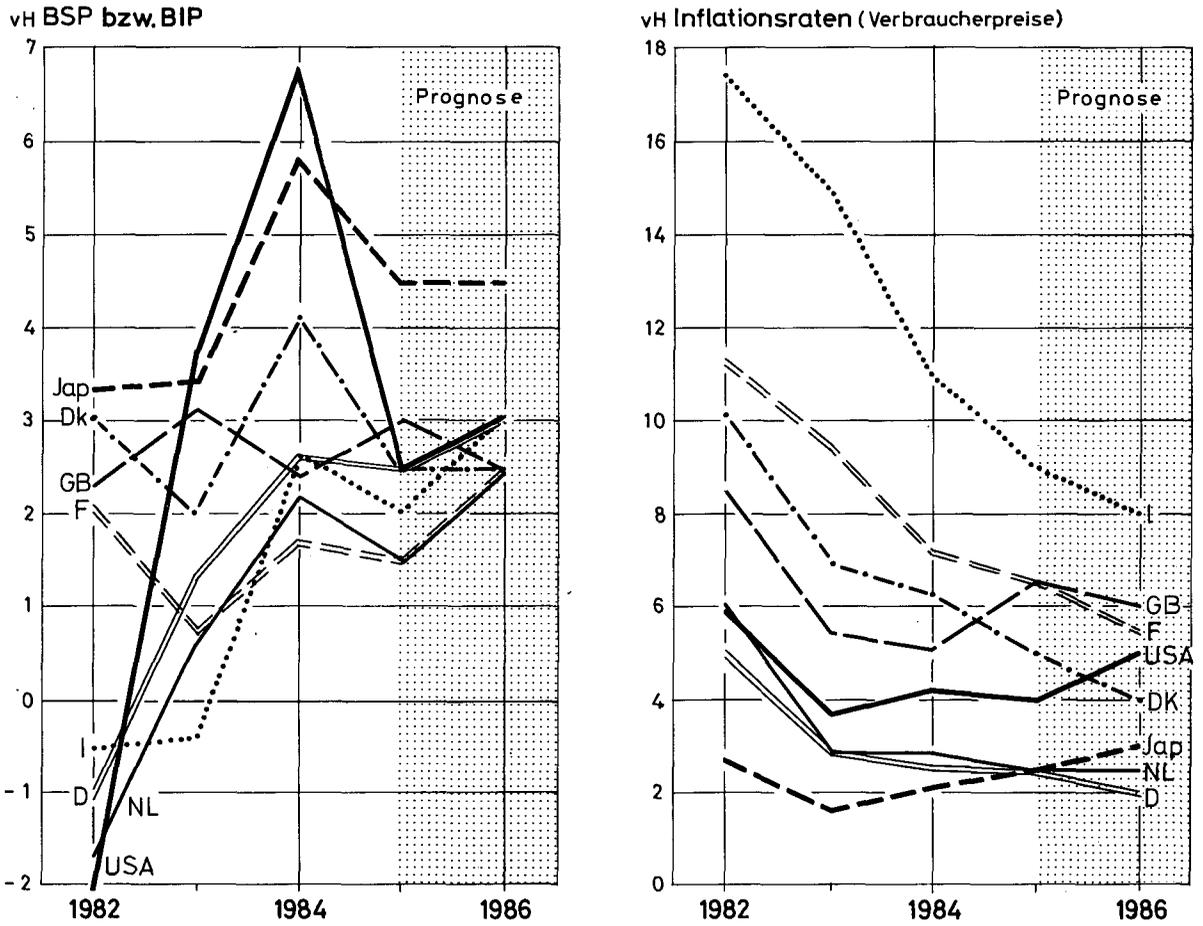
29. In Westeuropa dürften fürs erste noch gute Chancen für Exporte bestehen, ist doch die Wettbewerbsposition noch günstig. Dieser Vorteil dürfte sich im Verlauf der Prognoseperiode nennenswert verringern. Bislang ist die binnenwirtschaftliche Dynamik nicht in größerem Umfang verstärkt worden. Dies gilt sowohl für den Kurs der Geldpolitik - hier mußte Großbritannien seine Politik des leichten Geldes zwischenzeitlich wieder zurücknehmen - als auch für die Finanzpolitik. Zwar gibt es vereinzelt Entscheidungen, einige Steuern zu senken; dem stehen aber in anderen Ländern weitere finanzpolitische Restriktionsmaßnahmen gegenüber.

Für Westeuropa gibt es jedoch ein Risiko: Bei einem stärkeren Wertverlust des Dollars und/oder verschärfter Handelsprotektion in den Vereinigten Staaten (beispielsweise als Folge unerwartet hoher Leistungsbilanzdefizite) dürfte die Exportentwicklung ungünstiger verlaufen. Einem solchen Risiko stünde freilich ein expansiv wirkender Faktor gegenüber: Unter solchen Bedingungen (einer Aufwertung der europäischen Währungen) sähen sich die europäischen Zentralbanken in der Lage, monetär deutlicher zu lockern, ohne inflationäre Gefahren heraufzubeschwören. Aller Erfahrung nach ginge eine solche Umorientierung von Nachfrage und Produktion nicht ohne Friktionen vonstatten. Insgesamt dürfte in einem solchen Szenario die Aufwärtsbewegung im Winterhalbjahr 1985/86 - und damit auch die jahresdurchschnittliche Rate für 1986 - schwächer ausfallen als bei stabilem Dollar, günstigerer US-Konjunktur und offenerem US-Markt. Gleich welches Szenario also eintritt, die Zuwachsraten des realen Sozialprodukts dürften in Westeuropa etwa so hoch sein wie in den Vereinigten Staaten.

30. Vieles spricht dafür, daß bei der wahrscheinlichen Wirtschaftsentwicklung die Inflationsraten niedrig bleiben (Schaubild 6). Korrekturen zwischen dem Dollar und den übrigen Währungen einerseits, aber auch zwischen einzelnen EWS-Währungen andererseits dürften zu beträchtlichen Stabilitätsgewinnen in den Ländern mit einer traditionell starken Währung führen und zu Schwierigkeiten für weitere Fortschritte bei der Inflationseindämmung dort, wo Wechselkurse in letzter Zeit eher künstlich überhöht waren.

31. Die insgesamt schwache Aufwärtsentwicklung und die fortbestehende Unsicherheit über die wirtschaftspolitischen Weichenstellungen werden kaum dazu führen, daß man in nennenswertem Umfang Neueinstellungen vornimmt. Somit dürfte das gravierendste wirtschaftspolitische Problem weitgehend unverändert fortbestehen. Dies bedeutet für Westeuropa eine größere Last als für die Vereinigten Staaten oder gar Japan, liegen doch hier die Arbeitslosenquoten nahezu überall auf einem Nachkriegshoch.

Schaubild 6 - Entwicklung des realen Sozialprodukts und der Verbraucherpreise in westlichen Industrieländern 1982-1986(a)



(a) Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH.

Quelle: OECD, Economic Outlook, Juni 1985; Prognosewerte eigene Berechnung.

BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND: ZYKLISCHE BESSERUNG DER INLANDSNACHFRAGE

32. Die Wirtschaft der Bundesrepublik expandiert seit Ende 1982. Das reale Sozialprodukt nimmt seitdem mit einer durchschnittlichen Jahresrate von 2,5 vH zu. Das Tempo der Erholung schwankte allerdings beträchtlich. Besonders verzerrend wirkten der Streik im zweiten Quartal 1984 und der strenge Winter Anfang 1985. Beide Ereignisse führten zu entsprechenden Nachholeffekten (Schaubild 7). Die wirtschaftliche Aufwärtsentwicklung wurde von einer finanz- und geldpolitisch induzierten Ausweitung der Ausrüstungs- und Bauinvestitionen eingeleitet. Seit Mitte 1983 kommen die entscheidenden Impulse vom Export.

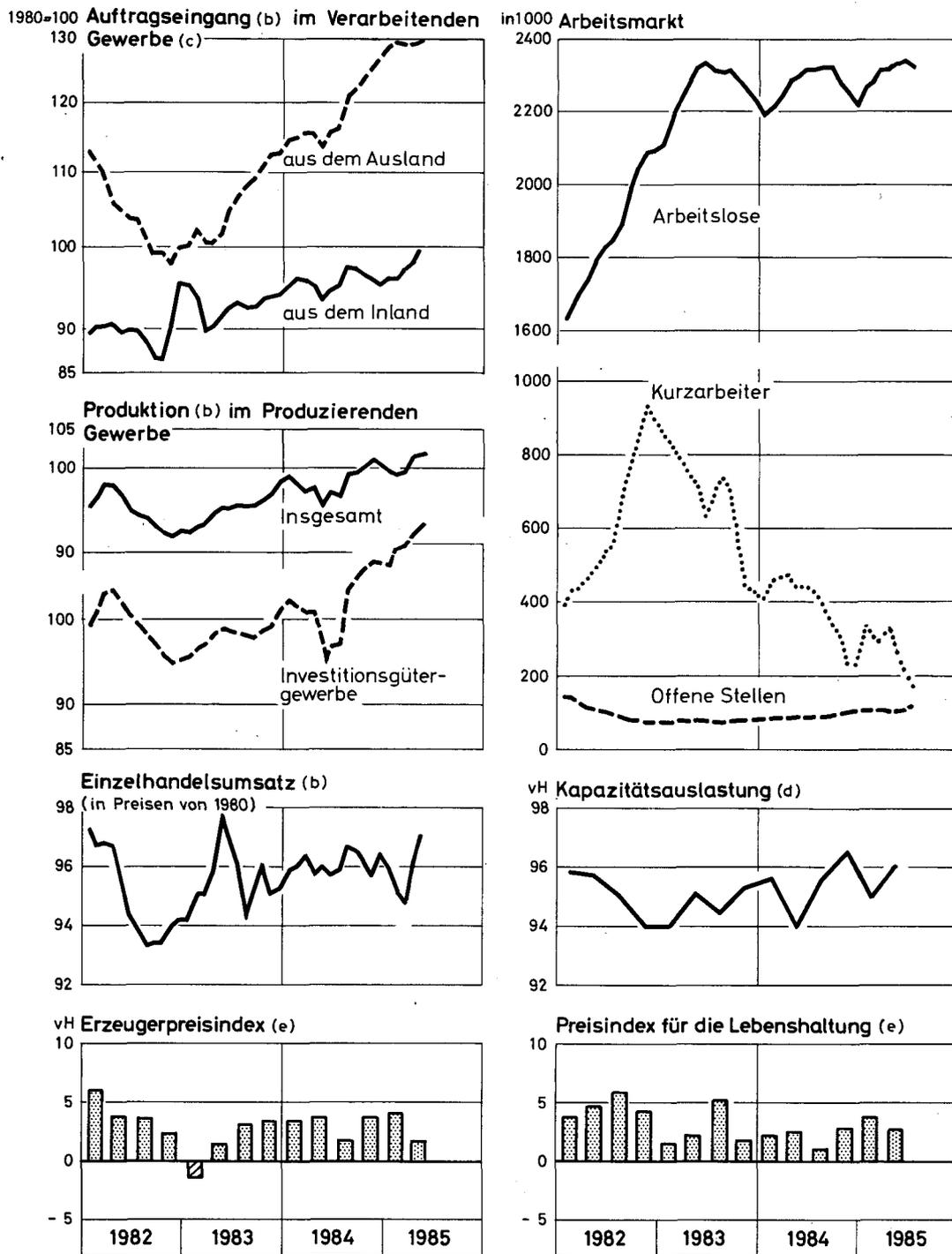
In den letzten Quartalen hat sich die Investitionstätigkeit kräftig verstärkt. Angesichts der erratischen Entwicklung von Auftragseingängen und Investitionstätigkeit im Verlauf der letzten Jahre ist jedoch ein abschließendes Urteil darüber, ob nun eine eigenständige Investitionskonjunktur in Gang gekommen ist, noch nicht möglich.

33. Auch nach fast drei Jahren wirtschaftlicher Erholung sind die Impulse noch nicht auf die nachhinkenden Sektoren überggesprungen; die Konjunktur blieb gespalten. Da die Auslandsnachfrage wichtigste Konjunkturstütze ist, konzentriert sich die Besserung auf den international orientierten Sektor, d.h. im wesentlichen auf die Industrie. Ungünstig ist die Lage für Branchen, die hauptsächlich für den heimischen Markt tätig sind. Insbesondere die Bauwirtschaft befindet sich in einer strukturellen Krise. Aber auch Handwerk, Handel und Landwirtschaft nehmen kaum an der Besserung teil.

Privater Verbrauch nimmt kaum zu

34. Die Einzelhandelsumsätze, deren Expansion sich im Winter beträchtlich abgeschwächt hatte, beleben sich seither. Sie haben freilich im Sommer erst wieder das Vorjahresniveau erreicht. Anders war dies beim Auto, dem sich die Gunst der Käufer nach dem (vorläufigen) Ende der Abgasdebatte wieder zuwendete. Offenkundig günstig verläuft auch die Reisesaison 1985. Besonders schwach war die Nachfrage nach Hausrat wohl als Folge der geringeren Zahl fertiggestellter Wohnungen.

Schaubild 7 - Indikatoren(a) zur Konjunkturlage in der Bundesrepublik Deutschland 1982-1985



(a) Saisonbereinigte Werte. - (b) Gleitender Dreimonatsdurchschnitt aus saisonbereinigten Werten. - (c) Ohne Nahrungs- und Genussmittelgewerbe; in Preisen von 1980. - (d) Gesamtwirtschaft. - (e) Laufende Jahresraten.

35. Der merkliche Anstieg der verfügbaren Einkommen hätte - bei weitgehender Preisstabilität - einen etwas stärkeren Anstieg des privaten Verbrauchs erwarten lassen. Die sinkenden Realzinsen hätten auch die Sparneigung vermindern und die Verschuldungsneigung erhöhen können. Tatsächlich ist die Sparneigung sogar etwas gestiegen. Dies kann einerseits bedeuten, daß die wieder höhere Arbeitslosigkeit die Kaufbereitschaft hemmt, andererseits ist aber auch nicht auszuschließen, daß Käufe nur zurückgestellt sind, bis man meint, der Zinsrückgang sei beendet und die Risiken künftiger Preissteigerungen nähmen zu.

Krise in der Bauwirtschaft

36. Von Anfang 1983 bis Anfang 1985 hat sich der Auftragseingang im Wohnungsbau halbiert. Seither hat sich die Nachfrage etwas erhöht, das Niveau liegt jedoch so niedrig, daß ein weiterer Abbau von Kapazitäten zu erwarten ist. Die Lage im gewerblichen Bau und im Tiefbau hat sich dagegen stabilisiert, freilich nicht in dem Maße, daß damit ein Ausgleich für die im Wohnungsbau ausfallende Nachfrage gegeben wäre.

Beim Bau trifft das Auslaufen staatlicher Förderungsmaßnahmen mit strukturellen Problemen zusammen. Somit treten die Anpassungsschwierigkeiten nunmehr verschärft zutage. Das Mißverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage führt - trotz steigender Kosten - zu stabilen Baupreisen und vielerorts zu sinkenden Immobilienpreisen. Die krisenhafte Entwicklung manifestiert sich darin, daß die Zahl der Konkurse kräftig steigt und die Zahl der Beschäftigten drastisch sinkt.

Ausfuhr - Zuwachsraten erwartungsgemäß niedriger

37. Nach der außergewöhnlich kräftigen Zunahme des Exports im Jahr 1984 war damit zu rechnen, daß sich die Aufwärtsentwicklung abflachen würde. Die erneute Aufwertung des Dollars im ersten Quartal 1985 hatte die Wettbewerbsposition deutscher Anbieter nochmals verbessert. So ist es wohl zu verstehen, daß der Export in die USA trotz der dort eher mäßigen Konjunktorentwicklung bis zum Sommer nochmals deutlich stieg. Insbesondere Investitionsgüter und Kraftfahrzeuge erfreuten sich reger Nachfrage. Dies galt auch im Handel mit den westeuropäischen Partnerländern, deren Konjunktur sich trotz einiger Schwächetendenzen zum Jahres-

beginn insgesamt besserte. Die Lieferungen in die Staatshandelsländer expandierten ebenfalls wieder deutlich. Die Entspannung der internationalen Verschuldungsprobleme und die Besserung der Devisenlage scheint diese Tendenz begünstigt zu haben. Die Ausfuhr in die OPEC-Länder ist dagegen nach einer kurzzeitigen Besserung erneut zurückgegangen. Offenkundig haben Absatzschwäche und Preisrückgang für Rohöl die Einnahmen und damit die Kaufbereitschaft bzw. -fähigkeit dieser Länder beeinträchtigt.

Schub bei den Investitionen der Industrie

38. Die Investitionstätigkeit hat seit dem zweiten Halbjahr 1984 eine enorme Schubkraft entwickelt. Der bisherige Verlauf der Auftragseingänge läßt vermuten, daß diese Entwicklung noch einige Zeit anhält. Dies spiegelt die Investitionsbereitschaft der Teile der Wirtschaft wider, die gegenwärtig eine gute Gewinn- und Absatzlage aufweisen; es reflektiert freilich auch das gesteigerte Bemühen, höhere Arbeitskosten durch Rationalisierung zu vermeiden. Die Investitionsdynamik ist in einigen Wirtschaftsbereichen so groß wie in den günstigsten Perioden der Nachkriegszeit, in anderen jedoch dominiert gegenwärtig Investitionszurückhaltung. Hierzu gehören Bau, Landwirtschaft, Handel, aber auch der Energiebereich.

Enttäuschung am Arbeitsmarkt

39. Aufgrund der günstigen Entwicklung von Nachfrage und Produktion und ersten Anzeichen für einen Rückgang der Zahl der Arbeitslosen im zweiten Halbjahr 1984 erwarteten die meisten Beobachter eine nennenswerte Besserung am Arbeitsmarkt im Jahr 1985. Die Kurzarbeit nahm erwartungsgemäß ab, die Zahl der Beschäftigten stieg, wenngleich weniger als angenommen. Die Zahl der Arbeitslosen aber erhöhte sich im ersten Halbjahr um etwa 75 000 (saisonbereinigt). Überraschend war, daß nur geringe Bereitschaft bestand, die Möglichkeit des Vorruhestands in Anspruch zu nehmen. Auch ist der gegenwärtige "product-mix" stärker industrieorientiert. Damit ist die durchschnittliche Arbeitsintensität der Produktion wohl zurückgegangen. Dies manifestiert sich in dem starken Beschäftigungsabbau der Bauwirtschaft und dem im Vergleich zur Produktionszunahme geringen Anstieg der Beschäftigung in der Verarbeitenden Industrie. Die insgesamt enttäuschende Arbeitsmarktentwicklung hat zu heftigen und hektischen Reaktionen der Wirtschaftspolitiker geführt.

So wurden zusätzliche Arbeitsbeschaffungs- und Qualifizierungsmaßnahmen erörtert, obwohl die bislang vorgesehenen Mittel dafür nicht abgerufen wurden; auch die Debatte um die Beschäftigungsgarantie beim Erziehungsurlaub und die Beschränkung der Überstunden signalisieren eine Abkehr von der marktwirtschaftlichen Orientierung.

Preisniveaustabilität - fast erreicht

40. Die internationale Rahmenbedingung für eine Verminderung der Inflationsrate wurde durch die weltweit zurückhaltende Geldmengenexpansion der letzten Jahre bestimmt. Der relativ starke Dollar hat lange Zeit verhindert, daß die internationale Inflationsberuhigung voll auf das deutsche Preisniveau durchschlug. Seit Frühjahr 1985 verstärkt die Dollarabwertung den binnenwirtschaftlichen Stabilisierungsprozeß. Ebenfalls begünstigt wird die Abschwächung des Preisanstiegs durch den Rückgang der Rohstoffpreise, insbesondere bei Mineralöl. Dies hat bei Brenn- und Kraftstoffen bereits zu merklichen Preissenkungen auf der Verbraucherstufe geführt. Die zuvor hohe Teuerungsrate bei saisonabhängigen Nahrungsmitteln hat sich unter dem Einfluß eines reichlichen Angebots beträchtlich zurückgebildet. Seit etwa einem halben Jahr hat sich das Verbraucherpreisniveau nicht mehr erhöht; im Vorjahresvergleich lag die Preissteigerungsrate im Sommer bei reichlich 2 vH.

Wirtschaftspolitik bewirkt zyklische Besserung

41. Die wirtschaftlichen Tendenzen für die kommenden Quartale sind durch die angelegten endogenen Prozesse und die geld- und finanzpolitischen Entscheidungen, die bereits getroffen und wirksam sind, weitgehend bestimmt. Wie es wirtschaftlich im Verlauf des Jahres 1986 weitergeht, hängt dagegen vom künftigen Kurs der Geld-, Finanz- und Lohnpolitik ab. Daneben spielt freilich die internationale Konjunktorentwicklung eine wichtige Rolle.

42. Für die Prognose werden folgende Annahmen gemacht:

- Die Geldpolitik, die bis zum Sommer 1985 eher ein wenig restriktiv war, wird aufgrund der stärkeren D-Mark, weitgehender Preisniveaustabilität, relativ schwacher Expansion der Inlandsnachfrage und notorisch hoher Arbeitslosigkeit

in der Prognoseperiode eine etwas höhere Geldmengenausweitung zulassen. Nominal- und Realzinsen dürften bis in das Jahr 1986 wohl leicht sinken (1).

- Die Finanzpolitik entspricht im wesentlichen den Haushaltsplänen. Auf der Einnahmenseite materialisieren sich allerdings Risiken (Preisanstieg unerwartet niedrig); einige Ausgaben dürften höher ausfallen als geplant (Zahlungen an die EG, Hilfszahlungen an strukturschwache Sektoren). Marktwirtschaftlich orientierte Reformen bei Subventionen und Sozialgesetzen, bei der Arbeitsmarktpolitik und im Arbeitsrecht dürften nicht vorankommen.
- In den Tarifabschlüssen dürften die Lohnerhöhungen eine bedeutend größere Rolle spielen, die Arbeitszeitverkürzung eine geringere. Die Tarifierhebung wird wohl rd. 3 vH betragen.
- Das Tempo der internationalen Besserung bleibt moderat. Das Konjunkturgefälle zu den USA ebnet sich ein. Der Dollar wertet sich leicht ab, die Terms of Trade verbessern sich merklich.

Finanzpolitik fördert Konjunktur und Familie

43. Die erste Stufe der Reform der Einkommensteuer, eine wohl stärkere Anhebung der Löhne und Gehälter im öffentlichen Dienst, die Erhöhung der investiven Ausgaben insbesondere bei den Gemeinden, der verstärkte Anstieg einiger Subventionen und der Transfers dürften zusammengenommen dazu führen, daß sich per saldo das Defizit des Staates 1986 gegenüber dem Vorjahr um rd. 7 Mrd. DM erhöht. Dies ist etwas weniger als ein halbes Prozent des Sozialprodukts. Wohl noch nicht defizitwirksam, aber doch schon konjunkturrelevant dürfte die Änderung der steuerlichen Bedingungen (insbesondere der Abschreibungen) für Bauten sein.

Zweifellos wird die Finanzpolitik 1986 in keynesianischem Sinne expansiv sein; aller Erfahrung nach hat eine solche Politik auf kurze Sicht nachweisbare, positive konjunkturelle Effekte. Es ist jedoch zweifelhaft, ob die Wirtschaftspolitik - so wie sie gegenwärtig angelegt ist - die Wachstumsbedingungen auf mittlere Sicht und damit letztlich die Chancen für eine rentable Beschäftigung aller Arbeitskräfte verbessert.

(1) Vgl. für eine ausführliche Erörterung der Einflußfaktoren für die künftige geldpolitische Tendenz und die Zinsentwicklung den Abschnitt "Chancen für weiter sinkende Zinsen?" auf S. 31.

44. Das Vorziehen der Familienförderung bei der Reform der Einkommensteuer heißt, daß die Erhöhung der Leistungsanreize auf den zweiten Rang verwiesen wurde. Die Absicht, die Überschüsse der Bundesanstalt für Arbeit bestenfalls zu einem geringen Teil zum Abbau der Lohnnebenkosten, d.h. zur Verminderung der Beitragssätze zur Arbeitslosenversicherung, zum Hauptteil aber zu aktiver Arbeitsmarktpolitik einzusetzen, bedeutet erneut die Übernahme von Verantwortung für die Beschäftigung durch den Staat, statt diese den Tarifparteien zu belassen. Die fehlende Kraft, Subventionen nennenswert einzuschränken, impliziert die fortgesetzte Bereitschaft, eine wohlstandsmindernde Nutzung von Produktivkräften finanzpolitisch zu fördern. Die Hilfe an die Landwirtschaft und für Bauherren aufzustocken bedeutet eine verstärkte Fehllenkung von Ressourcen. Zunehmend unterstützt die Bundesregierung in Agrar- und Technologiefragen in Brüssel faktisch protektionistische Tendenzen in Europa.

45. Was die Flexibilisierung von Märkten und die Deregulierung angeht, so enthält das Beschäftigungsförderungsgesetz zwar Schritte zu mehr Beweglichkeit am Arbeitsmarkt, aber es geht nicht weit genug. Die zeitliche Befristung für ein Mehr an Vertragsfreiheit zeigt eine defensive Grundeinstellung. Daß erneut über die Begrenzung von Überstunden debattiert wird, offenbart ebenso mangelndes Vertrauen in die Möglichkeiten einer Marktwirtschaft wie die mangelnde Bereitschaft, die Ladenöffnungszeiten noch in dieser Legislaturperiode zu liberalisieren. Die Zurückhaltung, mit der über die Übergriffe und Fehlentwicklungen während der letzten Arbeitskämpfe gesprochen wird, und der Umstand, daß daraus für die gesetzlichen Grundlagen keine Folgerungen gezogen werden (1), offenbaren ein Harmoniestreben, das marktwirtschaftlichen Antworten oft im Wege steht; in der Regel ist es ein Instrument zur kurzfristigen Sicherung der Bestandsrechte jener, die etabliert sind.

Tarifrunde 1986: Lohnerhöhung statt Arbeitszeitverkürzung

46. Tarifliche Vereinbarungen über Lohnhöhe und Arbeitszeit entsprechen 1985 wie schon zuvor nicht der schwierigen und der nach Regionen und Berufen stark differenzierten Arbeitsmarktlage. Um die Wettbewerbsfähigkeit des Faktors Arbeit gegenüber dem Kapitaleinsatz zu verbessern, wäre eine relative Verbilligung erfor-

(1) Vgl. das Gutachten des früheren Präsidenten des Bundesarbeitsgerichtes.

derlich gewesen, insbesondere dort, wo neue Techniken Arbeitskräfte verhältnismäßig leicht ersetzen können.

Die konkreten Formen der Verkürzung der Arbeitszeit haben zumeist den Arbeitsinsatz nicht flexibler gestaltet. Die Verkürzung der Wochenarbeitszeit erfolgte überwiegend in einer Form, die mit dieser Bezeichnung wenig zu tun hat, nämlich als Erhöhung der Zahl freier - zumeist auch noch kollektiv vereinbarter - Tage. Per saldo dürften mit dieser Maßnahme die Lohnkosten je Arbeitsstunde stärker gestiegen sein, als dies im Rahmen einer reinen Lohnerhöhungsrunde der Fall gewesen wäre.

47. Von den wirtschaftspolitisch Verantwortlichen wurde immer wieder betont, daß sie es schon 1984/85 vorgezogen hätten, wenn eine stärkere Lohnerhöhung statt der relativ gewichtigen Arbeitszeitverkürzung vereinbart worden wäre. Da der öffentliche Dienst die Tarifrunde 1986 anführt, dürfte diese Priorität unmittelbar Eingang in die Verhandlungsführung der Arbeitgeber finden. Zudem kommt eine solche Ausrichtung offenkundig der Stimmung insbesondere bei den organisierten Arbeitnehmern entgegen. Komplexe Tarifrunden stehen in anderen Bereichen an, insbesondere in der Metallindustrie. Dort sind zeitlich versetzt Lohn- und Manteltarifvereinbarungen fällig.

Die relativ günstige Konjunktur, mehr noch aber die günstige Gewinnsituation in wichtigen Industriebereichen und der Umstand, daß 1986 wichtige Wahlen stattfinden bzw. bevorstehen, dürften den Wunsch der Arbeitgeber nach einer raschen und friedlich verlaufenden Lohnrunde fördern. Dies deutet auf relativ hohe nominale Lohnabschlüsse hin. Dieser Bereitschaft zu stärkeren Lohnerhöhungen wird wohl der unerwartet geringe Überwälzungsspielraum bei den Preisen entgegenwirken, auch aufgrund der Aufwertungstendenzen für die D-Mark. Nominallohnabschlüsse in der Größenordnung von 3 vH bei einer erwarteten Inflationsrate von 2 vH erscheinen unter solchen Bedingungen eine realistische Setzung.

1986: Weiter aufwärts ohne Schwung

48. Der Anstieg von Nachfrage und Produktion, der nunmehr seit reichlich zweieinhalb Jahren zu beobachten ist, dürfte im weiteren Verlauf dieses Jahres und 1986 anhalten. Das Tempo der Aufwärtsbewegung - die gesamtwirtschaftliche Produktion stieg um 2,5 vH je Jahr - wird sich wohl nicht wesentlich verändern. Hin-

gegen wird sich die Struktur der Nachfrage wandeln: Die Exporte dürften bei schwächerer US-Konjunktur und - aufgrund der D-Mark-Aufwertung - eher leicht ungünstigerer Wettbewerbslage deutscher Produzenten nur noch abgeschwächt steigen. Die Investitionstätigkeit wird nach der dynamischen Aufwärtsentwicklung in der Industrie im Verlauf dieses Jahres ebenfalls geringere Zuwachsraten aufweisen. Steuerentlastung, höhere Lohnsteigerung und niedrige Zinsen lassen hingegen eine Belebung der Verbrauchsnachfrage erwarten. Belastend wirken hier möglicherweise die offenkundig ungebremst steigenden Krankheitskosten, die wahrscheinlich zu einer Erhöhung der Beitragssätze zur Krankenversicherung führen werden. Die Bautätigkeit dürfte nach dem Einbruch im Jahr 1985 durch steuerliche und geldpolitische Einflüsse gestützt werden und wohl 1986 nicht erneut zurückgehen.

49. Bei einer konjunkturellen Expansion, die voraussichtlich etwas stärker sein wird als das Potentialwachstum, kann damit gerechnet werden, daß die Zahl der Beschäftigten weiter leicht steigt. Eine Ausweitung um 1 vH ist indes bei den vorliegenden Gegebenheiten (Arbeitskosten, Schwerpunkte der Expansion in kapitalintensiven Bereichen, Rigiditäten am Arbeitsmarkt) eher als Obergrenze anzusehen. Damit ist wohl - wegen des anhaltenden Anstiegs des Arbeitskräftepotentials - auch 1986 mit einer kaum verminderten Arbeitslosigkeit zu rechnen. Die Erwartungen, die mancherorts auf die Einführung des Erziehungsurlaubs in bezug auf befristete Neueinstellungen gesetzt werden, erscheinen überzogen. Inwieweit mit Maßnahmen aktiver Arbeitsmarktpolitik, insbesondere mit Maßnahmen der Um- und Höherqualifizierung die Zahl der registrierten Arbeitslosen (zeitweise) vermindert werden wird, ist schwer abzuschätzen.

50. Die seit Beginn der achtziger Jahre insgesamt restriktive Geldpolitik - die durchschnittliche jährliche Expansion von M1 lag mit weniger als 4 vH etwa halb so hoch wie in den siebziger Jahren - hat zu erheblichen Verhaltensänderungen bei jenen geführt, die Preise und Kosten festlegen. Da 1985 auch die internationalen Bedingungen für eine Preisberuhigung in der Bundesrepublik günstiger wurden, ist die Ausgangslage für eine sehr niedrige Preissteigerungsrate gut. Bei der skizzierten Konjunkturentwicklung dürfte es in kaum einem Bereich Engpässe geben. Lediglich von der Lohnkostenseite sind Anstöße für Preiserhöhungen nicht ganz auszuschließen. Freilich ist nicht nur das Risiko eines wieder leicht anziehenden Kostendrucks vorhanden. Ebenso möglich wäre eine nochmalige Verminderung der Preissteigerungsrate, falls sich der Wechselkurs der D-Mark überraschend stark festigen sollte.

CHANCEN FÜR WEITER SINKENDE ZINSEN?

51. Die konjunkturelle Aufwärtsbewegung in der Bundesrepublik wurde vor allem von der Auslandsnachfrage getragen; die Inlandsnachfrage hat sich dagegen kaum erhöht. Als Grund für die schwache Binnennachfrage werden anhaltend hohe Realzinsen angesehen. Dieser negative Zusammenhang zwischen Realzinsen und der Entwicklung der Inlandsnachfrage würde nur dann nicht gelten, wenn hohe Realzinsen Ausdruck einer nachhaltigen Erhöhung der Ertragsaussichten der Unternehmen wären. Eine solche Verbesserung der Sachkapitalrendite ist indes nicht zu konstatieren; sie könnte z.B. dadurch erzielt werden, daß Belastungen (Steuern, Rohstoffkosten oder Löhne) sinken oder Erlöse (z.B. als Folge von Produktinnovationen) steigen. Angesichts nachlassender Impulse von seiten der Auslandsnachfrage kommt daher der zukünftigen Entwicklung der Realzinsen für die Fortsetzung des Aufschwungs eine große Bedeutung zu. Wie sind die Chancen dafür, daß sich die bereits begonnene Zinssenkung fortsetzt?

Der historische Verlauf alternativer Realzinsmaße

52. Die Finanzmärkte bieten sowohl den Anlegern als auch den Kapitalnachfragern ein breites Spektrum von unterschiedlichen Anlageformen und Finanzierungsinstrumenten. Dabei schlagen sich sowohl unterschiedliche Laufzeiten, Marktgängigkeit, Kreditwürdigkeit der Schuldner als auch steuerliche Behandlung der Zinsen in einer unterschiedlichen Zinshöhe nieder. Wenn trotzdem gemeinhin von *der* Zinsentwicklung gesprochen wird, so ist dies ein Hinweis darauf, daß alle Zinsen einer gemeinsamen Grundtendenz folgen. Als repräsentative Zinssätze werden für die folgende Analyse der Zinssatz für Dreimonatsgeld und die Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere ausgewählt.

53. Bei ihren Kapitalmarkttransaktionen werden sich die Anleger von der erwarteten Rendite leiten lassen, d.h., sie werden die Nominalzinsen um die für den Anlagezeitraum erwarteten Preissteigerungen bereinigen. Die Inflationserwartungen einzelner Wirtschaftssubjekte sind jedoch nicht direkt beobachtbar. Vereinfachend wird deshalb bei konventionellen Realzinsberechnungen unterstellt, der laufende Preisanstieg sei auch der für die Zukunft erwartete. Dieses Vorgehen ist für kurzfristige Anlageentscheidungen wenig problematisch. Bei längerfristigen Entschei-

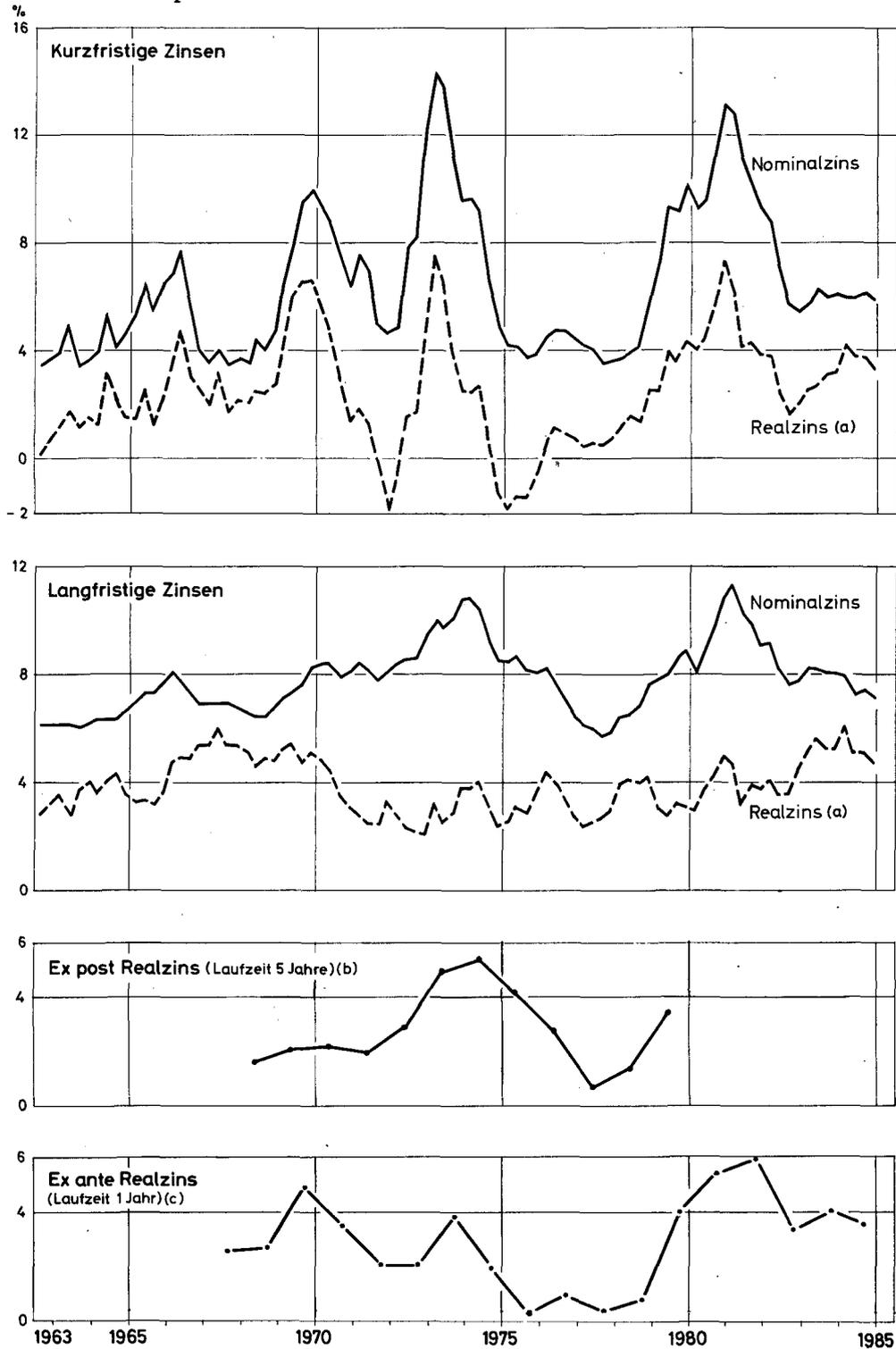
dungen können jedoch die Preiserwartungen durchaus beträchtlich von der laufenden Preisentwicklung abweichen. Für bestimmte, nicht zu lange Zeiträume lassen sich Schätzwerte für die erwarteten Preissteigerungsraten ermitteln. So kann man etwa die Prognosen der Wirtschaftsforschungsinstitute, die jeweils im Herbst für das kommende Jahr abgegeben werden, als Einschätzung für die erwartete Inflation heranziehen. Die so berechneten Realzinsen werden im folgenden als ex ante Realzinsen bezeichnet. Für die Entscheidungen ohne direkte Bedeutung sind die ex post Realzinsen. Sie geben am Ende des Anlagezeitraums an, wie hoch die Realverzinsung einer Anlage tatsächlich war. Aus der Differenz zwischen ex ante und ex post Realzinsen kann man entnehmen, in welchem Umfang die Anleger unerwartete Kapitalgewinne oder -verluste hinnehmen mußten. Bei allen Berechnungen wurden die Konsumentenpreise als Indikator für den Preisanstieg gewählt.

54. In Schaubild 8 wird die Entwicklung der Nominalzinsen und die der konventionell gemessenen Realzinsen miteinander verglichen. Zusätzlich wurde jeweils am Ende des Jahres für die umlaufenden öffentlichen Wertpapiere mit einer Restlaufzeit von einem Jahr ein ex ante Realzins und für solche mit einer Restlaufzeit von fünf Jahren ein ex post Realzins berechnet. Die wichtigsten Ergebnisse lauten:

- Die Realzinsen waren bei allen Berechnungsmethoden für die Bundesrepublik fast durchgehend positiv. Eine Ausnahme bildet allein die Entwicklung der kurzfristigen Realzinsen in der ersten Hälfte der siebziger Jahre, als für kurze Perioden negative Werte zu beobachten waren. Im internationalen Vergleich ist die Bundesrepublik damit eines der wenigen Länder, das auch in den siebziger Jahren fast durchgängig positive Realzinsen aufweist (1).
- Die konventionell gemessenen langfristigen Realzinsen lagen in der ersten Hälfte der achtziger Jahre (4,3 Prozent), insbesondere aber 1983/84 deutlich über dem Durchschnitt der siebziger Jahre (3,3 Prozent). Ein Blick auf die sechziger Jahre zeigt jedoch, daß Realzinsen von mehr als 5 Prozent keine Ausnahme sind.
- Während die konventionell berechneten Realzinsen für kurzlaufende Papiere die Schwankungen der Nominalzinsen weitgehend nachvollzogen, erwiesen sie sich im längerfristigen Laufzeitbereich wesentlich stetiger als die Nominalzinsen.

(1) Für eine detaillierte Analyse der Realzinsentwicklung in den zehn größten Industrieländern vgl. Paul Atkinson, Jean-Claude Chouraqui, Real Interest Rates and the Prospects for Durable Growth. OECD-Working-Papers No. 21, Mai 1985.

Schaubild 8 - Die Entwicklung alternativer Nominal- und Realzinsen in der Bundesrepublik Deutschland 1963-1985



(a) Konventionelle Berechnungsmethoden: Nominalzins abzüglich des Anstiegs der Konsumentenpreise gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode. - (b) Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von 5 Jahren abzüglich der tatsächlichen durchschnittlichen Preissteigerungsrate während des Anlagezeitraums; die Berechnungen wurden jeweils nur für das Jahresende durchgeführt. - (c) Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von 1 Jahr abzüglich der von der Gemeinschaftsdiagnose der wirtschaftswissenschaftlichen Forschungsinstitute für den Anlagezeitraum prognostizierten Preissteigerungsrate; die Berechnungen wurden jeweils nur für das Jahresende durchgeführt.

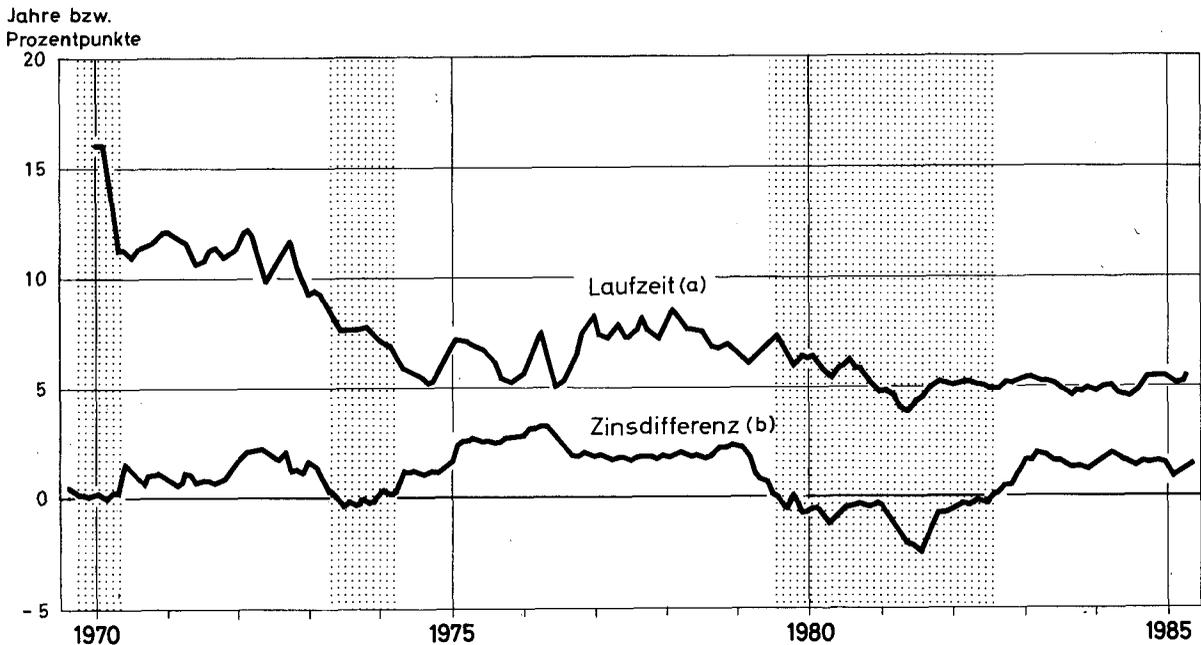
- Da keine Zeitreihen über die längerfristigen Inflationserwartungen vorliegen, konnten ex ante Realzinsen nur für eine Laufzeit von einem Jahr berechnet werden. Hätten die Anleger die verfügbaren Preisschätzungen berücksichtigt, dann hätten sie in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre freiwillig - und nicht infolge einer Fehlprognose des Preisanstiegs - einen sehr niedrigen Realzins akzeptiert.
- Ein Vergleich der konventionellen Realzinsen mit den tatsächlich realisierten ex post Realzinsen zeigt, daß sich beim Erwerb längerlaufender Wertpapiere eine Fortschreibung des aktuellen Preisanstiegs nicht als optimale Form der Erwartungsbildung erwiesen hat. Anders als dies die konventionelle Berechnung von Realzinsen suggeriert, war das richtige Timing bei der Anlageentscheidung von großer Bedeutung. So war etwa beim Erwerb von Titeln mit 5jähriger Laufzeit Ende 1974 ex post eine reale Rendite von 5,3 Prozent zu erzielen. Die Ende 1978 getroffene Anlageentscheidung brachte dagegen ex post nur einen Realzins von 0,6 Prozent. Der konventionell gemessene längerfristige Realzins bewegte sich in den siebziger Jahren meistens in einer Größenordnung von rd. 3 Prozent.

Zinsstruktur und Laufzeit

55. Mit Ausnahme von kurzen Perioden in den Jahren 1970 und 1973 sowie eines Zeitraums von Ende 1979 bis Anfang 1982 gab es eine positive Zinsdifferenz zugunsten längerlaufender Wertpapiere (Schaubild 9). Die durchschnittliche Laufzeit festverzinslicher Wertpapiere ist seit 1970 von 16 Jahren auf gegenwärtig 5 bis 6 Jahre zurückgegangen. Dabei zeigt sich, daß Phasen, in denen die Zinsdifferenz spürbar abnahm oder sogar negativ wurde, gleichzeitig auch Phasen waren, in denen die Laufzeit der Wertpapiere verkürzt wurde. Bei einer Normalisierung der Zinsdifferenz erfolgte jedoch nicht erneut eine entsprechende Zunahme der Laufzeiten, es war ein gewisser Sperrklinkeneffekt zu verzeichnen. Wie läßt sich diese Entwicklung erklären?

56. Phasen mit abnehmender oder negativer Zinsdifferenz waren zumeist Zeiten einer restriktiven Geldpolitik. Die Zentralbank versuchte, durch eine Verteuerung der kurzfristigen liquiden Mittel die Geldmengenexpansion in engen Grenzen zu halten, um auf diese Weise der eingetretenen Inflationsbeschleunigung entgegenzuwirken. Als die bis zum Ende der sechziger Jahre herrschende relative Preisniveaustabilität auslief, waren die Kapitalmarktteilnehmer nach jeder neuen Preis-

Schaubild 9 - Zinsstruktur und Laufzeit festverzinslicher Wertpapiere in der Bundesrepublik Deutschland 1970-1985



(a) Durchschnittliche Laufzeit von Neuemissionen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten, gleitende 3-Montasdurchschnitte. – (b) Zinsdifferenz zwischen den Renditen der umlaufenden Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren und 1 Jahr.

Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 2, Wertpapierstatistik, Tabellen 2c, 8d; eigene Berechnungen.

steigerungswelle immer weniger bereit, längerfristige Kapitalverträge einzugehen. Da eine Indexierung der Zinsen in der Bundesrepublik nicht erlaubt ist, stellte die Verkürzung der Laufzeiten die einzige Möglichkeit dar, in Zeiten hoher Unsicherheit über die zukünftige Inflation Kontrakte abzuschließen. Die Entwicklung der Laufzeiten ist daher ein interessanter Indikator dafür, wie Sparer und Kreditnehmer die zukünftigen Inflationsrisiken einschätzen.

Mögliche Erklärungsgründe für hohe Realzinsen

57. Als wichtige binnenwirtschaftliche Faktoren, die die Realzinsentwicklung beeinflussen, werden genannt: die Geld- und Finanzpolitik, der Grad der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung, Unsicherheit über zukünftige Inflationsraten, die steuerliche Behandlung von Zinsen und die Sachkapitalrendite. In einer offenen

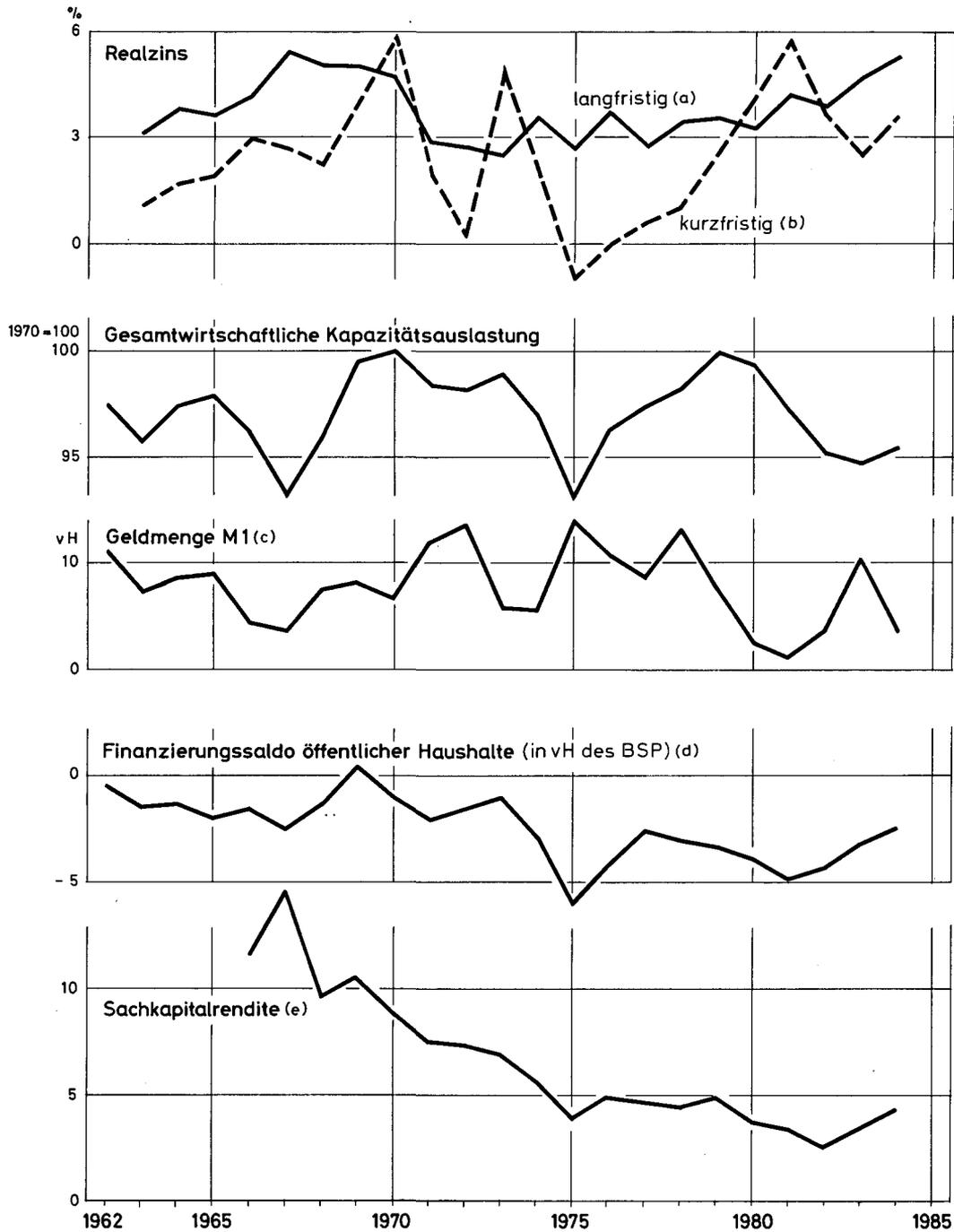
Wirtschaft, wie es die Bundesrepublik ist, muß insbesondere der Einfluß der internationalen Kapitalmärkte beachtet werden.

Binnenwirtschaftliche Gründe

58. Von vielen Ökonomen wird die seit Beginn der achtziger Jahre restriktive Geldpolitik als Ursache für hohe Realzinsen angeführt. Eine solche vereinfachende Aussage, die weder zwischen kurz- und langfristigen Realzinsen differenziert, noch die Effekte betrachtet, die von der Geldmengenexpansion auf die Inflationserwartungen ausgehen, ist weder empirisch noch theoretisch haltbar. Ein Blick auf die Veränderungsraten der Geldmenge M1 und die Realzinsentwicklung in Schaubild 10 zeigt, daß ein unmittelbarer Einfluß der Geldpolitik nur für die kurzfristigen Realzinsen zu beobachten ist. Dies überrascht nicht, da die Veränderung der Geldmarktsätze wichtigster Handlungsparameter der Zentralbank ist. Die Wirkungen, die von der Geldpolitik auf den langfristigen Realzins ausgehen, hängen entscheidend davon ab, wie die Geldpolitik die Inflationserwartungen beeinflusst. Wenn eine verstärkte Geldmengenexpansion weitgehend unerwartet ist oder zunächst nicht als dauerhaft angesehen wird, dann kann es gelingen, die langfristigen Realzinsen zu senken. Ein solcher negativer Überraschungseffekt könnte dazu beigetragen haben, daß die Kapitalanleger in den siebziger Jahren zeitweise nur sehr niedrige - in einigen Ländern sogar negative - Realzinsen erzielten. Wenn die Anleger freilich aus einem solchen Verhalten lernen und bei einer stärkeren Ausweitung der Geldmengen wegen der Erwartung zukünftig höherer Inflationsraten sofort einen höheren Nominalzins verlangen, dann kann eine Lockerung der Geldpolitik sogar den konventionell gemessenen Realzins erhöhen. Es spricht viel dafür, daß in den achtziger Jahren die Sensibilität der Anleger bezüglich der Inflationsrisiken deutlich zugenommen hat. Wenn dies zutrifft, dann kann die Zentralbank den langfristigen Realzins nur dadurch senken, daß sie durch eine stetige, am Wachstum des Produktionspotentials ausgerichtete Politik bei den Anlegern das Vertrauen auf Preisniveaustabilität erhöht und somit die Risikoprämien verringert.

59. Im Verlauf der letzten Jahre wurde immer häufiger im Anstieg der öffentlichen Budgetdefizite ein entscheidender Grund für höhere Realzinsen gesehen. Ein solcher positiver Zusammenhang ist aus Schaubild 10 nicht ersichtlich, im Gegenteil, bei den kurzfristigen Realzinsen ist ein negativer Zusammenhang erkennbar. Dies dürfte jedoch vor allem konjunkturelle Gründe haben. Während der Rezession erhöhen sich die Budgetdefizite z.B. infolge sinkender Steuereinnahmen und stei-

Schaubild 10 - Binnenwirtschaftliche Einflüsse für die Realzinsentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland 1962-1985



(a) Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere abzüglich des Anstiegs der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahr. - (b) Zins für Dreimonatsgeld abzüglich des Anstiegs der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahr. - (c) Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH. - (d) In der Abgrenzung der Finanzstatistik, ohne Sozialversicherung. - (e) Sachvermögensrendite der Unternehmen (bereinigt um Erträge und Aufwendungen, die nicht in direkter Verbindung zur Betriebstätigkeit stehen).

Quelle: Sachverständigenrat, Jahresgutachten 84/85; H. Dicke, P. Trapp, "Zur Ertragskraft von öffentlichen und privaten Investitionen". Die Weltwirtschaft, 1985, H. 1, S. 70-86; eigene Berechnungen.

gender Arbeitslosenunterstützungszahlungen, während die Zinsen wegen der geringeren Kapitalnachfrage zurückgehen. Die Hypothese, eine höhere Staatsverschuldung führe zu höheren Realzinsen, kann deshalb plausibel nur für eine länger anhaltende - nicht konjunkturbedingte - Erhöhung der staatlichen Defizite formuliert werden. Die Argumentation lautet, daß damit die Zinslast des Staates steige, was letztlich bei den Kapitalmarktteilnehmern die Furcht wachsen ließe, die hohe Zinslast der Staatsschuld könne früher oder später Anlaß zu übermäßiger Geldmengenerweiterung und erneuter Inflation sein. Wie Tabelle 1 zeigt, ist die Kreditaufnahme des Staates seit 1981 deutlich zurückgeführt worden; dieser Erklärungsfaktor für die hohen langfristigen Realzinsen hat also an Bedeutung verloren.

Tabelle 1 - Die Kreditaufnahme inländischer nichtfinanzieller Sektoren
(in vH des BSP)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Private Haushalte	1,5	0,8	0,5	0,6	0,7	0,6
Wohnungswirtschaft	4,2	4,0	3,6	2,8	3,5	3,1
Unternehmen(a)	5,8	6,6	6,6	4,8	4,2	4,8
Öffentliche Haushalte(b)	3,1	3,7	4,9	4,2	3,4	2,7

(a) Einschließlich Aktienemission. - (b) Gebietskörperschaften.

Quelle: DIW, Geldvermögensänderungen ab 1960. Berlin, Juli 1985.

60. Auch eine Verbesserung der Sachkapitalrendite könnte einen positiven Effekt auf die Realzinsen haben. Erhöht sich nämlich die Anzahl rentabler Investitionsprojekte, so dürfte auch die Kapitalnachfrage des Unternehmenssektors steigen. Betrachtet man die Entwicklung der Sachkapitalrendite in Schaubild 10, so könnte man damit den höheren Realzins in den sechziger Jahren erklären; gegenwärtig dürfte sich die Sachkapitalrendite trotz einer leichten Erhöhung in den letzten beiden Jahren und einer spürbaren Belebung der aktuellen Investitionstätigkeit nicht auf einem Niveau bewegen, das die hohen Realzinsen erklären kann.

61. Bei Investitionsentscheidungen sind jedoch weniger die aktuellen Renditen als vielmehr die zukünftigen Renditen von Bedeutung. Faktoren, die die erwartete

Sachkapitalrendite nachhaltig erhöhen könnten, indem sie etwa einen Nachfrageschub auslösen, sind z.B. neue Technologien, neue Produkte oder demographische Veränderungen. Auf der Angebotsseite könnten sich etwa ein Abbau leistungshemmender Steuern und Regulierungen oder eine höhere Flexibilität auf dem Arbeitsmarkt positiv auf die Investitionstätigkeit auswirken. Wie die Entwicklung der Kreditaufnahme des Unternehmenssektors in Tabelle 1 zeigt, spricht jedoch wenig für die Hypothese, daß der Anstieg der langfristigen Realzinsen 1983/84 als Ergebnis einer deutlichen Verbesserung der zukünftigen Sachkapitalrenditen interpretiert werden kann, ist die Neuverschuldung der Unternehmen in diesem Zeitraum doch eher rückläufig.

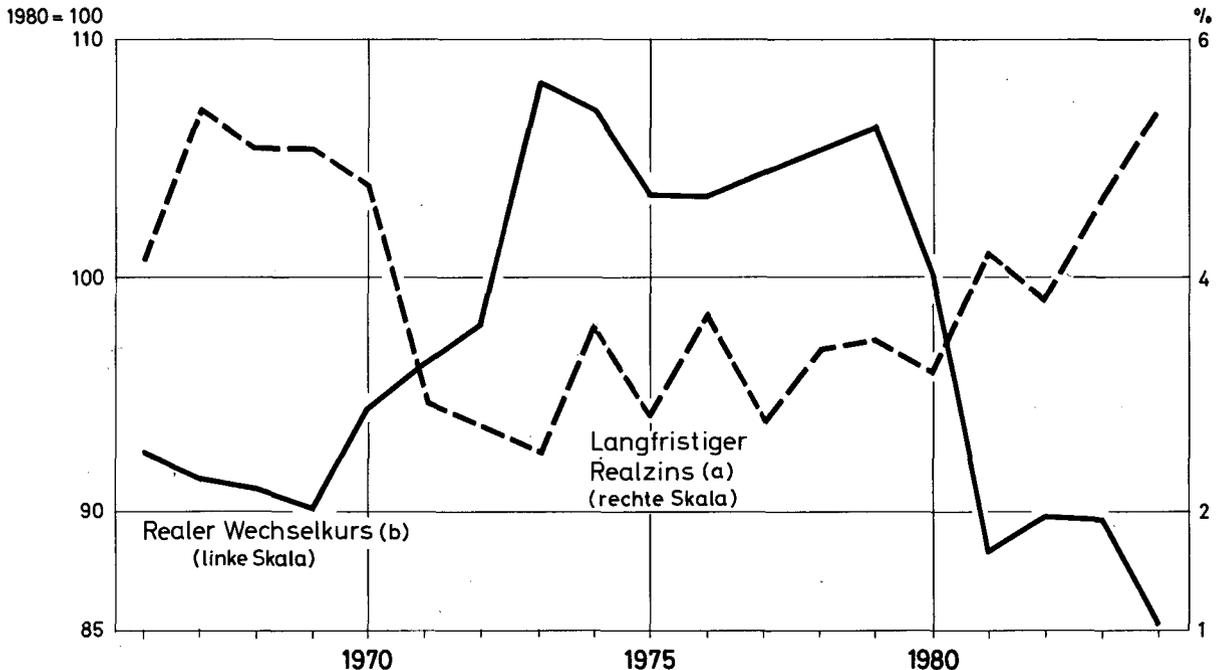
62. Auch von steuerlichen Maßnahmen können Effekte auf den Realzins ausgehen. So erhöht z.B. die Einführung oder Ausweitung der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen bei der privaten Wohnungsbaufinanzierung den Realzins. In der Bundesrepublik wurde 1982 ein in der Höhe auf 10 000 DM beschränkter Schuldzinsenabzug für eigengenutzte Wohnungen eingeführt. Da diese steuerliche Begünstigung nur für Neubauten geltend gemacht werden kann, dürfte diese Maßnahme kaum die Realzinsen erhöht haben.

Außenwirtschaftliche Gründe

63. Die Analyse der binnenwirtschaftlichen Einflußfaktoren zeigt zu Beginn der achtziger Jahre eher einen Rückgang der inländischen Kapitalabsorption. Es spricht deshalb viel für die Vermutung, daß vor allem eine kräftige ausländische Kapitalnachfrage zu dem Anstieg der Realzinsen beigetragen hat. Auch der aus Schaubild 11 ersichtliche enge Zusammenhang zwischen der Entwicklung des realen Wechselkurses und der langfristigen Realzinsen deutet auf einen Einfluß außenwirtschaftlicher Faktoren für die deutsche Zinsentwicklung hin.

64. Auf internationalen Kapitalmärkten, die frei von Kapitalverkehrsbeschränkungen und anderen staatlichen Eingriffen sind, besteht theoretisch eine Tendenz zur Angleichung der realen Renditen, wenn diese in einer gemeinsamen Währung gemessen werden. Anleger werden nämlich Kapital in das Land mit der höheren Rendite transferieren und auf diese Weise dort das Kapitalangebot erhöhen und so zu einer Angleichung der Renditen beitragen. Darüber, wie rasch und in welchem Ausmaß sich der Anpassungsprozeß vollzieht, lassen sich jedoch angesichts bestehender Marktunvollkommenheiten (administrative Hemmnisse, Transaktionskosten)

Schaubild 11 - Realer Wechselkurs der D-Mark und langfristiger Realzins in der Bundesrepublik Deutschland 1966-1984



(a) Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere abzüglich der Konsumentenpreissteigerungen gegenüber dem Vorjahr. — (b) Effektiver realer Wechselkurs der D-Mark auf der Basis von Konsumentenpreisen gegenüber den Währungen der 10 größten Industrieländer, gewichtet mit deren Anteil am Weltexport.

sowie anderer Einflußfaktoren für die Wechselkursentwicklung (z.B. politische Risiken) kaum verlässliche Aussagen machen.

65. Insbesondere der Zinsanstieg in den Vereinigten Staaten hat nach weitverbreiteter Einschätzung die deutschen Realzinsen erhöht. Betrachtet man die Entwicklung von Zinsen und Wechselkursen in den Vereinigten Staaten und der Bundesrepublik in den letzten Jahren, so scheint die Hypothese bestätigt. Zu Beginn der achtziger Jahre stieg der amerikanische Realzins auf über 8 Prozent, nachdem er 1980 sogar noch negativ war (Tabelle 2). Die gestiegene Attraktivität der Vereinigten Staaten als Kapitalanlageland schlug sich auch in einer kräftigen realen Aufwertung des US-Dollars gegenüber der D-Mark und nahezu allen anderen wichtigen Währungen nieder. Auch die Tatsache, daß die Vereinigten Staaten in den letzten Jahren in starkem Umfang Kapital importierten, während die Bundesrepublik Kapital exportierte, zeigt, daß ein tendenzieller Anpassungsprozeß der internationalen Renditen stattgefunden hat.

Tabelle 2 - Indikatoren zur Zinsentwicklung in den Vereinigten Staaten und in der Bundesrepublik
Deutschland 1979-1986

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (a)	1986 (a)
Realzins(b), langfristig (%)								
Vereinigte Staaten	-1,9	-2,1	+3,3	+6,7	+8,1	+8,2	.	.
Bundesrepublik	+3,4	+3,2	+4,3	+3,8	+4,7	+5,4	.	.
Realer Wechselkurs(c) DM/US-Dollar (1980 = 100)								
	106,7	100	77,7	71,6	68,1	60,1	.	.
Haushaltsdefizit(d) in vH des BSP								
Vereinigte Staaten	+0,6	-1,2	-0,9	-3,8	-4,1	-3,4	-3,4	-3,4
Bundesrepublik	-2,7	-3,1	-3,8	-3,4	-2,8	-2,3	-1,8	-2,1
Leistungsbilanzsaldo in vH des BSP								
Vereinigte Staaten	-0,0	+0,1	+0,2	-0,3	-1,3	-2,8	-3,3	-3,4
Bundesrepublik	-0,8	-1,9	-0,8	+0,5	+0,6	+0,1	+2,2	+2,6

(a) Eigene Schätzungen. - (b) Konventionelle Berechnungsmethode. - (c) Auf der Basis von Verbraucherpreisen. - (d) In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen.

Quelle: IMF, International Financial Statistics, versch. Jgg.; OECD, Economic Outlook, versch. Jgg.; eigene Berechnungen.

66. Es gibt unterschiedliche Hypothesen darüber, auf welche Faktoren der kräftige Anstieg der Realzinsen in den Vereinigten Staaten zurückzuführen ist. Am weitesten verbreitet ist die Ansicht, die kräftige Ausweitung des staatlichen Haushaltsdefizits, die den 1981 beschlossenen Steuersenkungen und der Steigerung der Militärausgaben folgte, hätte die Kreditnachfrage und damit auch die Nominalzinsen erhöht. Da den Erfahrungen der Vergangenheit zufolge hohe strukturelle Defizite zumeist geldpolitisch akkommodiert werden, bleiben die längerfristigen Inflationserwartungen relativ zur aktuellen Preisentwicklung hoch. Die konventionell gemessenen langfristigen Realzinsen in Tabelle 2 dürften somit die erwartete reale Rendite überzeichnen. Mit der Steuerreform 1981 war eine Entlastung vor allem in Form von Abschreibungserleichterungen verbunden. Zusätzlich wurde die Sachkapitalrendite dadurch erhöht, daß bestehende Regulierungen der privaten wirtschaftlichen Betätigung abgebaut wurden und daß die Lohnabschlüsse relativ moderat waren. Zusammen mit einer konjunkturellen Belebung erhöhten diese Faktoren die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und damit auch die private Kapitalnachfrage. Insbesondere von Monetaristen wird darauf hingewiesen, daß die Zentralbank durch eine erhöhte Instabilität der Geldmengenexpansion in den achtziger Jahren die Unsicherheit der Anleger über die zukünftige Inflationsrate verstärkt hat. Wegen der dafür geforderten zusätzlichen Risikoprämie sei der Realzins gestiegen. All diese Argumente lassen sich empirisch stützen. Eine Gewichtung ist jedoch angesichts der großen Bedeutung, die die nicht beobachtbare Erwartungsbildung hat, nicht möglich.

Ausblick: Sinkende Nominal- und Realzinsen

67. Der im Sommer 1985 zu beobachtende Zinssenkungsprozeß, der Mitte August seinen Niederschlag in einer Senkung der Leitzinsen durch die Deutsche Bundesbank gefunden hat, dürfte sich bis in das Jahr 1986 hinein fortsetzen. Folgende Faktoren lassen erwarten, daß sowohl Nominal- als auch Realzinsen bis in das Jahr 1986 hinein tendenziell eher noch weiter zurückgehen:

- Der Anstieg der Verbraucherpreise wird bei sinkenden Einfuhrpreisen und mäßiger Binnenkonjunktur schwach bleiben. Es ist durchaus möglich, daß der Preisanstieg im Vorjahresvergleich in den nächsten Monaten eine Eins vor dem Komma aufweist. Da die monetäre Expansion bislang sehr verhalten war, dürften die Inflationserwartungen spürbar gedämpft worden sein. Dafür spricht auch die

gegenwärtig zu beobachtende Verlängerung bei den Laufzeiten neu emittierter Wertpapiere. Dadurch entsteht nicht nur Raum für Nominalzinssenkungen, sondern es sinkt auch der Risikozuschlag in den Realzinsen.

- Unterstellt man die in Tabelle 2 geschätzte Entwicklung von Budgetdefiziten und Leistungsbilanzsalden, dann spricht viel dafür, daß die D-Mark gegenüber dem US-Dollar real eher weiter auf- als abgewertet wird. Damit ergibt sich selbst bei anhaltend hohen Realzinsen in den Vereinigten Staaten ein Zinssenkungsspielraum in der Bundesrepublik.
- Bei den genannten Rahmenbedingungen (Preisstabilität, eine sich real aufwertende D-Mark) ist mit einer vorsichtigen Lockerung der deutschen Geldpolitik zu rechnen. Dies ist schon erreicht, wenn die Bundesbank die Expansionsrate der Zentralbankgeldmenge zulassen würde, die sich am Jahresende am oberen Rand des Korridors statt wie gegenwärtig in der Mitte bewegt.
- Zwar dürfte 1986 das Haushaltsdefizit in Relation zum Bruttosozialprodukt wieder etwas höher ausfallen als im laufenden Jahr. Eine solche leichte Zunahme des öffentlichen Kapitalbedarfs wird aber wahrscheinlich angesichts der bei ruhiger Konjunktur eher mäßigen privaten Kreditnachfrage und der aufwertungsbedingten Kapitalzufuhr aus dem Ausland nicht zinssteigernd wirken.

68. Insgesamt dürften die längerfristigen Realzinsen jedoch nicht wieder das niedrige Niveau der siebziger Jahre erreichen, als die sich infolge einer weltweiten Nachfragestimulierung beschleunigende Inflation die Kapitalanleger ziemlich unvorbereitet traf. Die Zentralbanken dürften aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt haben und eine solch übermäßige monetäre Expansion vermeiden.