

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

**Article — Digitized Version**

## Industrieländer: Neue Akzente in der Wirtschaftspolitik

Die Weltwirtschaft

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Grimm, Doris E.; Scheide, Joachim; Walter, Norbert (1985) : Industrieländer: Neue Akzente in der Wirtschaftspolitik, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 2, pp. 1-15

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1301>

**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: Neue Akzente in der Wirtschaftspolitik

Von Doris Grimm, Joachim Scheide und Norbert Walter

1. Im Jahre 1985 setzte sich die konjunkturelle Erholung in den Industrieländern fort. Die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm insgesamt um etwa 2 3/4 vH zu. Bei diesem verhaltenen Produktionsanstieg erhöhte sich zwar die Beschäftigung in mehreren Ländern, wegen des gleichzeitig steigenden Arbeitskräftepotentials ging die Zahl der Arbeitslosen jedoch nicht zurück. Die eher enttäuschende konjunkturelle Entwicklung dämpfte den Preisanstieg. Die Inflationsraten auf der Produzenten- und der Verbraucherstufe sind auch 1985 zurückgegangen und haben in vielen Ländern ein so niedriges Niveau erreicht, wie man es zuletzt in den sechziger Jahren verzeichnet hatte. Dies ging zumeist mit recht zurückhaltenden Lohnabschlüssen einher, die nur in Ausnahmefällen auf einkommenspolitische Maßnahmen zurückzuführen waren. Auf einer Vielzahl von Bestandsmärkten sanken die Preise sogar. Vor allem gerieten die Boden- und Immobilienpreise unter Druck. Auch gab es eine erneute Baisse an den Rohstoffmärkten.

## Konjunkturgefälle ebnet sich ein

2. 1983 und 1984 wurde die wirtschaftliche Aufwärtsentwicklung von der außerordentlich starken Dynamik der amerikanischen Konjunktur bestimmt. Diese strahlte vor allem auf Kanada und den pazifischen Raum aus. Westeuropa blieb – auch aufgrund seiner eher restriktiven Wirtschaftspolitik – im konjunkturellen Schatten. Dieses Konjunkturgefälle und die Verschiebung der Wettbewerbsfähigkeit durch die Aufwertung des Dollars in den letzten Jahren schlug sich in einem steigenden Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten und zunehmenden Überschüssen in Japan, aber auch in Westeuropa und hier insbesondere in der Bundesrepublik Deutschland, nieder.

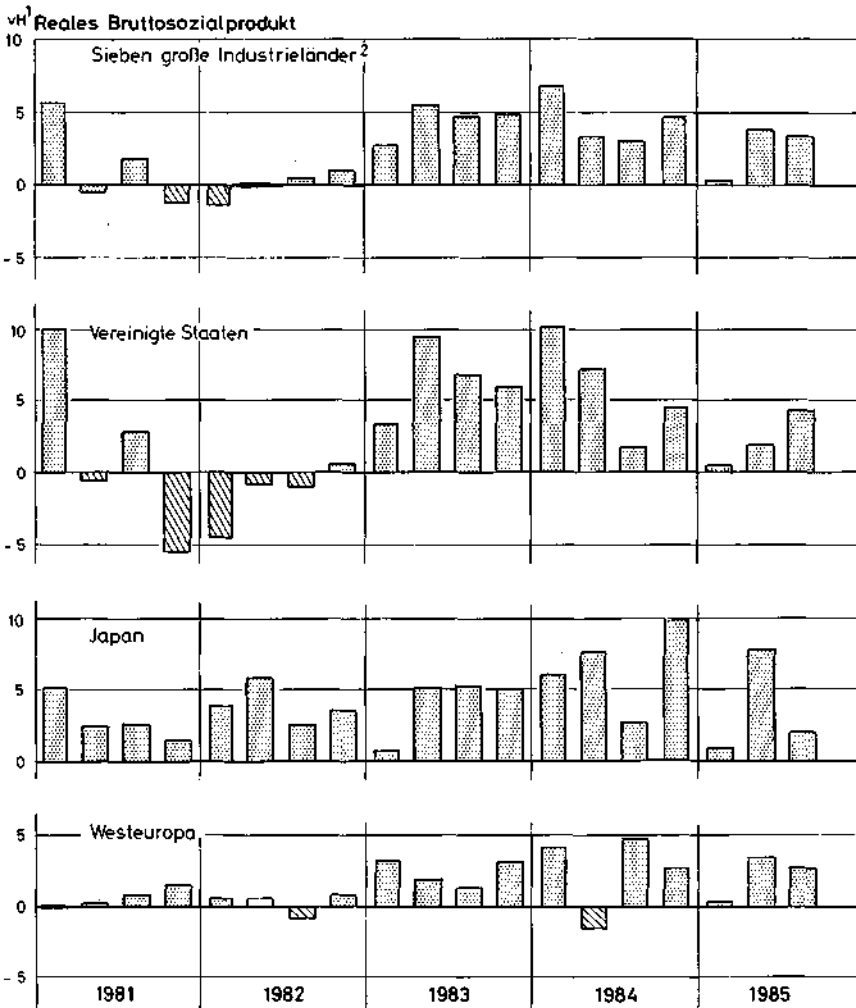
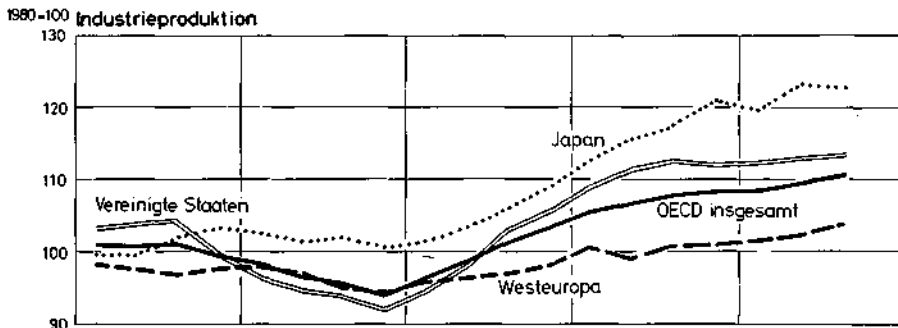
Im Jahre 1985 haben sich die Unterschiede im Expansionstempo verringert, vor allem, weil sich die konjunkturelle Aufwärtsentwicklung in den Vereinigten Staaten abschwächte. Aber auch Japans Erholung verläuft seit dem Abflauen des Exportbooms verhaltener. In einzelnen Ländern war die Expansion 1985 recht unstetig – Sonderfaktoren spielten jeweils eine große Rolle –; insgesamt nahm die Produktion nur etwa halb so stark zu wie 1984 (Schaubild 1).

## Vereinigte Staaten: Lediglich privater Verbrauch expansiv

3. In den Vereinigten Staaten blieb das Tempo der konjunkturellen Expansion 1985 insgesamt mäßig. Seit anderthalb Jahren ist die gesamtwirtschaftliche Produktion mit einer Rate von nur 2,5 vH gestiegen, verglichen mit 7 vH während der ersten 18 Monate des Aufschwungs. Im zweiten Halbjahr 1985 nahm das Sozialprodukt freilich wieder etwas stärker zu. Dennoch weist die amerikanische Wirtschaft unverkennbar Schwächetendenzen auf. Zwar hat sich seit dem Frühjahr die preisliche Wettbewerbsposition der Vereinigten Staaten wechselkursbedingt wieder verbessert; üblicherweise dauert es aber einige Zeit, bis die Handelsströme auf derartige Änderungen reagieren. So ist es nicht überraschend, daß sich die Ausfuhr nach dem erneuten Rückgang im ersten Halbjahr 1985 bislang noch nicht erhöht hat.

Schaubild 1

### Industrieproduktion und reales Bruttonationalprodukt in OECD-Ländern



<sup>1</sup> Änderung gegenüber dem Vorquartal (Jahresrate). - <sup>2</sup> Vereinigte Staaten, Kanada, Japan, Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Vereinigtes Königreich, Italien.



4. Der harte Wettbewerb mit dem Ausland hat die Anpassungsschwierigkeiten in der amerikanischen Wirtschaft verschärft; diese treten jetzt deutlicher hervor, weil sich das wirtschaftliche Expansionstempo verringert hat. Symptome hierfür sind die höhere Zahl von Konkursen und nicht zuletzt die Liquiditätsschwierigkeiten vieler Banken, die darauf hindeuten, daß auch die binnenwirtschaftlichen Verschuldungsprobleme gravierend sind. Dies schlägt sich in einer gedrückten Investitionsneigung der Unternehmen nieder. Betroffen sind nicht nur Unternehmen im industriellen und agrarischen Sektor, die unmittelbar im internationalen Wettbewerb stehen, sondern auch deren Zulieferer einschließlich vieler Anbieter im Dienstleistungsbereich. Unsicherheit besteht bei den Investoren ferner darüber, wann die geplante Steuerreform wirksam wird und ob und gegebenenfalls wie stark die Unternehmen dadurch belastet werden. Auch ist unklar, ob der Bund zur Verringerung des Haushaltsdefizits zusätzliche Maßnahmen ergreifen wird, die kurzfristig die Absatzaussichten dämpfen könnten. Außerdem haben sich in letzter Zeit die Gewinne ungünstig entwickelt: Während die Spielräume für Preiserhöhungen immer noch gering sind – die Erzeugerpreise stiegen bis zum Herbst kaum noch –, nimmt der Kostendruck schon wieder leicht zu. Die Lohnstückkosten steigen wieder stärker und die Importe haben sich nicht weiter verbilligt. Insgesamt hat sich die Gewinnsituation der Unternehmen seit einiger Zeit nicht mehr verbessert, und die Investitionen nehmen nur mäßig zu.

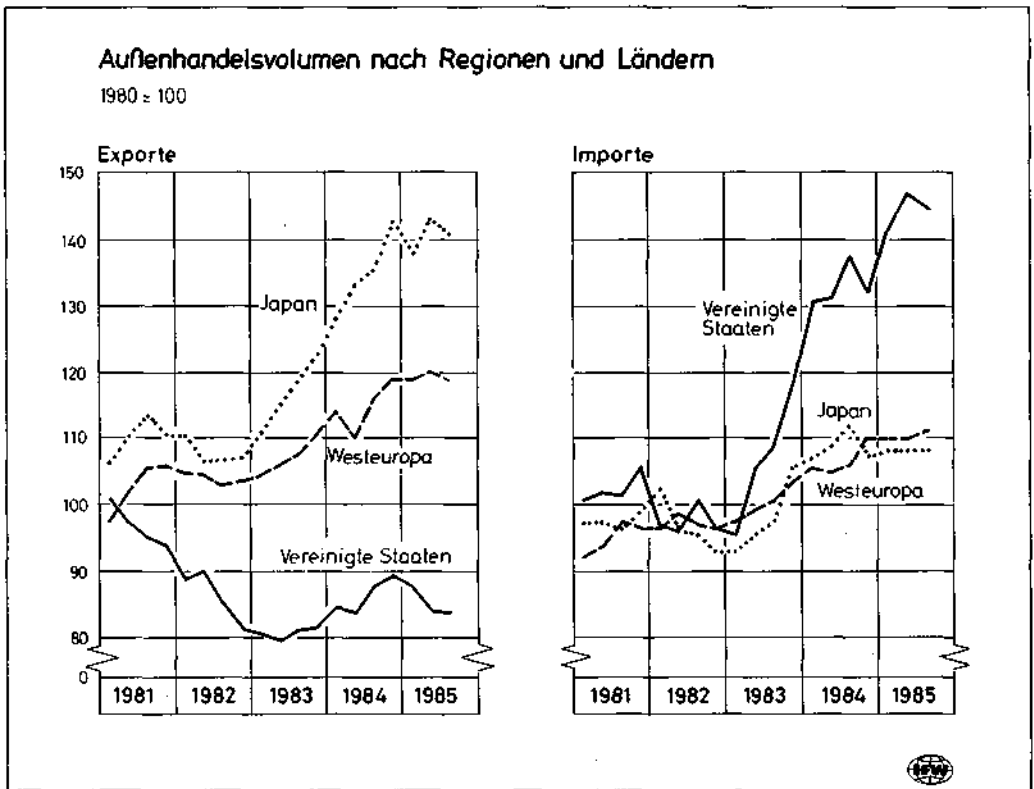
5. Getragen wurde die Aufwärtsbewegung in diesem Jahr durch die Ausgaben der privaten Haushalte. Diese weiteten ihre Käufe offensichtlich deshalb aus, weil die Zinsen seit Mitte 1984 deutlich gefallen sind. Da auch die Hypothekenzinsen merklich nachgaben, konnte sich der Wohnungsbau nach der Flaute gegen Ende 1984 wieder leicht erholen. Der private Verbrauch stieg bis zum Herbst dieses Jahres. Im August und September reagierten die Verbraucher auf Sonderaktionen der Pkw-Händler nochmals mit verstärkten Käufen; die Sparquote hat aber im Herbst mit 3 vH ein so extrem niedriges Niveau erreicht, daß eine Korrektur des hohen Expansionstempos wahrscheinlich ist. Die jüngsten Daten über die Entwicklung der Einzelhandelsumsätze deuten jedenfalls darauf hin.

### **Japanische Exportschwäche führt zu nachlassender Konjunktur**

6. 1984 erhielt die japanische Wirtschaft insbesondere durch die Exporte in die Vereinigten Staaten Impulse. Der schwächere Nachfrageanstieg in den Vereinigten Staaten, aber auch die nachlassende Expansion im südostasiatischen Raum haben im Verlauf des Jahres 1985 zu einer erheblichen Verminderung der Ausfuhrzunahme geführt (Schaubild 2). Der ausgeprägte Kursanstieg des Yen seit Herbst 1985 dürfte diese Schwächetendenz im Export ebenso wie die gegenüber Japan vermehrten Handelsrestriktionen verstärken.

7. Vielfach hatte man gehofft, daß die Exportzunahme als Initialzündung wirken würde und sich nach und nach eigenständige binnenwirtschaftliche Auftriebskräfte durchsetzen. Tatsächlich stiegen 1985 die Ausrüstungsinvestitionen kräftig. Jedoch konzentrierten sich die Besserungstendenzen auf die exportorientierten Bereiche, und sie betrafen zudem insbesondere die Rationalisierung. Der private Verbrauch und der Wohnungsbau expandierten weiter; es geschah dies allerdings in einem für japanische Verhältnisse eher moderaten Tempo, obwohl sich die realen verfügbaren Einkommen insgesamt eher günstig entwickelten. Rückläufig blieben die staatlichen Investitionsausgaben; hier verstärkte sich die Abwärtsbewegung sogar. Dies ist Ausdruck dafür, daß wegen des geringeren Bevölkerungswachstums und insbesondere der rückläufigen Zahl von Kindern und Jugendlichen der Bedarf an staatlichen Investitionen sinkt und die Finanzpolitik einen Konsolidierungskurs verfolgt.

Schaubild 2



### Westeuropäische Konjunktur weiter ohne Schwung

8. Die westeuropäische Wirtschaft hatte einen schlechten Start in das Jahr 1985. Wichtigste Ursachen hierfür waren das extrem kalte Winterwetter und im Vereinigten Königreich der Streik im Kohlebergbau. Im Verlauf des Jahres kam es zumeist zu einer nennenswert, in einigen Ländern sogar beschleunigt steigenden Produktion. Dies war z. T. durch Nachholeffekte bedingt, teilweise war es freilich auch Ausdruck einer günstigeren Konjunktur. Auch 1985 kamen für Westeuropa erhebliche Produktionsimpulse von außen. So ist beispielsweise in der Bundesrepublik die Hälfte des Sozialproduktanstiegs auf die Zunahme der Nettoexporte zurückzuführen. In einigen anderen Ländern sind freilich auch die Verbrauchsausgaben beschleunigt gestiegen.

9. Im Verlauf des Jahres 1985 haben sich insbesondere im Zentrum Westeuropas die binnenwirtschaftlichen Aufschwungskräfte verstärkt. Konsumenten- und Unternehmensbefragungen signalisieren bis zuletzt eine Stimmungsbesserung. Auch die starken Kurssteigerungen an den Aktienbörsen sind ein Indiz für zunehmendes Vertrauen in die wirtschaftliche Potenz dieser Volkswirtschaften. Ungünstiger sind die Tendenzen an der Peripherie Westeuropas. Nach der übermäßig starken Ausweitung des privaten Verbrauchs ist dort teilweise ein Korrekturbedarf für 1986 angelegt. Das gilt für Italien, aber auch für Schweden und Dänemark; darauf deuten jedenfalls die beabsichtigten wirtschaftspolitischen Maßnahmen hin, mit denen man das staatliche Defizit vermindern will. Diese werden allgemein die realen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte schmälern.

10. Während die Exporte und Exporterwartungen in den Entwicklungsländern und Japan schon im Sommer 1985 von der schwächeren Konjunktur in den Vereinigten Staaten spürbar gedämpft wurden, gilt dies für Westeuropa erst seit dem Herbst. Jedenfalls zeigen in den letzten Monaten die Auslandsaufträge eine rückläufige Tendenz. Dabei dürfte sich die Abwertung des amerikanischen Dollars erst in den nächsten Monaten voll auswirken. Dies entspräche jedenfalls den üblichen Wirkungsverzögerungen von Wechselkursänderungen.

11. Die wirtschaftliche Besserung in Westeuropa seit 1983 war von der dynamischen Entwicklung des industriellen Bereichs geprägt, ganz im Gegensatz zu den Tendenzen in den Vereinigten Staaten. Entscheidend war dies durch die Verschiebung der Wechselkursrelationen bedingt. So ist es auch verständlich, daß die "Reindustrialisierung" in der Bundesrepublik Deutschland stärker war als in den übrigen Ländern, war doch hier die reale Abwertung größer als etwa in Italien.

12. Während sich die Situation des internationalen Sektors relativ besserte, haben sich die Bedingungen für die auf den Binnenmarkt ausgerichteten und oftmals arbeitsintensiv produzierenden Branchen wie die Bauwirtschaft oder den Handel verschlechtert. Diese Differenzierung der wirtschaftlichen Entwicklung hielt bis weit ins Jahr 1985 an; sie beginnt sich jetzt etwas zu verringern, ohne daß freilich die hohe Konkursanfälligkeit der benachteiligten Branchen schon nachgelassen hätte.

#### **Anstieg der Beschäftigung - aber kein Rückgang der Arbeitslosigkeit**

13. Da sich in den Vereinigten Staaten das konjunkturelle Expansionstempo markant verlangsamte, flachte sich dort der Anstieg der Beschäftigung deutlich ab. Erhöhte sich diese 1984 noch um rund 4 vH, so betrug die Zunahme 1985 nur noch etwa 2 vH. Die effektive Wochenarbeitszeit, die zu Beginn des Aufschwungs nennenswert gestiegen war, veränderte sich nicht mehr. Die Arbeitslosenquote, die 1984 noch um ein Viertel auf rund 7,5 vH gefallen war, verminderte sich 1985 kaum, da immer noch viele Arbeitskräfte aus der stillen Reserve heraustraten und eine Beschäftigung suchten.

14. Auch in Japan hat die Abschwächung der konjunkturellen Dynamik im Jahre 1985 Spuren am Arbeitsmarkt hinterlassen. Während 1984 die Zahl der Überstunden deutlich angestiegen war (Industrie: + 10 vH), stagnierte sie 1985. Die Zunahme der Beschäftigung verlangsamte sich; sie dürfte im Herbst mit etwa 1 vH nur noch halb so hoch gewesen sein wie ein Jahr zuvor. Aufgrund der demographisch bedingten Ausweitung des Arbeitskräfteangebots hat sich trotz weiter steigender Beschäftigung die Arbeitslosigkeit nicht vermindert. Die Arbeitslosenquote liegt, wie in den letzten Jahren, bei 2,7 vH. Diese Quote ist nicht vergleichbar mit entsprechenden Angaben für die Vereinigten Staaten oder Westeuropa, da in Japan die registrierte Arbeitslosigkeit begrifflich weit enger gefaßt ist.

15. Nachdem die Produktionsausweitung in Westeuropa drei Jahre lang angehalten hat, ist 1985 erstmals die Zahl der Beschäftigten gestiegen. Davor waren Produktivitätsreserven genutzt und Kurzarbeit abgebaut worden. Im Jahresdurchschnitt dürfte 1985 die Zahl der Beschäftigten um 0,5 vH zunehmen. Die Abweichungen zwischen den Ländern sind freilich nennenswert: Während in Frankreich die Zahl der Beschäftigten nochmals gesunken ist, stieg sie in der Bundesrepublik Deutschland um rund 1 vH. In den meisten Ländern Westeuropas freilich lag die Arbeitslosigkeit im Durchschnitt des Jahres 1985 etwas über dem Niveau des Vorjahrs. Erst im Verlauf des Jahres kam der Anstieg zum Stillstand. Ob sich die leichten Rückgänge der Arbeitslosigkeit, beispielsweise im Vereinigten Königreich und in der Bundesrepublik, als Wende herausstellen, ist indes offen.

## Weiter Stabilisierungsfortschritte

16. Anders als in früheren Zyklen sind die Inflationsraten auch am Ende eines dritten Aufschwungsjahrs weltweit immer noch rückläufig. Dies geht entscheidend darauf zurück, daß die Geldmengenausweitung nachhaltig begrenzt wurde. Die so eingeeengten monetären Überwälzungsspielräume haben letztlich auch die Verhaltensweisen jener bestimmt, die Kosten und Preise festlegen. Die Rohstoffpreise gingen zurück, und der Anstieg der Lohnkosten flachte sich erheblich ab. Die Stabilisierungsfortschritte in Westeuropa – lange Zeit durch wechselkursbedingte Importpreissteigerungen behindert – wurden 1985 deutlich sichtbar. Bislang sind freilich auch die Inflationsraten in den Vereinigten Staaten, trotz der merklichen Dollarabwertung, nicht in die Höhe gegangen. Lediglich im Vereinigten Königreich gab es um die Jahreswende 1984/85 eine Beschleunigung des Preisanstiegs. Dies resultierte aus einer sehr expansiven Geldpolitik und der darauffolgenden Schwäche des britischen Pfunds. Da die Geldpolitik korrigiert wurde und der Wechselkurs seit Jahresanfang 1985 wieder stieg, haben sich die Inflationsraten bereits wieder vermindert.

17. Trotz des weltweiten Rückgangs der Inflationsraten blieben die Inflationsdifferenzen relativ groß. Nur wenige Länder, wie beispielsweise Frankreich, haben in der internationalen Inflationskala einen neuen Rang eingenommen. Traditionelle Stabilitätsländer wie Japan und die Bundesrepublik Deutschland sowie die kleinen Nachbarländer der Bundesrepublik haben im Verlauf von 1985 praktisch Preisniveaustabilität erreicht.

## Wechselkursziele und Wirtschaftspolitik

18. Bei dem Treffen der Finanzminister und Notenbankpräsidenten der fünf großen Industrieländer im September wurde vereinbart, durch gemeinsame Aktionen dafür zu sorgen, daß sich der amerikanische Dollar gegenüber anderen wichtigen Währungen abwertet. In der Folge gab der Dollar tatsächlich deutlich nach, am stärksten gegenüber dem japanischen Yen. Welche Konsequenzen sich aus der Absichtserklärung für die Wechselkurse einerseits und die Geldpolitik der beteiligten Länder andererseits auf längere Sicht ergeben, ist schwer abzuschätzen. Zum einen gibt es Hinweise darauf, daß Regierungen durchaus unterschiedliche Auffassungen darüber haben, welche Wechselkursrelationen angestrebt werden sollten und welcher Kurs zusätzliche Aktionen – z.B. in Form von Devisenmarktinterventionen – erfordert. Zum anderen ist das Urteil darüber, wie sich der Dollarkurs ohne die Erklärung und ohne die Eingriffe der Notenbanken entwickelt hätte, höchst unsicher. Wäre der Kurs des amerikanischen Dollars ohnehin auf das jetzige Niveau gefallen, brauchte sich an der Ausrichtung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten einerseits und in den übrigen großen Ländern andererseits nichts zu ändern. Wäre der Dollar dagegen künstlich auf das niedrigere Niveau gedrückt worden, könnte ein (vermutlich unerwünschter) Wiederanstieg des Kurses letztlich nur verhindert werden, wenn die Geldpolitik in Westeuropa und Japan im Vergleich zu der in den Vereinigten Staaten restriktiver würde.

19. Im System flexibler Wechselkurse ist die inländische Geldpolitik grundsätzlich unabhängig von der Geldpolitik im Ausland. Es hat aber immer wieder Phasen gegeben, in denen Notenbanken auf Entwicklungen der Geldpolitik im Ausland und auch auf Wechselkursbewegungen reagierten. Dies nachzuweisen ist allerdings schwierig<sup>1</sup>. Die Beziehung zwischen in- und ausländischer Geldpolitik hängt auch davon ab, welche Variable die jeweilige

<sup>1</sup> Die Wirkungszusammenhänge zwischen in- und ausländischer Geldpolitik und dem Wechselkurs sind relativ komplex. Wird die inländische Geldpolitik im Vergleich zur ausländischen Geldpolitik expansiv, dürfte sich die heimische Währung abwerten. Das Ausmaß der Wechselkursänderung hängt vermutlich davon ab, wie die Änderung der Geldpolitik beurteilt wird. Gilt sie als vorübergehendes Phänomen, wird die Abwertung wahrscheinlich

Notenbank als vorrangiges Ziel betrachtet (Wechselkursziel versus Geldmengenziel). In vielen Fällen wechselt zudem die Orientierung im Zeitablauf.

20. Die gegenseitige Abhängigkeit der Geldpolitik soll am Beispiel der Vereinigten Staaten einerseits und Japan und der Bundesrepublik Deutschland<sup>2</sup> andererseits geprüft werden (Schaubild 3); es sind dies Länder, deren Geldpolitik international von großem Gewicht ist und deren Währungen aufgrund ihrer Funktion als Reservewährung in einem besonderen Verhältnis zueinander stehen.

21. Zwischen der deutschen und der amerikanischen Geldpolitik gab es in den letzten Jahren eine recht enge Beziehung<sup>3</sup>. Häufig war der Kurs parallel ausgerichtet, so bei der Akzeleration und Dezeleration 1980/81 und dem Auf und Ab von Mitte 1982 bis Anfang 1984. Die häufigen Kurswechsel der Politik in der Bundesrepublik ließen sich aber auch auf die z.T. ausgeprägten Änderungen des Wechselkurses zurückführen<sup>4</sup>. Die Bundesbank reagierte auf den steilen Anstieg des Dollarkurses 1980/81 und im Verlauf von 1983 mit einer restriktiveren Geldpolitik; von der engen Politik wich sie auch 1984/85 nicht nachhaltig ab, als der Dollar erneut zu einem Höhenflug ansetzte. Die sich anschließende Abwertungstendenz des Dollars im Verlauf von 1985 hängt vermutlich auch damit zusammen, daß die amerikanische Notenbank die Geldmenge über eine längere Zeit sehr kräftig – und überdies “im Alleingang“ – ausgeweitet hat.

22. Zwischen der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten und in Japan gab es in den letzten Jahren keine Parallelität. Eher ist eine Gegenläufigkeit des Kurses festzustellen, so etwa 1980/81 und auch 1982/83. In dieser Zeit änderte sich der Wechselkurs entsprechend: 1980 wertete sich der US-\$ gegenüber dem Yen deutlich ab, während er gegenüber der DM stieg; ähnlich war es 1983. Ob diese Wechselkursänderungen die Folge oder eher das Ziel der japanischen Geldpolitik waren, läßt sich nicht eindeutig sagen. Jedoch spricht einiges dafür, daß die japanische Notenbank in dieser Zeit auch deshalb eine größere Abwertung des Yen vermeiden wollte, um nicht erneut Schwierigkeiten für den Handel mit den Vereinigten Staaten zu provozieren<sup>5</sup>. Dieser Intention kommt der Rückgang des Dollarkurses im Verlauf dieses Jahres sicherlich entgegen, der seinerseits durch eine wieder knappere Expansion der Geldmenge in Japan gefördert wurde.

23. Insgesamt spricht einiges dafür, daß der amerikanische Dollar in diesem Jahr auch deshalb an Wert verloren hat, weil andere Länder keine expansive Geldpolitik wie die Vereinigten Staaten betrieben haben. Eine erneute kräftige Aufwertung des Dollars ist um so weniger wahrscheinlich, je nachhaltiger diese Divergenz erhalten bleibt. Kommt es also nicht zu einer deutlichen Restriktion in der amerikanischen Geldpolitik, dürfte ein potential-

---

geringer ausfallen als dann, wenn man dahinter eine nachhaltige Verletzung des Stabilitätsziels vermutete. Eine Änderung des Wechselkurses kann ihrerseits eine Reaktion bei der Geldpolitik hervorrufen: Einer unerwünschten Abwertung kann z.B. durch einen restriktiveren Kurs entgegengewirkt werden. Die Richtung der Kausalketten ist in der Realität wohl nicht immer eindeutig.

<sup>2</sup> Der geldpolitische Kurs in den Ländern, die dem Europäischen Währungssystem angehören, unterscheidet sich im großen und ganzen nicht vom Kurs in der Bundesrepublik.

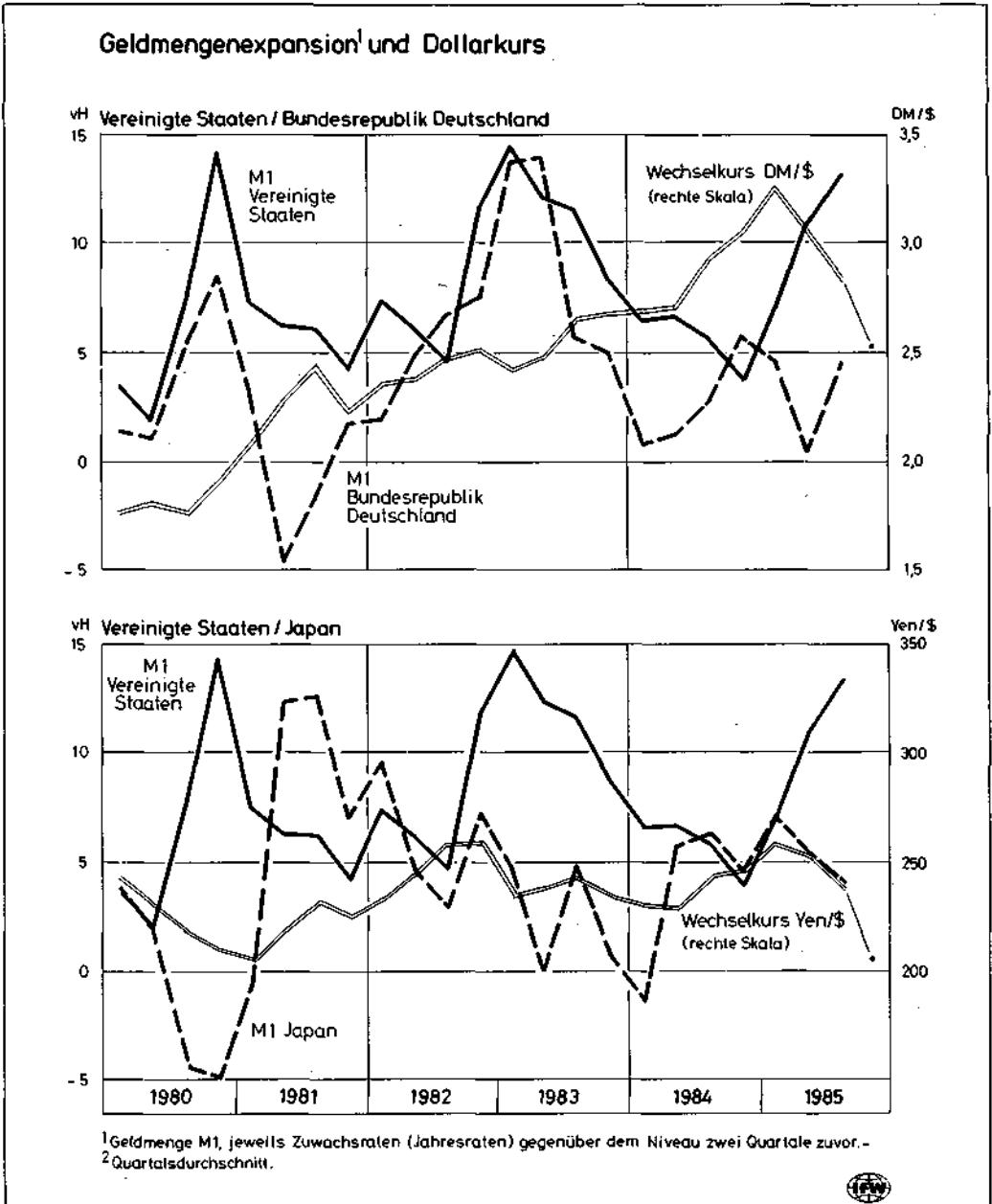
<sup>3</sup> Der Korrelationskoeffizient für die Expansionsraten der Geldmenge in diesen beiden Ländern ist weitaus größer als der für die amerikanische Geldpolitik und die Politik in irgendeinem anderen großen Land.

<sup>4</sup> Zu den Bestimmungsgründen für die trendmäßige Aufwertung des Dollars vgl. Herbert Giersch, *Real Exchange Rates and Economic Development*. In: Public Choice, Public Finance and Public Policy. Essays in Honour of Alan Peacock. Oxford 1985.

<sup>5</sup> Japans Überschuß im Handel mit den Vereinigten Staaten ist in den vergangenen Jahren weiter gestiegen. Da dies häufig dazu führt, daß man auf Japan durch handelspolitische Maßnahmen Druck ausübt, ist dieses Land vermutlich bestrebt, diese Tendenz zu steigenden Überschüssen nicht noch durch eine starke Abwertung zu fördern.



Schaubild 3



orientierter Pfad in anderen Ländern aus wechsellkursbedingten Motiven kaum unterschritten werden. Dies wäre nur dann der Fall, wenn noch eine weitere Aufwertung der heimischen Währung gegenüber dem Dollar angestrebt würde. Die teilweise massiven Dollarverkäufe der japanischen Notenbank sprechen dafür, daß die Geldpolitik in diesem Land zunächst noch relativ eng bleibt, um den Kurs des Yen weiter zu festigen.

24. Ein anderes Szenario ergäbe sich, sollte der amerikanische Dollar aufgrund der bisherigen Politik kräftig unter Druck geraten, etwa weil sich weltweit die Einschätzung durchsetzt,

daß die Notenbank der Vereinigten Staaten aufgrund interner Probleme bei der weiten Geldpolitik bleibt und sogar einen Anstieg der Inflationsrate in Kauf nimmt. Dies könnte durchaus zu einer nachhaltigen Abwertung des Dollars führen<sup>6</sup>.

### **Außenwirtschaftlich orientierte Geldpolitik?**

25. Seit Herbst 1984 ist in den Vereinigten Staaten die Geldmenge M1 um mehr als 10 vH gestiegen. Die Zielvorgabe der Notenbank wurde damit bei weitem übertroffen. Dies war schon im ersten Halbjahr 1985 offensichtlich. Daher beschloß das Federal Reserve System im Juli, das Geldmengenziel für den Rest des Jahres deutlich heraufzusetzen. Inzwischen ist aber auch diese Vorgabe überschritten worden. Äußerungen und Aktionen der Notenbank deuten darauf hin, daß diese nicht anstrebt, das Geldmengenwachstum so zu reduzieren, daß das Ziel für dieses Jahr noch erreicht wird.

26. Der expansive Kurs wird vielfach damit gerechtfertigt, daß die Geldmenge M1 ihre Indikatorfunktion weitgehend verloren habe; nicht zuletzt sei die Umlaufgeschwindigkeit im Verlauf dieses Jahres unerwartet gesunken<sup>7</sup>. Mehr und mehr wird aber deutlich, daß die Prioritäten für die Geldpolitik gewechselt haben. Nicht mehr der Preisniveaustabilität wird Vorrang eingeräumt, sondern der Notwendigkeit, der wirtschaftlichen Aktivität wieder zu mehr Schwung zu verhelfen; vor allem soll ein neuer Anstieg der Zinsen vermieden werden. Zudem verfolgt die Notenbank seit dem Treffen der "Group of Five" erstmals explizit das Ziel, den Dollarkurs niedrig zu halten, um die Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Wirtschaft zu verbessern und der Forderung nach protektionistischen Maßnahmen zu begegnen. Die Gefahr, daß eine so expansive Geldpolitik zu mehr Inflation führt, wird zwar zunehmend auch von der Notenbank gesehen; gegenwärtig scheint sie aber den anderen Zielen eine höhere Priorität vermutlich auch deshalb einzuräumen, weil sie befürchtet, daß eine engere Politik die Krise im Bankensystem erneut verschärfen könnte. Von daher ist damit zu rechnen, daß die Expansion der Geldmenge nur allmählich wieder zurückgeführt wird.

27. Gemessen an der Entwicklung der Geldmenge erscheint die japanische Geldpolitik relativ stetig. Angesichts der niedrigen Inflationsrate lassen die Zuwachsraten auch nicht darauf schließen, daß die binnenwirtschaftliche Nachfrage bislang monetär eingengt wurde. Die realen Zinssätze sind – verglichen mit denen in den Vereinigten Staaten oder in vielen Ländern Westeuropas – nicht besonders hoch.

Um einer sonst schwer vermeidbaren Verschärfung der protektionistischen Tendenzen in den Vereinigten Staaten zu begegnen, hat die japanische Zentralbank – ganz im Sinn der Vereinbarungen der Finanzminister und Notenbankchefs der fünf wichtigsten Industrieländer vom September 1985 in New York – im Herbst 1985 einen restriktiven monetären Kurs eingeschlagen. Mit den erhöhten Zinsen am japanischen Finanzmarkt wurden Aufwertungstendenzen für den Yen gestärkt, freilich auch die Gefahr vergrößert, daß die binnenwirtschaftliche Belebung in Japan erlahmt. Dies könnte eine Abschwächung der japanischen Importe nach sich ziehen. Trotzdem wird für das Winterhalbjahr 1985/86 nicht mit einer Lockerung der Geldpolitik gerechnet, da die Wechselkursorientierung dominieren dürfte.

<sup>6</sup> Vgl. die Überlegungen am Beispiel der trendmäßigen Entwicklung des Dollarkurses in: Nachhaltiger Aufschwung oder Wellblechkonjunktur? Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionbeiträge, 97, Kiel, März 1984, S. 8 ff. – Zu theoretischen Überlegungen hierzu vgl. Reinhard W. Fürstenberg, On Monetary Causes of Real Exchange Rate Changes. Kieler Studien, 196, Tübingen 1985.

<sup>7</sup> Vgl. Joachim Scheide, *Vereinigte Staaten: Langsamer Aufschwung – Dilemma für die Wirtschaftspolitik*. In diesem Heft.

28. Die Geldpolitik in Westeuropa bietet ein differenziertes Bild. Weder war die Ausrichtung in allen Ländern gleich, noch blieben die Orientierungen in den einzelnen Ländern im Jahresablauf unverändert. Gemessen an der monetären Expansion war die Geldpolitik in Westeuropa bis weit in das Jahr 1985 hinein eher restriktiv. Das Vereinigte Königreich betreibt seit Jahresbeginn eine Politik betont knapper Geldmengenausweitung, nachdem es zuvor einen recht expansiven Kurs verfolgt hatte; zeitweise nahm man sogar stark steigende Zinssätze in Kauf, selbst in einer Periode weltweit sinkender Zinsen.

Bis zum Herbst 1985 sanken die Zinsen in Westeuropa merklich. Am Kapitalmarkt lagen sie im September 1985 um ein bis zwei Prozentpunkte niedriger als 1984; lediglich im Vereinigten Königreich verharteten die Zinsen auf dem Niveau des Vorjahrs. Auch die Leitzinsen wurden im Verlauf des Jahres 1985 an die gesunkenen Marktzinsen angepaßt. Dies galt auch für Italien und Frankreich. Bereinigt man die Nominalzinsen freilich um die Inflationsraten, so ergibt sich nur in wenigen Fällen ein nennenswerter Rückgang der so definierten Realzinsen.

29. Die Vereinbarung der Finanzminister und Notenbankchefs der fünf wichtigsten Industrienationen vom 22. September 1985 hat eine an nationalen Zielen ausgerichtete Geldpolitik erschwert. Am Beispiel Japans haben sich die entsprechenden Implikationen schon gezeigt; die Interventionen seit September 1985 deuten darauf hin, daß die Geldmenge knapp gehalten wird. Die sonst international vorgetragene Forderung, Japan möge die Inlandsnachfrage stimulieren, wird somit von der Geldpolitik der japanischen Notenbank konterkariert. Hierin offenbart sich gegenwärtig wohl am deutlichsten, daß außen- und binnenwirtschaftliche Orientierung der Geldpolitik inkompatibel sind.

Für Westeuropa läßt sich eine wechselkursorientierte Geldpolitik noch nicht zweifelsfrei konstatieren. Es ist lediglich zu beobachten, daß seit September 1985 der Zinssenkungsprozeß unterbrochen ist. Teilweise sind Geld- und Kapitalmarktsätze sogar nennenswert gestiegen. Da sich gleichzeitig der amerikanische Dollar kräftig abwertete – und dies bei praktisch unveränderter Geldmenge in den Vereinigten Staaten (seit Mitte September) –, überrascht es, daß sich in wichtigen westeuropäischen Ländern die Geldmengenausweitung im September und Oktober 1985 eher beschleunigte. Eigentlich hätte man aufgrund der Vereinbarungen von New York "nicht sterilisierte" Dollarverkäufe zur Senkung des Dollarkurses, d.h. eine Verminderung der Zunahme des Umlaufs europäischer Währungen, erwarten müssen. Aufgrund niedriger Inflationsraten, noch immer hoher Arbeitslosigkeit und nachlassenden Exportsofs werden dagegen einige westeuropäische Länder jetzt um so eher zu einer etwas lockereren Geldpolitik übergehen, als der Dollarkurs erheblich niedriger ist als zu Beginn des Jahres. Eine solche Reaktion liegt jedenfalls bei jenen nahe, die die gegenwärtigen Probleme vor allem auf der Nachfrageseite sehen und deshalb den makroökonomischen Maßnahmen ein besonderes Gewicht bei der Therapie geben. Zumindest dürfte die Geldmengenausweitung in jenen Ländern etwas stärker sein, die ihre Inflationsraten auf ein sehr niedriges Niveau zurückgeführt haben. Hierzu gehört sicherlich die Bundesrepublik Deutschland, deren Geldpolitik in der Vergangenheit ohnehin recht stark am Wechselkurs – und damit faktisch an der amerikanischen Geldpolitik – orientiert war. In einigen anderen Ländern hingegen, insbesondere jenen mit noch immer vergleichsweise hohen Preissteigerungen und hoher Auslandsverschuldung, dürfte es bei einer eher restriktiven Linie bleiben, auch weil ihre Währungen zur Abwertung neigen.

### **Finanzpolitik – Neuauflage der Lokomotiven-Strategie?**

30. In der Debatte um den Kurs der Wirtschaftspolitik taucht ähnlich wie 1977/78 das Stichwort von der internationalen Koordinierung immer häufiger auf. Die Wechselkurse

werden als ungleichgewichtig bezeichnet, die Leistungsbilanzsalden zum Anlaß genommen, Korrekturen der Makropolitik zu fordern. Konkret werden die Vereinigten Staaten zu Ausgabenzurückhaltung und zu Steuererhöhungen aufgefordert und die Länder mit schwacher Binnenexpansion, niedrigen Inflationsraten und hohen Leistungsbilanzüberschüssen zu aktiverer Finanzpolitik. Dieses Konzept entspricht jenem der Lokomotiven-Strategie, die in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre propagiert wurde<sup>8</sup>.

31. In den Vereinigten Staaten sind die Weichenstellungen für die Finanzpolitik noch immer nicht erkennbar. Die endgültige Gestaltung der (zweiten) großen Steuerreform ist nach wie vor umstritten. Von seiten der Vertreter der sogenannten Angebotspolitik wird die Rücknahme der Subventionierung des Kapitaleinsatzes ebenso heftig bekämpft wie von seiten der Wirtschaft. Die Oppositionspartei ficht ebenso wie wichtige Repräsentanten der Finanzmärkte – im übrigen verstärkt durch wirtschaftspolitisch Verantwortliche in anderen Ländern – für eine nicht-neutrale, d.h. einnahmenerhöhende Korrektur des Steuersystems. Konsens scheint es hinsichtlich der Begrenzung des staatlichen Ausgabenanstiegs zu geben. Wenngleich noch immer Beschlüsse ausstehen, spricht vieles dafür, daß die Expansion der Ausgaben vermindert und die Steuerreform verschoben wird. Damit dürfte die Finanzpolitik 1986 eher restriktiv wirken.

32. Die japanische Finanzpolitik schwankt zwischen dem binnenwirtschaftlich für unverzichtbar gehaltenen Konsolidierungskurs und der international geforderten Stimulierung der japanischen Wirtschaft. Wahrscheinlich ist, daß es Japan erneut gelingt, seine längerfristigen nationalen Zielsetzungen zu verfolgen und dennoch – zumindest für eine Übergangszeit – demonstrativ Schritte zu unternehmen, die den internationalen Wünschen nach einer koordinierten Wirtschaftspolitik entsprechen. So hat die japanische Regierung eine Politik weiterer Marktöffnung und Deregulierung initiiert und die staatlichen Ausgaben verstärkt bzw. vorgezogen. Darüber hinaus wurden im September 1985 Erleichterungen für die Kreditaufnahme Privater beschlossen, die den Wohnungsbau und den Kauf langlebiger Konsumgüter fördern sollen.

Wenn auch wenig für eine längerfristige Abnahme der japanischen Sparquote spricht – die Japaner nehmen, wie das verstärkte private Vorsorgesparen und die im Konsens erhöhten Beitragssätze zur Altersversicherung vom Herbst 1985 zeigen, den bevorstehenden Anstieg des Durchschnittsalters ihrer Bevölkerung sehr ernst –, so dürften die genannten Maßnahmen zunächst dennoch eine Belebung der Binnennachfrage bewirken.

33. Die Finanzpolitik in Westeuropa war grundsätzlich auf Konsolidierung ausgerichtet. Diesem Ziel kam man in den meisten Ländern auch näher. Zumeist jedenfalls nahm das Budgetdefizit in Relation zum Bruttosozialprodukt ab. Eine Ausnahme bildete u.a. Italien; das Budgetdefizit stieg hier weiter an. Als Reaktion darauf dürfte künftig eine restriktiv orientierte Finanzpolitik betrieben werden. In der Mehrzahl der westeuropäischen Länder wird wohl die Restriktion 1986 gelockert werden. In den Niederlanden und der Bundesrepublik werden die Steuern gesenkt. Auch sollen in mehreren Ländern die investiven Ausgaben des Staates aufgestockt werden. Somit dürfte per saldo in Westeuropa zumindest die restriktive Einflußnahme der Finanzpolitik auf die Wirtschaftsentwicklung aufhören, hier und da möglicherweise sogar die Konjunktur angeregt werden.

<sup>8</sup> "Germany, Japan, and the United States were singled out as the appropriate engines of the world economic recovery because of relatively low inflation rates, and their comparatively strong balance-of-payments positions". Economic Prospects and Policies in the Industrial Countries. Tripartite Report by Sixteen Economists from the EC, Japan and North America. The Brookings Institution, Washington 1977, S. 10.

## Wieder expansive Lohnpolitik in Westeuropa?

34. Im Verlauf der letzten Jahre sind wohl unter dem Eindruck der Marktverhältnisse die Lohnabschlüsse weltweit relativ moderat gewesen. Teilweise wurde die Zurückhaltung auch durch einkommenspolitische Maßnahmen gefördert. Hilfreich war wohl zudem vielfach eine vertrauensstärkende Antiinflationpolitik, die die Sorge, unerwartete Preissteigerungen würden die Kaufkraft schmälern, gegenstandslos machte. Eine lohnpolitische Mäßigung war jedoch nicht in Italien und dem Vereinigten Königreich zu beobachten. Dort stiegen die Reallöhne auch 1985 beträchtlich. Offenkundig ist dies jedoch auch ein wichtiger Grund für die in beiden Ländern vergleichsweise großen Beschäftigungsprobleme.

35. In den Vereinigten Staaten zeichnet sich bei den Tarifverhandlungen eine Fortsetzung der zurückhaltenden Abschlüsse ab; die jüngsten Vereinbarungen lagen bei etwa 3 vH. In Japan steht im Herbst 1985, nachdem sich der Export abgeschwächt hat und nach den wirtschaftspolitischen Maßnahmen im Gefolge der Vereinbarungen von New York mit ihrer zinssteigernden Wirkung, vermutlich eine außerordentlich zurückhaltende Lohnrunde 1986 an. Zudem verhilft das System der Bonuszahlungen im Falle rückläufiger Gewinne auch zu verminderten Arbeitskosten. In Westeuropa sind jedoch 1986 Lohnerhöhungen zu erwarten, die wieder über den Steigerungsraten der Vorjahre liegen. Da die Preiserhöhungsspielräume eher kleiner werden, dürfte dies in den meisten Fällen zu sinkenden Gewinnmargen führen. Vielfach können – insbesondere in der Industrie – solche Belastungen aufgrund günstiger Gewinnlage ohne negative Beschäftigungseffekte aufgefangen werden. In den wirtschaftlich weniger begünstigten Sektoren dürften die Mehrbelastungen aber beschäftigungsschädlich sein. Insgesamt werden die Aussichten zur Lösung der Arbeitsmarktprobleme durch die höheren Lohnabschlüsse wieder verschlechtert<sup>9</sup>.

## Ausblick 1986: Verhaltene Expansion

36. Das Tempo der Sozialproduktsteigerung, das seit einigen Quartalen im internationalen Durchschnitt bei etwa 2,5 vH liegt, dürfte sich im Verlauf von 1986 wenig ändern. Die regionalen Unterschiede in der Stärke der Produktionszunahme werden 1986 ebenso wie 1985 nicht sehr groß sein. Während 1985 noch relativ starke Impulse für die Aufwärtsentwicklung aus den Vereinigten Staaten kamen, sind 1986 Nachfrage- und Produktionsentwicklung insgesamt moderat und von Land zu Land kaum verschieden. Insgesamt werden von der Geldpolitik durch höhere Geldmengenzunahme und niedrigere Zinsen Impulse kommen. Die Finanzpolitik dürfte per saldo ebenso wie 1985 kaum expansiv wirken. Im Jahre 1986 dürfte das reale Sozialprodukt in den Industrieländern insgesamt um durchschnittlich etwa  $2 \frac{3}{4}$  vH höher liegen als im Vorjahr (Tabelle 1). Der Welthandel wird 1986 wie im Vorjahr mit etwa 3 vH zunehmen.

37. Da die amerikanische Geldpolitik bis ins nächste Jahr expansiv ausgerichtet bleiben dürfte, ist ein Abgleiten in eine neue Rezession in den Vereinigten Staaten wohl ausgeschlossen. Gefährdet wäre die konjunkturelle Erholung aber, wenn sich die Wirtschaftspolitik zu drastischen Restriktionsmaßnahmen veranlaßt sähe. Zu einem Kurswechsel in der Geldpolitik dürfte es insbesondere dann kommen, wenn sich wegen eines Vertrauenseinbruchs der

<sup>9</sup> Die EG-Kommission schlägt in ihrem jüngsten Jahreswirtschaftsbericht eine "Kooperative Wachstumsstrategie für mehr Beschäftigung" vor, in der der Lohnpolitik eine zentrale Rolle zukommt. Danach kann durch ein vergleichsweise geringes Maß an Lohnzurückhaltung die Wachstumsrate des realen Bruttosozialprodukts und insbesondere die Beschäftigung in den EG-Ländern so stark erhöht werden, daß sich die Arbeitslosenquote in der zweiten Jahrzehnhälfte um mehr als ein Drittel vermindert. Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Jahreswirtschaftsbericht 1985-1986. Brüssel, Oktober 1985, insbesondere Kapitel II.

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

Region / Land	Gewicht <sup>1</sup>	Reales Bruttosozialprodukt			Verbraucherpreise		
		1984	1985 <sup>2</sup>	1986 <sup>2</sup>	1984	1985 <sup>2</sup>	1986 <sup>2</sup>
Industrieländer insgesamt .....	100,0	5,0	2,75	2,75	4,6	4	4
Vereinigte Staaten .....	43,8	6,8	2,5	3	4,3	3,5	4,5
Kanada .....	4,3	5,0	3,5	3	4,3	4	4,5
Japan .....	15,5	5,8	4,5	3,5	2,2	2	2
Westeuropa .....	36,4	2,4	2,25	2,25	6,0	5	4,5
Bundesrepublik							
Deutschland .....	8,7	2,7	2,25	3	2,4	2	2
Frankreich .....	7,0	1,6	1	2	7,4	6	5
Vereinigtes Königreich...	6,1	2,6	3,5	2	5,0	5,5	4,5
Italien .....	4,7	2,6	2,5	2,5	10,8	9	8
Spanien .....	2,1	2,2	1,5	2	11,3	9	8
Niederlande .....	1,8	1,7	2	2	3,3	2,5	2
Schweiz .....	1,3	2,1	3,5	2,5	2,8	3,5	2,5
Schweden .....	1,2	3,3	1,5	1	8,0	7	6
Belgien .....	1,1	1,5	1,5	1,5	6,3	5	4
Österreich .....	0,9	2,2	3	2,5	5,7	3,5	2,5
Dänemark .....	0,8	4,0	2,5	2,5	6,3	5	3,5
Norwegen .....	0,7	3,8	3	2,5	6,6	5,5	5

<sup>1</sup> Gewichtung gemäß Bruttosozialprodukt von 1983. - <sup>2</sup> Prognose.

Quelle: OECD, Main Economic Indicators. Paris, lfd. Jgg. - Eigene Schätzungen.

amerikanische Dollar massiv abwertete. Auch wäre denkbar, daß abrupt Ausgaben gekürzt und Steuern erhöht werden, um die Defizite im Budget und in der Leistungsbilanz zu verringern und so dem Vertrauensschwund entgegenzuwirken. Bleiben solche extremen Entwicklungen aus, dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im nächsten Jahr in einem Tempo steigen, das etwa dem Wachstum des Produktionspotentials entspricht. Stützend dürfte sich auswirken, daß die Exporte nach der langen Flaute wieder steigen und die Unternehmen ihre Lagerhaltung wieder stärker ausweiten. Bei einem solchen moderaten Expansionstempo von etwa 3 vH wird die Beschäftigung weiter leicht steigen, die Arbeitslosenquote aber nicht nennenswert sinken. Der Preisanstieg dürfte sich allerdings etwas beschleunigen, da die Geldmenge schon sehr lange kräftig expandiert und sich der Dollar inzwischen deutlich abgewertet hat.

38. In Japan wird sich die vermutlich anhaltende Abschwächung der Exportdynamik in einem geringeren Anstieg des Bruttosozialprodukts niederschlagen. Die Zuwachsrate dürfte 1986 mit 3,5 vH um rund einen Prozentpunkt unter der Zunahme des Vorjahrs liegen. Während die Geldpolitik zumindest vorerst auf eine Abschwächung der binnenwirtschaftlichen Expansion hinwirkt, gilt für die Finanzpolitik das Gegenteil. Mit dieser für japanische Verhältnisse schwachen Produktionssteigerung dürfte die Inflationsrate niedrig bleiben, ja möglicherweise sogar noch weiter zurückgehen. Die Arbeitsmarktprobleme werden sich aber wohl eher etwas vergrößern.

39. Ausgehend von der eher schwachen Produktionsausweitung in den Jahren 1984 und 1985 werden die konjunkturellen Tendenzen in Westeuropa bis ins Jahr 1986 hinein eher etwas günstiger. Die Geld- und zumeist auch die Finanzpolitik stützen die Besserung. In der Bundesrepublik Deutschland und einigen Nachbarländern dürfte sich der private Verbrauch, der lange Zeit stagnierte, beleben. Die Investitionstätigkeit wird zwar lebhaft bleiben, aber wohl kaum an Dynamik gewinnen. Die Bauwirtschaft dürfte im Schatten der Entwicklung bleiben. Ein Risiko stellt freilich die Abnahme der Exportchancen dar. Schwierigkeiten bei dem Versuch, das konjunkturelle Aufwärtstempo zu halten, sind für Italien, das Vereinigte Königreich und einige skandinavische Länder zu erwarten. Hier sind noch immer hohe Preissteigerungsraten, Staats- und Auslandsverschuldung Anlaß zu fortgesetzt zurückhaltender Wirtschaftspolitik.

Bei einer in Europa nach Branchen und Ländern so differenzierten und auch deshalb insgesamt nicht sonderlich starken Konjunkturentwicklung dürfte der Preisanstieg gedämpft bleiben. Die Aufwertung gegenüber dem Dollarraum dürfte tendenziell stabilisierend wirken. Die Arbeitsmarktlage wird sich möglicherweise konjunkturell leicht entspannen. Die strukturellen Probleme indes dürften bei der mangelnden Einsicht in die Gründe für die Beschäftigungsschwierigkeiten fortbestehen.

## Summary

### **Industrial Countries: Shifting Priorities in Economic Policies Due to Current Account Imbalances and Debt Problems?**

The economic recovery in the industrial countries continued in 1985. Overall production increased at an annual rate of 2 3/4 percent. Employment rose in most countries, but due to the growing labor force unemployment remained stubbornly high. The rather moderate economic performance has further dampened inflation. The rise of producer and consumer prices reached in many countries the low levels of the 1960's. In general, this was accompanied by relatively modest increases of contractual wages. Only in a few countries this was due to incomes policy. Quite a few markets for real assets experienced a fall of prices. Especially real estate prices got under pressure. Raw material prices edged further downwards.

The pace of GNP growth – 2.5 percent for several quarters on the international average – will hardly change in 1986. The increase of production is not expected to differ very much internationally. In 1984/85 the United States set the tone for the worldwide economic upswing, in 1986 all industrial countries will contribute to the expansion rather equally. Monetary policy will give momentum to the economy due to a higher monetary expansion and lower interest rates. Fiscal policy, however, will hardly be expansive during the next year. Real GNP of the industrial countries is forecast to grow by 2 3/4 percent in 1986. World trade is likely to expand at a rate of 3 percent, the same rate as in 1985.

Monetary policy in the United States is projected to remain expansive in 1986, thus a new growth recession is not probable. But the recovery could be jeopardized by monetary restrictions, which the Fed would adopt if the dollar depreciated abruptly as a result of lost confidence in the US economy, or by cutting expenditures and raising taxes, which the government might undertake to reduce the twin deficit and thus to preserve confidence. Without such disturbances it is projected that the pace of overall production growth will

correspond in 1986 to the rate of potential growth. Support will come from exports, which will increase again after a long time of stagnation, as well as from companies which will further augment their inventories. The projected moderate growth of activity of about 3 percent is expected to lead to a further increase of employment, but not to a remarkable decline of unemployment. Inflation is likely to rise somewhat due to the distinct depreciation of the dollar and the sustained expansion of the money supply.

In Japan the slowdown of exports will probably result in lower GNP growth. In 1986 a rate of 3.5 percent seems realistic after some 4.5 percent in the previous year. While monetary policy is at present aiming at a higher yen/dollar exchange rate and thus dampening domestic demand, fiscal policy is trying to stimulate domestic expenditures. The forecast increase of production, which is very small by Japanese standards, will help to keep inflation down or even reduce it further. The unemployment rate is likely to continue rising.

Compared to the relatively weak growth of domestic demand in Western Europe in 1984 and 1985 the prospects for the next year are more favorable. Monetary policy and, in most countries, fiscal policy will support economic activity. In Germany and some neighbor countries private consumption will pick up due to the development of wages and employment as well as to low inflation and tax cuts. Investment activity is expected to be lively, but not to gain momentum. The construction industry in many countries will still remain on the odd side of the economic development.

Some Scandinavian countries as well as Italy and the United Kingdom will probably have problems to keep pace with the economic expansion in Central Europe. The relatively high inflation, foreign debt and public sector borrowing requirement still call for a rather restrictive economic policy.

With economic expansion being differentiated by countries and branches and therefore on average remaining rather weak, inflation will continue to be moderate. The appreciation of the European currencies against the dollar is expected to dampen price increases. Labor market conditions will probably improve slightly, but as there is little hope that the fundamental causes of unemployment will be tackled, the structural problems will be left unsettled.