

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

**Article — Digitized Version**

## Industrieländer: Konjunkturelle Abschwächung bei unterschiedlichen Wachstumsbedingungen

Die Weltwirtschaft

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Ahnefeld, Adolf; Gutierrez-Camara, José L.; Scheide, Joachim (1984) : Industrieländer: Konjunkturelle Abschwächung bei unterschiedlichen Wachstumsbedingungen, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 2, pp. 1-18

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/3070>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Industrieländer: Konjunkturelle Abschwächung bei unterschiedlichen Wachstumsbedingungen

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

1. Im Jahr 1984 hat sich die wirtschaftliche Erholung in den Industrieländern fortgesetzt. Einen starken, von binnenwirtschaftlicher Dynamik getragenen Aufschwung verzeichneten bislang aber nur die Vereinigten Staaten. Aufgrund enger wirtschaftlicher Verflechtung und günstiger Angebotsbedingungen hat davon vor allem Japan profitiert. Zwar begünstigte der amerikanische Importsog auch die westeuropäischen Länder; dies reichte aber nicht aus, eine kräftige konjunkturelle Expansion in Gang zu setzen. Offensichtlich wird die wirtschaftliche Besserung in Westeuropa nach wie vor durch tiefgreifende Wachstumshemmnisse behindert. Die starke Diskrepanz der wirtschaftlichen Entwicklung diesseits und jenseits des Atlantiks zeigt sich nicht zuletzt darin, daß die Beschäftigung in den Vereinigten Staaten seit Ende 1982 um 6 vH gestiegen ist, während sie in Westeuropa weiter abnahm.

2. Seit Mitte 1984 geht es konjunkturell aber auch in den Vereinigten Staaten langsamer voran. Zwar sind die Wachstumsbedingungen unverändert günstig; anders als 1983 gingen von der Geldpolitik aber keine Impulse mehr aus. Auch in den anderen Ländern ist die monetäre Expansion seit Mitte 1983 deutlich schwächer geworden; sie geht insgesamt nur wenig über den ebenfalls stark verlangsamten Preisanstieg hinaus. Schon von daher spricht vieles dafür, daß in nächster Zeit die konjunkturellen Aufwärtstendenzen in den Industrieländern relativ schwach sein werden. In Westeuropa wird die wirtschaftliche Entwicklung zudem weiterhin durch vielfältige Interventionen, hohe Steuern und mangelnde Anpassungsbereitschaft belastet.

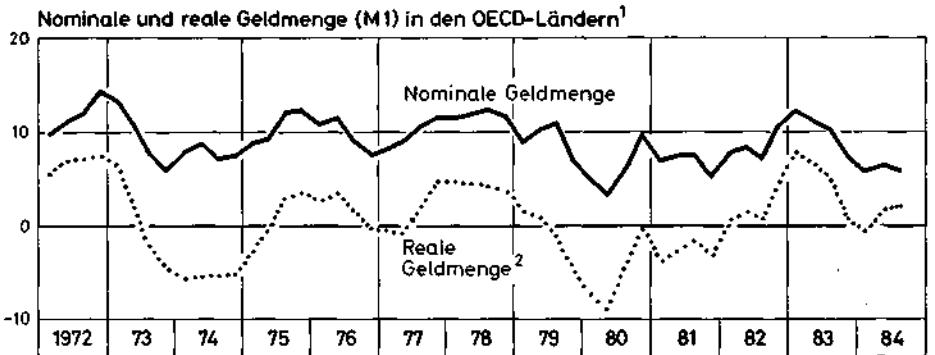
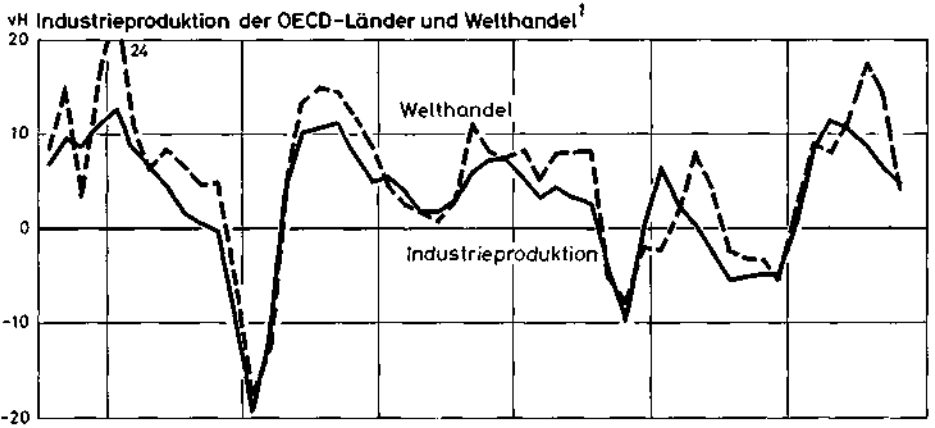
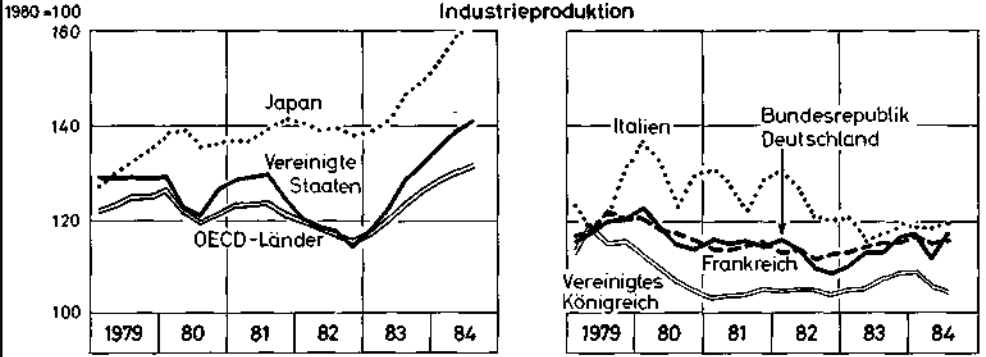
## Expansion verlangsamt sich weltweit

3. Die konjunkturelle Expansion hatte im Winterhalbjahr 1983/84 ihren Höhepunkt erreicht. Seitdem haben Nachfrage und Produktion weltweit an Schwung verloren (Schaubild 1). Im Herbst 1984 kam der Anstieg der Industrieproduktion in mehreren Ländern zum Stillstand. Der Auslastungsgrad des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials dürfte zuletzt in kaum einem Land noch spürbar gestiegen sein. Nach einer konjunkturellen Erholungsphase von anderthalb Jahren ist es nicht ungewöhnlich, daß sich die Expansion verlangsamt. Ähnliches war auch in früheren Zyklen zu beobachten. Ähnlich ist auch die Ursache: Nachdem die Zentralbanken bislang in jeder Rezession auf eine expansive Geldpolitik umgeschaltet hatten, zogen sie immer dann, wenn der Aufschwung im Gange war, die geldpolitischen Zügel wieder an. Diesmal wurde die Expansionspolitik schon Mitte 1983 beendet, als die konjunkturelle Aufwärtsbewegung noch nicht lange angehalten hatte. Mehr als zuvor waren die Zentralbanken darauf bedacht, nicht von neuem Inflationsgefahren zu schaffen. Der "Go"-Phase folgte wie üblich eine konjunkturelle Erholung; die Wirkungen der geldpolitischen "Stop"-Phase beginnen sich nun durchzusetzen.

4. Die Expansion der Geldmenge M1 verringerte sich in den Industrieländern von etwa 12 vH im Winterhalbjahr 1982/83 auf 5 vH seit Frühjahr 1984. Damit wurde die monetäre Expansion fast ebenso stark gebremst wie 1973/74 und 1979/80. Allerdings gingen diesmal gleichzeitig weltweit die Inflationsraten spürbar zurück, so daß die reale Geldmenge, anders

Schaubild 1

### Industrieproduktion und Geldmenge in den Industrieländern



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



als damals, nicht abnahm. So gesehen gleicht die monetäre Entwicklung eher der in der Phase 1976/77. Damals folgte eine etwa einjährige konjunkturelle Schwächephase in den Industrieländern, nicht aber ein Rückgang von Nachfrage und Produktion.

### Zyklische Abschwächung in den Vereinigten Staaten

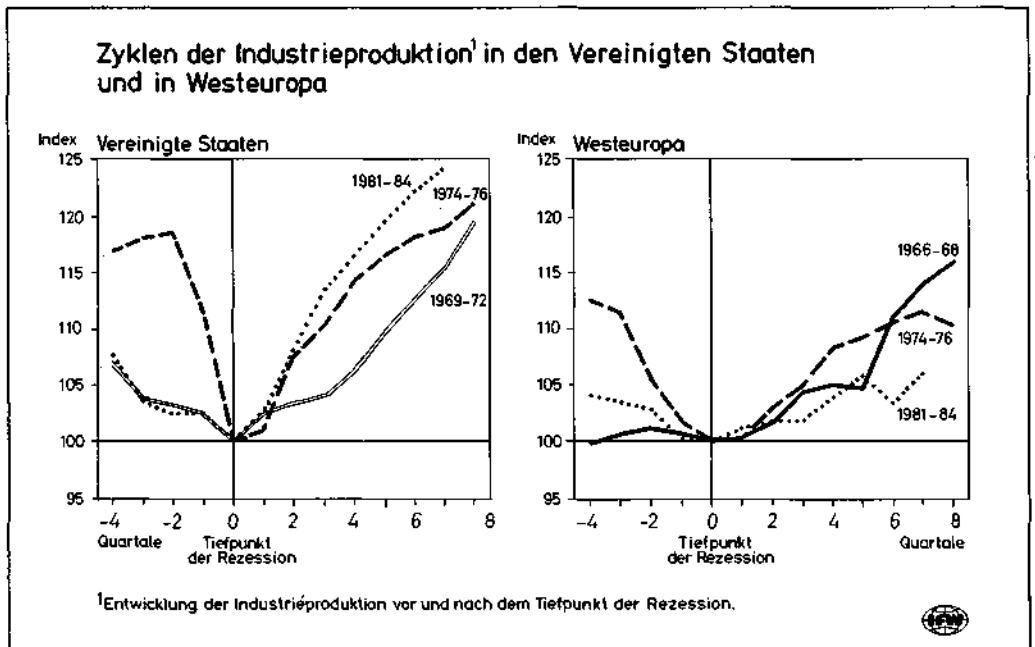
5. In den Vereinigten Staaten nahm das reale Bruttosozialprodukt von Anfang 1983 bis Mitte 1984 mit einer durchschnittlichen Jahresrate von etwa 6,5 vH zu; im zweiten Halbjahr 1984 dürfte die laufende Expansionsrate aber nur noch bei 2 vH liegen. Die Inlandsnachfrage expandierte auch zuletzt noch stärker als die Produktion. Ein zunehmender Teil der inländischen Nachfrage wird durch Importe gedeckt; diese stiegen in den letzten anderthalb Jahren vor allem infolge der starken Aufwertung des Dollar real um etwa 50 vH. Da die konjunkturelle Expansion in den Vereinigten Staaten nun aber nachläßt, nehmen die Impulse für die übrige Weltwirtschaft ab.

6. Daß die zyklischen Auftriebskräfte nach sechs Quartalen erlahmen, ist in den Vereinigten Staaten eine durchaus typische Erscheinung. In einer solchen Zeitspanne gelingt es den Wirtschaftssubjekten in aller Regel, die in der Rezession aufgeschobenen Kaufentscheidungen nachzuholen. Diese Prozesse, die bei Lagerdispositionen, dem Kauf von langlebigen Konsumgütern und schließlich bei Investitionsentscheidungen besonders ausgeprägt sind, laufen jeweils in einem Zeitraum von bis zu zwei Jahren ab. Danach expandiert die Nachfrage – kommt es nicht zu neuen Störungen vom Ausland oder von der Wirtschaftspolitik – mit der Rate des mittelfristigen Trendwachstums. Da der Abschwung zu Beginn der achtziger Jahre lang und ausgeprägt war, wäre eine längere und stärkere Phase des Aufholens, von der Größe der technisch vorhandenen Kapazitäten aus betrachtet, durchaus möglich gewesen. Es bestehen jedoch Zweifel, ob angesichts des außerordentlich raschen Strukturwandels die Kapazitäten auch hätten ökonomisch genutzt werden können.

7. Die Produktion ist 1983/84 ebenso stark gestiegen wie in früheren Aufschwungphasen; dies unterscheidet die Vereinigten Staaten deutlich von den meisten anderen Ländern, die die Dynamik früherer Zyklen nicht wieder erreicht haben (Schaubild 2). Auch die Entwicklung von Beschäftigung, Produktivität und Investitionen zeigt in den Vereinigten Staaten einen ungebrochen kräftigen Rhythmus. Die Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen sind im gegenwärtigen Aufschwung sogar rascher gestiegen als in den meisten früheren Zyklen, wobei vor allem weniger kapitalintensive Investitionsgüter nachgefragt wurden. Die Bauinvestitionen der Unternehmen nahmen etwas verzögert zu. Zu dieser Strukturverschiebung dürften einerseits die relativ hohen Realzinsen und andererseits die massiven Abschreibungserleichterungen insbesondere für bewegliche Wirtschaftsgüter beigetragen haben. Ähnlich stark wie in vorangegangenen Aufschwungphasen wurde bislang auch in Wohnbauten investiert; offensichtlich wurde in diesem Bereich der retardierende Effekt der hohen Zinsen durch neue Finanzierungsmodalitäten, die insbesondere auf eine erhebliche Tilgungstreckung hinauslaufen, aufgehoben. Hinzu kam, daß die demographisch bedingte Zunahme von Familiengründungen für eine hohe Nachfrage nach Wohnungen sorgte.

8. Die Lagerdispositionen der Unternehmen prägten auch diesmal entscheidend den zyklischen Verlauf der Produktion: Anfang 1983 führte das Ende des Lagerabbaus dazu, daß von der laufenden Nachfrageexpansion starke Impulse auf die Produktion ausgingen. Im Sommer 1984 kam es wieder zu einem teilweise unfreiwilligen Lageraufbau, als die Nachfrage unerwartet an Schwung verlor und die Importe wegen der wechselkursbedingt günstigen Wettbewerbsposition ausländischer Arbeiter noch kräftig zunahmen. Dies gab dann im

Schaubild 2



Herbst den Ausschlag dafür, daß die Industrie ihre Produktion erstmals seit Ende 1982 wieder etwas einschränkte.

### Nachlassende Exportanstöße in Japan

9. Die japanische Wirtschaft hat vom Aufschwung in den Vereinigten Staaten stark profitiert. Seit Mitte 1983 konnte der Absatz auf dem amerikanischen Markt um etwa 50 vH erhöht werden. Die japanische Ausfuhr geht nunmehr zu 35 vH in die Vereinigten Staaten. Induziert durch die hohen Exporte ist 1984 in Japan aber auch eine rege Investitionstätigkeit in Gang gekommen. Anders als in den Vereinigten Staaten expandierte der private Konsum nur schwach, zumal das Beschäftigungsvolumen bislang nur zögernd zugenommen hat. Die Produktion wurde vor allem dadurch gesteigert, daß die Unternehmen vorhandene Produktivitätsreserven mobilisierten oder neue arbeitsparende Technologien einführten.

10. Seit Mitte 1984 steigen die japanischen Exporte jedoch deutlich langsamer, und zwar nicht nur in die Vereinigten Staaten, sondern auch nach Westeuropa und Südostasien. Aufgrund dessen hat sich das Konjunkturklima in Japan wieder etwas abgekühlt: Die Industrieproduktion stieg im Herbst 1984 nicht mehr so rasch wie zuvor, nachdem die Lagerbestände an Fertigprodukten schon im Sommer kräftig zugenommen hatten.

### Schwacher Produktionsanstieg in Westeuropa

11. Nachdem in Westeuropa die konjunkturelle Erholung schon 1983 nur langsam vorangekommen war, verlief die Entwicklung auch 1984 enttäuschend. Gegenüber den Vereinigten Staaten und Japan wurde der Abstand in der wirtschaftlichen Aktivität noch größer. In den

meisten westeuropäischen Ländern sind Nachfrage und Produktion im Verlauf von 1984 insgesamt nur schwach gestiegen. Allerdings wird die konjunkturelle Grundtendenz wegen der Arbeitskämpfe in der Bundesrepublik Deutschland und im Vereinigten Königreich in den Statistiken nicht ohne weiteres sichtbar. So kam es im Frühjahr zu erheblichen streikbedingten Produktionsausfällen in der Industrie. Nach Beendigung des Konflikts in der Bundesrepublik nahm dann die gesamte westeuropäische Industrieproduktion wieder deutlich zu und lag im Herbst 1984 etwas über dem Niveau vom Jahresbeginn. Der Produktionsanstieg vom Sommer sollte nicht als Fortsetzung der konjunkturellen Aufwärtstendenz vom Winterhalbjahr 1983/84 interpretiert werden, zumal er sich vor allem auf die Bundesrepublik Deutschland konzentriert. Zu berücksichtigen ist auch, daß die Auftragslage der Unternehmen im Herbst 1984 in den meisten westeuropäischen Ländern ähnlich unbefriedigend ist wie Anfang des Jahres.

12. Der europäischen Wirtschaft mangelt es auch 1984 an binnenwirtschaftlicher Dynamik. Die Anlageinvestitionen der Unternehmen haben sich zwar tendenziell erhöht; dies ist aber oftmals Reflex befristeter staatlicher Förderungsmaßnahmen. Der private Verbrauch nimmt insgesamt nur schleppend zu, zumal bislang in keinem europäischen Land eine Wende in der Beschäftigungsentwicklung erreicht worden und die Belastung durch Steuern und Sozialabgaben weiterhin sehr hoch oder sogar gestiegen ist. Anders als im Winterhalbjahr 1983/84 gingen zuletzt wohl auch von den Lagerdispositionen nicht mehr so starke Produktionseffekte aus.

13. Eine wichtige Stütze blieb für die europäischen Länder 1984 der Export (Schaubild 3). Die laufende Expansion hat sich seit dem Frühjahr insgesamt zwar etwas abgeschwächt; der Importsog der amerikanischen Wirtschaft ist aber nach wie vor beträchtlich, nicht zuletzt weil sich der Dollar im Spätsommer erneut kräftig aufwertete. Gleichzeitig gingen die Exporte in die OPEC-Länder weiter zurück. Der Absatz in die übrigen Entwicklungsländer stagnierte.

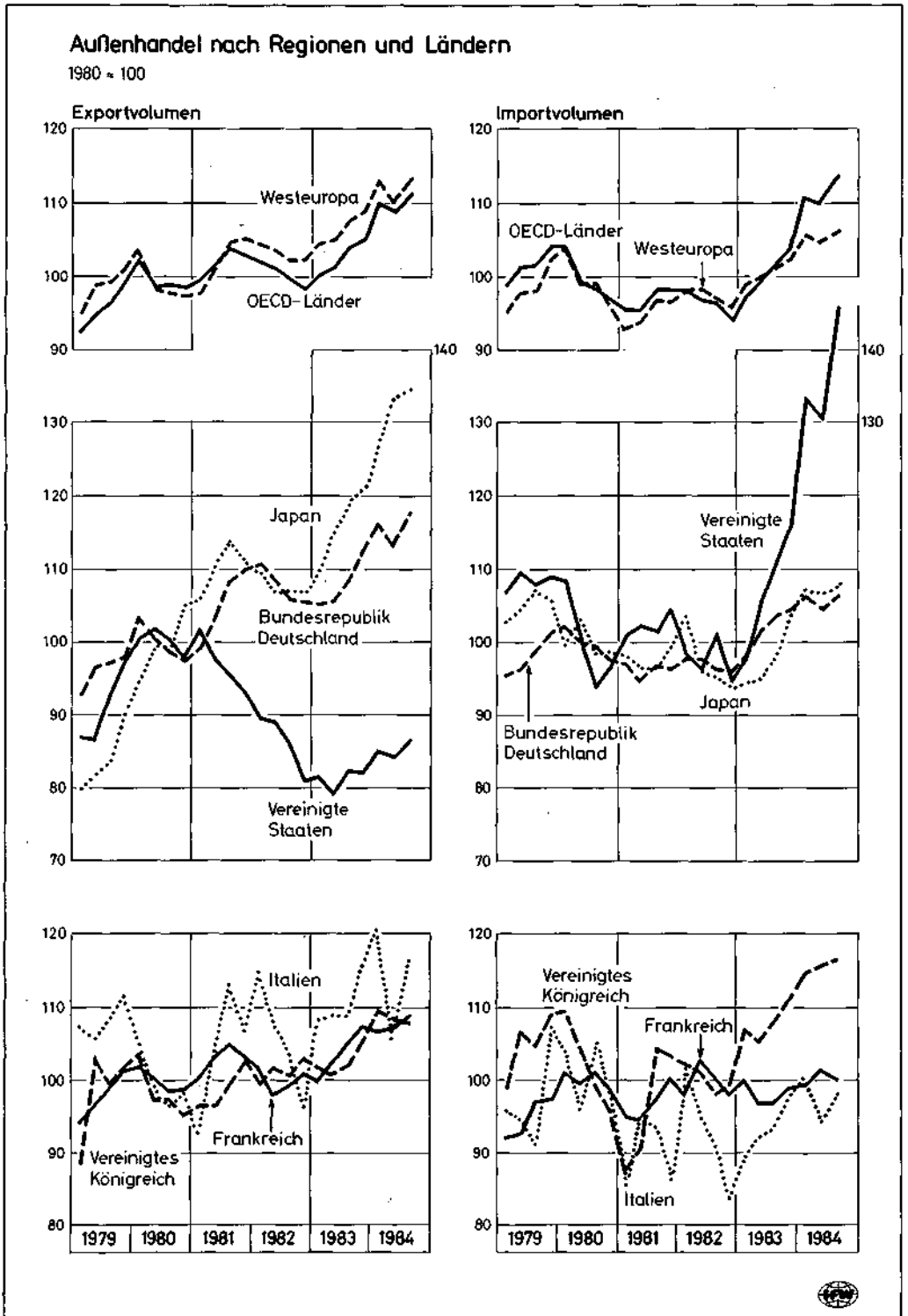
### **Konjunkturverlangsamung belastet Arbeitsmarkt**

14. Mit der Verlangsamung der konjunkturellen Expansion wurden in Westeuropa die Erwartungen enttäuscht, 1984 eine Wende auf den Arbeitsmärkten zu erreichen. Die Beschäftigung sank weiter, die Arbeitslosigkeit erreichte neue Höchstmarken. Gleichwohl sind in kaum einem westeuropäischen Land Bemühungen sichtbar, den Arbeitsmarkt flexibler zu machen. In vielen Ländern zielt die Lohnpolitik dezidiert darauf ab, das bisherige reale Lohnniveau und überkommene Lohnstrukturen zu verteidigen.

15. In den Vereinigten Staaten geht seit dem Spätsommer 1984 die Arbeitslosigkeit nicht weiter zurück, nachdem diese zuvor anderthalb Jahre lang deutlich gesunken war. Allerdings stieg die Beschäftigung in der amerikanischen Wirtschaft dank eines expandierenden Dienstleistungssektors auch zuletzt noch weiter an. Die Zunahme der Beschäftigung ging aber nicht mehr über das gleichzeitige Wachstum des Arbeitskräftepotentials hinaus. Trotz der bislang spürbar verbesserten Arbeitsmarktlage blieb es bei einer ausgesprochen zurückhaltenden Lohnpolitik: Die Tarifabschlüsse in den meisten Branchen lagen auch 1984 unter der Inflationsrate; viele Tarifverträge sehen zudem eine stärkere Differenzierung der Löhne vor. In einigen Branchen, wie beispielsweise der Automobilindustrie, ist die Entlohnung ausdrücklich von der Gewinnentwicklung der Unternehmen abhängig gemacht worden.

16. In Japan reflektiert die Beschäftigung die konjunkturellen Schwankungen nur wenig. Die meisten Unternehmen versuchen, einen festen Personalstamm durchzuhalten, wobei allerdings die Löhne über eine Gewinnbeteiligung der jeweiligen wirtschaftlichen Lage angepaßt

Schaubild 3



werden. Gleichwohl fällt auf, daß die Arbeitslosenquote seit Beginn der achtziger Jahre langsam, aber kontinuierlich gestiegen ist. Offensichtlich haben die Löhne auch in Japan ein Niveau erreicht, das die Unternehmen zögern läßt, mehr Personal einzustellen. Dabei spielt auch eine Rolle, daß bislang nur der Auslandsabsatz kräftig expandierte.

#### US-Dollar wertete sich weiter auf

17. Der Kurs des amerikanischen Dollar ist gegenüber den meisten anderen Währungen im Herbst 1984 auf einen neuen Höchststand geklettert. Deflationiert man die nominalen Wechselkurse mit den Verbraucherpreisen, so ergibt sich, daß der Dollar effektiv und real gegenwärtig wieder so hoch bewertet wird wie in den fünfziger Jahren. Legt man Exportpreise zugrunde, also die Preise international gehandelter Güter, so kommt man zu einem realen Dollarkurs, der höher ist als jemals zuvor während der letzten 30 Jahre.

18. Darüber, wie das Zusammentreffen von starkem Aufschwung, hohem Leistungsbilanz- und Budgetdefizit der Vereinigten Staaten und starkem Dollar erklärt werden kann, bestehen erhebliche Meinungsunterschiede. Vielfach wurde mit den massiven Leistungsbilanzdefiziten die Erwartung verbunden, daß sich der Dollar abwerten würde. Wenn bislang aber das Gegenteil eingetreten ist, so bedeutet dies, daß der Dollar als Anlagewährung stark an Attraktivität gewonnen haben muß. Dafür gibt es eine Reihe von Gründen: So sind die Steuern in den Vereinigten Staaten seit 1980 insbesondere auf Kapitaleinkommen spürbar gesenkt und die Abschreibungsmöglichkeiten massiv ausgeweitet worden, während in den meisten anderen Ländern die Belastung durch Steuern und Abgaben unverändert hoch blieb oder gar noch stieg. Anders als vor allem in Westeuropa zeigte sich die Lohnpolitik überaus flexibel und war vor allem darauf gerichtet, mehr Arbeitsplätze zu schaffen. Beides, Steuer- und Lohnpolitik, begünstigte die Wachstumsaussichten und die Gewinnerwartungen in der amerikanischen Wirtschaft. Außerdem wurden in verschiedenen Bereichen Regulierungen abgebaut, was ebenfalls dazu beitrug, die fundamentalen Wachstumskräfte zu stärken. Positiv wirkte sich auf den Dollar auch aus, daß die Zentralbank insgesamt eine stabilitätsorientierte Geldpolitik betrieb, also nicht dazu überging, die hohen Budgetdefizite der Zentralregierung durch eine starke Ausweitung des Geldangebots zu begleiten.

19. Der Kurs des amerikanischen Dollar könnte im Spätsommer 1984 durch die restriktive Geldpolitik des Federal Reserve Board (Fed) zusätzlich nach oben getrieben worden sein. Sobald diese Restriktionen gelockert werden, womit angesichts der inzwischen spürbaren konjunkturellen Beruhigung zu rechnen ist, dürfte sich der Dollar von daher etwas abschwächen. Darüber hinaus kann eine unerwartete konjunkturelle Schwäche den Dollar etwas unter Druck bringen, weil dann möglicherweise bisherige Gewinnerwartungen nach unten korrigiert werden. Wie Maßnahmen zur Verringerung des hohen amerikanischen Haushaltsdefizits auf den Dollarkurs wirken werden, ist unsicher. Ausschlaggebend ist, auf welchem Wege die Defizite verringert werden. Würde man die Einkommensteuer wieder nennenswert erhöhen und damit die Leistungsanreize vermindern, könnte auf längere Sicht der Dollar beträchtlich unter Druck geraten. Setzte man dagegen vor allem bei den Ausgaben an, so könnte die internationale Attraktivität des Dollar unverändert hoch bleiben oder sogar steigen. Die Regierung scheint fest entschlossen zu sein, Steuererhöhungen zu vermeiden. Sie plant vielmehr, die Steuerbelastungen weiter zu verringern. Allerdings schwindet mit der Abkühlung der Konjunktur die Hoffnung, die Haushaltsdefizite in den nächsten Jahren durch ein rasches Wirtschaftswachstum entscheidend verringern zu können. Der Druck auf die Regierung, defizitmindernde Maßnahmen zu ergreifen – möglicherweise auch solche, die die Wachstumsdynamik verringern –, wird sich in nächster Zeit somit vermutlich verstärken.



## Geldpolitik 1984 stabilitätsorientiert

20. Der Preisanstieg in den Industrieländern blieb auch im zweiten Halbjahr 1984 verhalten; er ist mit etwa 5 vH so niedrig wie Anfang der siebziger Jahre und weniger als halb so hoch wie 1979/80, als die Inflation auf dem Höhepunkt war. Der Preisanstieg ließ auch in jenen Ländern spürbar nach, die es in den siebziger Jahren mit der Inflationsbekämpfung nicht allzu ernstgenommen hatten, wie beispielsweise Italien und Frankreich (Schaubild 4). Insgesamt haben sich die Inflationsdivergenzen verringert. Gegenwärtig ist die Inflationsrate in allen wichtigen Industrieländern wieder einstellig. Japan, die Schweiz und die Bundesrepublik Deutschland haben annähernd Preisniveaustabilität erreicht. Für die Länder Westeuropas ist der Erfolg bei der Stabilisierung um so bemerkenswerter, als er vor dem Hintergrund einer deutlichen Schwäche ihrer Währungen erzielt wurde. Zu den Ländern, in denen sich die Inflation seit dem Frühjahr 1984 nicht weiter zurückbildete, gehören die Vereinigten Staaten; dies ist insofern überraschend, als sich der Dollar im gleichen Zeitraum noch einmal spürbar befestigt hat. Offensichtlich war der konjunkturelle Preisanstieg hier doch relativ kräftig. So steigen die hauptsächlich durch inländische Faktoren bestimmten Preise – wie zum Beispiel im Dienstleistungsbereich – seit einiger Zeit mit einer Jahresrate von 5 bis 6 vH.

21. Ausschlaggebend für die weltweite Inflationsberuhigung war die im Verlauf der achtziger Jahre recht deutliche Korrektur des geldpolitischen Kurses. Zwar gibt es von Land zu Land beträchtliche Unterschiede hinsichtlich der Verringerung der Geldmengenexpansion (Schaubild 4). Für die Industrieländer insgesamt läßt sich jedoch feststellen, daß die monetäre Expansion (gemessen an M1) gegenüber den Jahren 1978/79 etwa halbiert wurde. Wichtig für die Prognose der Preisentwicklung ist, daß die wichtigsten Notenbanken die vorübergehend überaus kräftige Expansion zwischen Mitte 1982 und Mitte 1983 nunmehr verringert haben<sup>1</sup> und eine Politik betreiben, die den Preisanstieg weiter begrenzen wird. Daher wird sich die Befürchtung, die Inflation könne schon bald wieder merklich anziehen, wohl nicht bestätigen. Für diese These spricht auch, daß die Preise auf den internationalen Rohstoffmärkten seit dem Frühjahr wieder zurückgehen.

22. Die Gefahr einer kräftigen Inflationsbeschleunigung bestand vor allem in den Vereinigten Staaten, da dort das Geldmengenziel 1982/83 besonders deutlich überschritten worden war und sich die Kapazitätsauslastung stark erhöht hatte. Die monetäre Expansion wurde aber ab Mitte 1983 korrigiert. Dem moderat expansiven Kurs folgte dann seit Frühsommer 1984 eine eindeutig restriktive Phase, während der die Geldmenge M1 kaum mehr zunahm. Daß gleichzeitig mit dieser Restriktion die Zinsen in den Vereinigten Staaten deutlich fielen, hängt mit dem Nachlassen des Aufschwungtempos zusammen; entscheidend war aber wohl auch, daß durch die engere Geldpolitik die Inflationserwartungen gedämpft werden konnten.

## Angebots- und Stabilitätspolitik müssen sich ergänzen

23. Es scheint sich immer mehr die Auffassung durchzusetzen, daß die weit verbreitete Wachstumsschwäche in den Industrieländern nur überwunden werden kann, wenn die Angebotsbedingungen verbessert werden. Nur wenn die Investitionen deutlich steigen,

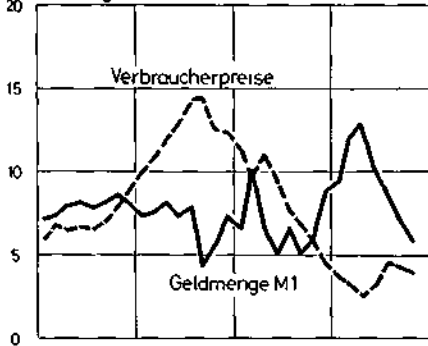
<sup>1</sup> Der Anstieg der Geldmenge M1 im Vereinigten Königreich für 1984 ist möglicherweise überzeichnet, da die Sichteinlagen neuerdings verzinst werden und somit ein größerer Teil der Gesamtanlagen auf diesen Konten gehalten wird. Vgl. auch Enno Langfeldt, *Vereinigtes Königreich: Wirtschaftspolitik vor der Bewährungsprobe*, in diesem Heft.

Schaubild 4

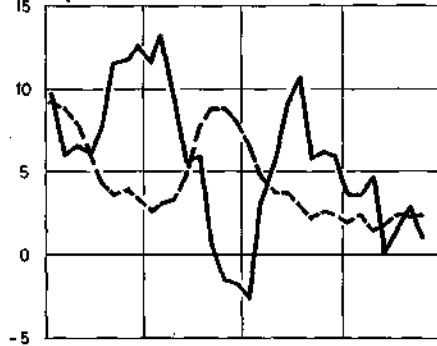
Geldmenge und Verbraucherpreise in wichtigen Industrieländern

-Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in vH -

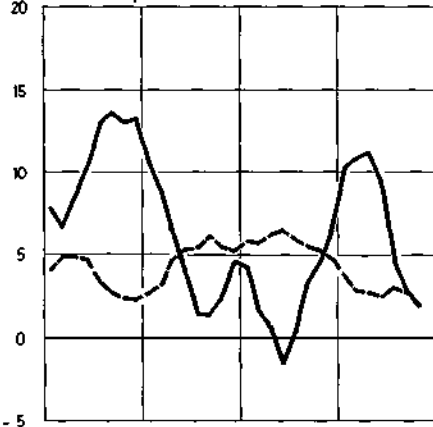
Vereinigte Staaten



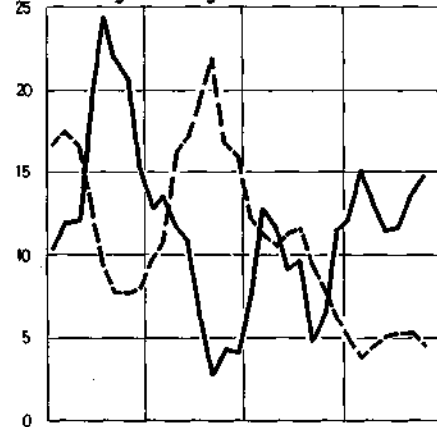
Japan



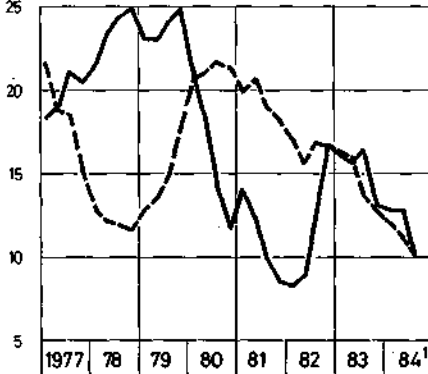
Bundesrepublik Deutschland



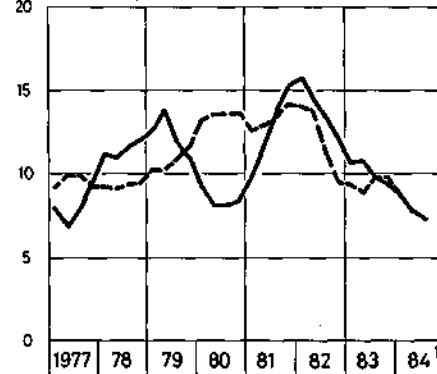
Vereinigtes Königreich



Italien



Frankreich



<sup>1</sup>Drittes Quartal teilweise geschätzt.



kann die Wirtschaft auf mittlere Sicht so schnell wachsen, daß das Problem der Arbeitslosigkeit gemildert werden kann. Insbesondere die nach 1982 so günstige Entwicklung in den Vereinigten Staaten kann als Beleg dafür angeführt werden, daß vor allem Steuersenkungen, mehr Flexibilität bei den Löhnen sowie eine allgemeine Deregulierung der Wirtschaft notwendig sind, um Produktion und Beschäftigung nachhaltig zu steigern.

24. Welche Rolle in solch einem Konzept der Nachfragepolitik – und hier vor allem der Geldpolitik – zukommt, ist umstritten. So wird vor allem in den Vereinigten Staaten die Frage diskutiert, ob die Erwartung, daß die Angebotselastizitäten durch finanz- und lohnpolitische Weichenstellungen erhöht werden, einen expansiveren Kurs der Geldpolitik rechtfertigt.

25. Wenn die Zentralbanken ihren geldpolitischen Kurs festlegen, müssen sie vor allem abschätzen, wie sich die absehbare Inflationsrate zu der gewünschten verhält und mit welcher Rate das gesamtwirtschaftliche Produktionspotential wächst:

- Gewiß ist die Inflationsrate in den letzten Jahren erheblich gesunken. Dennoch ist man von dem Ziel der Preisniveaustabilität noch weit entfernt. Man muß eine Inflationsrate von Null nicht unbedingt als "optimal" ansehen; der Preisanstieg in den Vereinigten Staaten ist jedoch noch nennenswert höher als in anderen stabilitätsbewußten Ländern (Schweiz, Japan, Bundesrepublik Deutschland) und vor allem auch höher, als in den Vereinigten Staaten für akzeptabel gehalten wird. Von daher müßte die Zentralbank für eine weiterhin knappe Geldmengenexpansion sorgen.
- Vieles spricht dafür, daß sich die Angebotsbedingungen in den Vereinigten Staaten in letzter Zeit verbessert haben. Darüber, wie stark sich das Potentialwachstum erhöht hat, ist aber nur ein sehr vages Urteil möglich. Man müßte jedoch – gemessen an den Veränderungen des Potentials in der Nachkriegszeit – sehr optimistisch sein, wollte man aus den Deregulierungen und den Maßnahmen der Steuer- und Lohnpolitik einen Anstieg der mittelfristig möglichen Wachstumsrate um deutlich mehr als 1 vH ableiten. Denn den positiven Effekten der Angebotspolitik steht gegenüber, daß jene Teile des vorhandenen Kapitalstocks, die in den siebziger Jahren in Erwartung ständig hoher oder gar steigender Geldentwertung gebildet wurden, wirtschaftlich kaum noch rentabel sind.

26. Alles in allem ist der Spielraum für eine expansivere Geldpolitik im Rahmen dieser Strategie nicht genau definierbar; das zusätzliche Potential, das durch die Geldpolitik alimentiert werden muß, ist möglicherweise nur gering. Folglich dürfte auch das Risiko, daß die Zentralbank bei unveränderter Geldmengenexpansion – unterstellt man eine Verbesserung der Angebotsbedingungen – den Anstieg des Realeinkommens kurzfristig nennenswert dämpft, nur gering sein. Bleibt es bei dem festgelegten Kurs der Geldpolitik, so würde ein höherer Anstieg der Angebotselastizitäten zur Folge haben, daß die Inflationsrate niedriger als erwartet ausfällt. Dies wäre aber, wenn die Inflationsrate – wie gegenwärtig in den Vereinigten Staaten – noch relativ hoch ist, ein durchaus erwünschter Nebeneffekt; ein deflatorischer Prozeß ist in einer Situation mit einer Inflationsrate von 5 vH nicht zu befürchten.

#### **Westeuropa angebotspolitisch im Abseits**

27. Zwischen der wirtschaftlichen Entwicklung in den Vereinigten Staaten einerseits und in Westeuropa andererseits gibt es in den letzten zwei Jahren eine erhebliche Diskrepanz: Während in den Vereinigten Staaten das Tempo des Aufschwungs durchaus an frühere vergleichbare Phasen anknüpfen konnte, blieben alle westeuropäischen Länder weit hinter

der sonst üblichen Erholung zurück. Spiegelbild dessen ist vor allem die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt: Seit Ende 1982 ist die Zahl der Beschäftigten in den Vereinigten Staaten um 6 vH gestiegen und die Arbeitslosenquote um 3 Prozentpunkte auf 7,5 vH gesunken; in Westeuropa dagegen hat die Beschäftigung im gleichen Zeitraum um 2 vH abgenommen, und die Arbeitslosigkeit ist um 2 Prozentpunkte auf fast 11 vH gestiegen. Die Interpretation dieser Divergenz ist sehr unterschiedlich, und so wird auch kontrovers diskutiert, was daraus für die Wirtschaftspolitik folgen sollte.

28. Oft wird die These vertreten, die Zunahme der Beschäftigung in den Vereinigten Staaten sei vor allem auf die kräftigen Nachfrageimpulse von der Geld- und Finanzpolitik zurückzuführen. Zu einer solchen Politik seien die westeuropäischen Länder nicht in der Lage gewesen, da die Staatsquote ungleich höher als in den Vereinigten Staaten sei und die Regierungen deshalb gezwungen wären, die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte energischer voranzutreiben. Gegen diese Vermutung spricht, daß die Beschäftigung in den Vereinigten Staaten auch schon in den siebziger Jahren kräftig zugenommen hat, obwohl die Haushaltsdefizite niedrig waren; in Westeuropa dagegen gelang es damals nicht, die Lage auf dem Arbeitsmarkt dadurch zu verbessern, daß sich der Staat immer mehr verschuldete.

29. Die schwache Investitionstätigkeit in Westeuropa wird häufig damit begründet, daß die Finanzierungsmittel in Europa knapp seien. Dies gehe auf das hohe amerikanische Budget zurück, das zu hohen Realzinsen führe und Kapital aus Westeuropa abziehe. Solche Überlegungen, zumeist in politischen Kreisen vertreten, veranlassen häufig – wie in Italien und Frankreich – zu Kapitalverkehrskontrollen. Daß Kapital in die Vereinigten Staaten fließt, bedeutet letztlich aber, daß die Investoren die Gewinnchancen in den Vereinigten Staaten höher einschätzen als in Westeuropa. Tatsächlich hat sich mit Beginn der achtziger Jahre die Rentabilität amerikanischer Unternehmen erheblich erhöht, weil die Regierung die Steuern gesenkt und die Abschreibungsmöglichkeiten verbessert hat. Im Vergleich dazu blieb die Gewinnssituation der meisten europäischen Unternehmen ungünstig.

30. Häufig wird – insbesondere von den Gewerkschaften – vorgebracht, der technische Fortschritt vernichte Arbeitsplätze. Es würde zu stark rationalisiert, mit der Folge, daß die Arbeitsproduktivität stärker zunähme als die Produktion. Da der Produktivitätsfortschritt als autonom angesehen wird, glaubt man, die Arbeitszeit verkürzen zu müssen, um die Arbeitslosigkeit zu verringern. Einer solchen Sichtweise widerspricht aber die Tatsache, daß die Vereinigten Staaten und Japan bei der Entwicklung und beim Einsatz moderner Technologien führend sind und gleichwohl einen starken Anstieg der Beschäftigung verzeichneten.

31. Die Produktivität eines Faktors hängt auch davon ab, wie sich die relativen Faktorpreise entwickeln. In den meisten westeuropäischen Ländern sind die Arbeitskosten unter Einschluß der Lohnnebenkosten nach dem ersten Ölpreisschock deutlich stärker gestiegen als der verteilbare Produktivitätsfortschritt. Dieser Lohndruck hat viele Arbeitskräfte, vor allem die weniger produktiven, aus dem Produktionsprozeß hinausgedrängt. Statistisch gesehen ist dadurch die durchschnittliche Produktivität angehoben worden. Dagegen war die Zunahme der Arbeitsproduktivität in den Vereinigten Staaten deshalb so gering, weil dort zusätzliche Arbeitskräfte in den Produktionsprozeß eingegliedert wurden, deren berufliche Qualifikation relativ gering war. Dies war aber nur möglich, weil sie bereit waren, verhältnismäßig niedrige Löhne zu akzeptieren.

32. Der technische Fortschritt ist immer eine Quelle für Wachstum und Beschäftigungsmöglichkeiten, weil er neue, effizientere Kombinationen von Kapital und Arbeit ermöglicht, die die überkommenen Produktionsverfahren ersetzen. Das heißt nicht, daß nicht gleichzeitig bestimmte Arbeitskräfte ihren Arbeitsplatz verlieren. Dem "Gesetz des abnehmenden

Ertragszuwaches“ kann sich eine Volkswirtschaft nur entziehen, wenn neue Produkte und Produktionsverfahren geschaffen werden. Dies ist um so eher zu verwirklichen, wenn die Umstrukturierung der Volkswirtschaft nicht durch administrative Zwänge behindert wird und die Lohnpolitik flexibel auf die Knappheitsverhältnisse reagiert. Die positiven Wirkungen auf die Beschäftigung werden verstärkt, wenn der Staat die Gewinne weniger hoch besteuert.

33. Anders als in Westeuropa wurde in den Vereinigten Staaten der technische Fortschritt nicht zum Anlaß genommen, die Arbeitszeit zu verkürzen oder überholte Industrien massiv zu subventionieren. Obwohl man technischen Innovationen weit wohlwillender gegenübersteht, ist die Jahresarbeitszeit in der Industrie dort um 200 Stunden länger als in Westeuropa. Die durchschnittliche Arbeitszeit nimmt seit Anfang 1983 sogar wieder zu, und die Lebensarbeitszeit ist offiziell sogar verlängert worden.

34. Soll in den europäischen Wirtschaften eine dynamische Investitionstätigkeit ausgelöst werden, mit der die Arbeitslosigkeit nachhaltig vermindert werden kann, muß die Rentabilität des Kapitals deutlich erhöht werden. Für einen optimalen Einsatz des Kapitals ist es erforderlich, daß die Faktorpreise ihren Knappheitsverhältnissen entsprechen<sup>2</sup>. Da Kapital seit Anfang der achtziger Jahre knapp und teuer geworden ist, muß seine Rentabilität dadurch erhöht werden, daß die Preise derjenigen Faktoren, die reichlich vorhanden sind, relativ sinken. Die Verbilligung der Rohstoffe, die seit 1981 zu beobachten ist, entspricht dieser Notwendigkeit. Einen Beitrag müssen aber darüber hinaus auch die Lohnpolitik und die Finanzpolitik leisten. Und hier gibt es zwischen den Vereinigten Staaten und Westeuropa gravierende Unterschiede:

- In Westeuropa entsprechen die Kosten des Faktors Arbeit gegenwärtig nicht der Tatsache, daß Arbeitskräfte – insbesondere weniger qualifizierte – reichlich vorhanden sind. Der Anreiz, Arbeit durch Kapital zu ersetzen, ist jetzt freilich nicht so ausgeprägt wie in den siebziger Jahren, als das Kapital infolge der übermäßig expansiven Geldpolitik künstlich verbilligt wurde. Da die Realzinsen gegenwärtig sehr viel höher sind als damals, sind die Unternehmen gezwungen, pro Arbeitsplatz weniger Kapital als früher einzusetzen. Ergänzend dazu wäre es notwendig, daß die Reallöhne der weniger Qualifizierten relativ mäßig steigen, sollen nicht nur die produktivsten (und daher rentabelsten) Arbeitskräfte beschäftigt werden.

In den Vereinigten Staaten ist zu beobachten, daß die Löhne sehr viel mehr nach Regionen und Sektoren oder nach unterschiedlichen Qualifikationen differenziert sind als in Westeuropa. In vielen amerikanischen Industrien sind die Nominallöhne in den letzten Jahren konstant geblieben oder teilweise sogar deutlich gesenkt worden – ein Phänomen, das in Westeuropa kaum zu beobachten ist. Hinzu kommt, daß zahlreiche staatliche Maßnahmen (gesetzliche Lohnnebenkosten, Kündigungsschutz), die in den Vereinigten Staaten kaum eine Bedeutung haben, den Einsatz von neuen Arbeitskräften in den westeuropäischen Ländern zunehmend behindern.

- Finanzpolitisch hat die amerikanische Regierung einen wichtigen Beitrag zur Erhöhung der Angebotselastizität geleistet. Sie hat die Steuerbelastung der Privaten in den letzten Jahren stark verringert. In Westeuropa dagegen haben viele Regierungen Steuern und Abgaben heraufgesetzt, um die Budgetdefizite zu reduzieren. Investitionsfördernde Maßnahmen wie Abschreibungserleichterungen wurden nur vereinzelt getroffen. Wie groß die Unterschiede sind, zeigt auch die aktuelle Debatte in den Vereinigten Staaten.

<sup>2</sup> Vgl. Commission of the European Communities, Annual Economic Report, Oktober 1984, S. 40 f.

Dort wird erwogen, die Steuerbelastung vor allem der hohen Einkommen nochmals drastisch zu senken – der Spitzensteuersatz wäre dann vermutlich halb so hoch wie vor vier Jahren –, während in Westeuropa das Ziel der "sozialen Gerechtigkeit" im Vordergrund zu stehen scheint.

35. Wenn man die Fortschritte, die die Vereinigten Staaten in den letzten Jahren auf dem Gebiet der Angebotspolitik gemacht haben, herausstellt, so bedeutet das nicht, daß dieses Land in jeder Beziehung Vorbild für marktwirtschaftliche Lösungen ist. Auch hier gibt es eine Vielzahl von hemmenden Faktoren: Protektionistische Maßnahmen haben auch hier zugenommen, und der Abbau von Subventionen kommt nicht so schnell wie gewünscht voran, weil die betroffenen Interessengruppen stark sind. Wichtig ist aber, was in den Bereichen geschieht, in denen der Entscheidungsspielraum größer ist, wie beispielsweise in der Steuerpolitik. Symptomatisch für die Einstellung in Westeuropa ist die Diskussion um die Erweiterung der EG. Der Beitritt Spaniens und Portugals hätte eigentlich ein Musterbeispiel für eine Angebotspolitik sein können: Alle beteiligten Länder hätten von einer Liberalisierung des internationalen Handels profitieren können. Tatsächlich ergeben sich aber mit dem Beitritt schwerwiegende "Probleme", weil man mit der Erweiterung des Marktes nicht eine Erhöhung der Angebotselastizitäten und sinkende Preise anstrebt, sondern durch Anwendung der bestehenden Regulierungen neue "Überschüsse" erzeugen wird. Ein steigendes Angebot bedeutet in Europa also nicht steigende Chancen, sondern neue Probleme, mit denen sich Verwaltungen beschäftigen müßten.

36. Eine allgemeine Deregulierung und Dezentralisierung ist notwendig, soll der Preismechanismus funktionieren und sollen die verfügbaren Ressourcen produktiv eingesetzt werden. Nur dann kann man erwarten, daß die Unternehmen zutreffend bewerten, welche Märkte expandieren oder schrumpfen und wie die Produktionsfaktoren am rentabelsten verwendet werden. Das Problem besteht also in der Verwertung von Wissen, das niemandem in seiner Gesamtheit bekannt ist. Für die Koordinierung der Pläne verschiedener Individuen mit unvollkommenen Kenntnissen kann nur die Dynamik eines freien Preissystems sorgen. Protektionistische Regelungen, Subventionen und die Politik, moderne Technologien mit staatlichen Mitteln zu fördern, verhindern dies aber. Es scheint, daß nicht zuletzt deshalb die Innovationsfähigkeit in den europäischen Ländern im Vergleich zu den Vereinigten Staaten und Japan in den vergangenen Jahren schwächer geworden ist.

### **Szenarien der weiteren Konjunkturentwicklung**

37. Ende 1984 sind die Prognosen über die Entwicklung von Nachfrage, Produktion und Beschäftigung im Jahr 1985 sehr unterschiedlich. Ausschlaggebend dafür ist, daß die grundlegenden Rahmenbedingungen in den einzelnen Industrieländern sehr unterschiedlich eingeschätzt werden:

- Überwiegend wird die These vertreten, daß die amerikanische Wirtschaft weiterhin kräftig expandieren und die übrige Weltwirtschaft anregen wird. Dies sei deshalb wahrscheinlich, weil das amerikanische Produktionspotential wegen steuerlicher Entlastungen und einer zurückhaltenden Lohnpolitik deutlich stärker wachse als in den siebziger Jahren und die Zentralbank genügend Liquidität bereitstellen werde, damit dieses Potential auch genutzt wird. Die hohen Realzinsen würden dabei kaum stören, weil sich Produktivität und Rentabilität in der amerikanischen Wirtschaft kräftig erhöht hätten. Die hohen Haushaltsdefizite würden sich im Zuge des Wachstumsprozesses vermindern. Auch das Defizit in der amerikanischen Leistungsbilanz werde allmählich abnehmen, weil die Unternehmen dank kräftiger Produktivitätssteigerungen und dank des Angebots neuar-

tiger Produkte ihre Exporte steigern und die Importkonkurrenz wieder zurückdrängen könnten.

- Diametral dazu ist die These, daß der Aufschwung in den Vereinigten Staaten vor allem durch massive wirtschaftspolitische Nachfrageimpulse herbeigeführt worden sei. Dieser werde nun aber enden, sei es wegen der engen Geldpolitik oder wegen der hohen Realzinsen, die die Investitionsneigung wieder stark beeinträchtigen würden, sei es wegen des hohen Dollarkurses, der amerikanische Produzenten national und international aus dem Markt dränge. Da andere Länder ihre grundlegende Schwäche nach wie vor nicht überwunden hätten, würden die Abschwungtendenzen in den Vereinigten Staaten die Expansion weltweit wieder stoppen.
- Verschiedentlich wird argumentiert; daß die Weltwirtschaft auch bei einem stärkeren Konjunkturrückschlag in den Vereinigten Staaten nicht in eine neue Krise geraten werde, weil die westeuropäischen Länder ihre wirtschaftlichen Schwächen schon weitgehend überwunden hätten. Dies werde nicht zuletzt daran sichtbar, daß sich die Verteilungsrelationen wieder deutlich zugunsten der Gewinne verändert hätten, der Preis- und Kostenanstieg spürbar verringert worden sei, die europäischen Realzinsen deutlich niedriger lägen als die amerikanischen und die Leistungsbilanzen vielfach einen Überschuß aufwiesen. Angesichts dessen sei es nur eine Frage der Zeit, bis sich die europäischen Währungen gegenüber dem Dollar wieder kräftig aufwerteten, was wiederum das entscheidende Signal für die europäischen Zentralbanken sein werde, die geldpolitischen Bremsen zu lockern.
- Auch wird die Meinung vertreten, daß sich die Vereinigten Staaten, Westeuropa und Japan gemeinsam in einem nachhaltigen Aufschwung befänden. Diese These wird insbesondere damit begründet, daß neue technologische Entwicklungen weltweit hohe Investitionen anregen würden. Angesichts der überall ermäßigten Inflation seien auch von der Geldpolitik keine Störungen zu erwarten, die diese Investitionen verzögern würden. Im Zuge einer solchen, von den Investitionen getragenen Entwicklung würden sich die Beschäftigungsprobleme in den meisten Ländern spürbar entschärfen.

38. Tatsächlich ist es keine Frage, daß weltweit enorme Investitionsmöglichkeiten bestehen. Auch ist festzustellen, daß in den letzten beiden Jahren wieder mehr investiert worden ist, obwohl die Auslastung der vorhandenen Kapazitäten vielfach nur wenig gestiegen ist. Welchen Schwung die Investitionen in den einzelnen Ländern aber entwickeln werden, hängt entscheidend von der erzielbaren Rendite ab. In dieser Hinsicht sind die Perspektiven in den Vereinigten Staaten, aber auch in Japan günstiger als in den meisten westeuropäischen Ländern. Bislang ist in Westeuropa weder eine Steuer- noch eine Lohnpolitik auf den Weg gebracht worden, die die Gewinnaussichten entscheidend verbessern könnten. Insofern ist die Hoffnung, daß hier ein nachhaltiger Investitionsaufschwung in Gang kommt und Europa von den Vereinigten Staaten sogar die Rolle des Vorreiters in der Weltwirtschaft übernimmt, kaum begründet.

39. Wegen der wenig günstigen Angebotsbedingungen können die westeuropäischen Länder wohl nicht mit einer deutlichen Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem amerikanischen Dollar rechnen. Damit ist auch nicht zu erwarten, daß die Geldpolitik in Westeuropa spürbar expansiver und in den Vereinigten Staaten wegen höherer Inflationserwartungen spürbar restriktiver wird. Somit ist schwer vorstellbar, daß Nachfrage und Produktion in den westeuropäischen Ländern selbst für eine kurze zyklische Phase entscheidend stärker expandieren werden als in den Vereinigten Staaten oder in Japan.

Tabelle 1 - Reales Bruttosozialprodukt und Verbraucherpreise 1983-1985  
- Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH -

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

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

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

### Nur verhaltene Expansion im Jahr 1985

40. Im Herbst 1984 sind die zyklischen Expansionskräfte in der Weltwirtschaft schwächer als zu Beginn des Jahres. Bislang profitierten die meisten Länder vom kräftigen Aufschwung in den Vereinigten Staaten. Somit ist von entscheidender Bedeutung, wie sich die amerikanische Wirtschaft weiter entwickelt. Es ist aber auch die Frage, ob sich in den anderen Industrieländern die binnenwirtschaftlichen Tendenzen deutlich ändern werden.

41. Die gegenwärtige konjunkturelle Abkühlung in den Vereinigten Staaten geht wohl entscheidend auf die seit einiger Zeit restriktive Geldpolitik zurück. Welchen Kurs die amerikanische Zentralbank in nächster Zeit einschlagen wird, ist noch ungewiß. Gemessen an ihren eigenen Zielvorgaben für die monetäre Entwicklung wäre in nächster Zeit eine spürbar expansivere Politik möglich. Offenbar sieht sich die Zentralbank in ihrem Handlungsspielraum aber durch die hohen öffentlichen Defizite eingeschränkt, will sie doch nach wie vor nicht den Eindruck aufkommen lassen, wegen der Haushaltslücken vom Ziel einer nachhaltigen Inflationsbekämpfung abzurücken. Dabei spielt wohl eine entscheidende Rolle, daß die Zentralbank nicht davon überzeugt ist, daß das amerikanische Produktionspotential von nun an mit einer deutlich höheren Rate wächst. Aufgrund dieser Konstellation kann nicht ohne weiteres damit gerechnet werden, daß das Fed auf die spürbare Konjunkturverlangsamung rasch mit einer geldpolitischen Lockerung reagieren wird, nehmen doch in dieser Phase auch die staatlichen Haushaltsdefizite weiter zu.



42. Wir halten es für wahrscheinlich, daß bis zum Frühjahr 1985 Maßnahmen beschlossen werden, mit denen das Defizit in den nächsten Jahren vermindert werden kann. Vermutlich werden die Ausgaben im sozialen Bereich, aber auch im Verteidigungshaushalt gekürzt. Über Steueränderungen dürfte so bald keine Einigung erzielt werden, da die Regierung das Steuersystem grundlegend reformieren will. Es ist jedoch mit der Steuerreform nicht beabsichtigt, die Staatseinnahmen per saldo zu erhöhen. Selbst wenn nicht klar ersichtlich wird, ob die Budgetdefizite abnehmen werden, wird sich die Zentralbank im Winterhalbjahr 1984/85 zunehmendem Druck ausgesetzt sehen, die Geldmenge stärker expandieren zu lassen. Dafür spricht, daß die konjunkturellen Schwächetendenzen wohl immer mehr zutage treten werden. Einer geldpolitischen Lockerung werden sich dann wahrscheinlich die meisten anderen Notenbanken anschließen, auch wenn sich der Dollar nicht abwertet.

43. Aufgrund der nun seit einem Jahr verlangsamten Geldmengenerweiterung in den Industrieländern, die kaum dem Potentialwachstum Rechnung trug, wird erwartet, daß Nachfrage und Produktion bis weit in das Jahr 1985 hinein in den meisten Ländern nur verhalten zunehmen werden. Die konjunkturelle Entwicklung wird in den Vereinigten Staaten kaum wesentlich günstiger sein als in Westeuropa, zumal damit zu rechnen ist, daß die Importquote der amerikanischen Wirtschaft wegen des hohen Dollarkurses noch weiter steigt. Auch Japan wird sich der weltweiten Konjunkturabkühlung kaum entziehen können, wenn die bislang so dominierenden Impulse vom Export schwächer werden. Mit der erwarteten Lockerung der Geldpolitik verbessern sich jedoch weltweit die Voraussetzungen dafür, daß sich die konjunkturelle Expansion im späteren Verlauf des Jahres 1985 verstärken wird. Bleibt es bei den gegenwärtigen großen Unterschieden in den Angebotsbedingungen, so könnte dann die Aufwärtsentwicklung in den Vereinigten Staaten und Japan abermals entscheidend kräftiger ausfallen als in Westeuropa.

44. Die seit Mitte 1984 auch in den Vereinigten Staaten zu beobachtende konjunkturelle Abkühlung wird zur Folge haben, daß 1985 das reale Bruttosozialprodukt der Industrieländer insgesamt nur um etwa 2,5 vH höher sein wird als im Jahr 1984 (Tabelle 1), das gegenüber 1983 vermutlich einen Anstieg von rund 4,5 vH aufweisen wird. Die westeuropäischen Länder werden in beiden Jahren mit etwa 2 vH den schwächsten Produktionsanstieg verzeichnen. Die Inflationsrate dürfte mit etwa 4,5 vH etwas niedriger ausfallen als 1984 (5 vH). Dabei ist für eine Reihe von westeuropäischen Ländern, die bislang am oberen Rande der Inflationsskala rangierten, im Vorjahrsvergleich eine weitere spürbare Abflachung des Preisanstiegs zu erwarten. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt wird in den meisten Ländern unbefriedigend bleiben; in Westeuropa wird die Arbeitslosigkeit vermutlich ein noch höheres Niveau erreichen.

## Summary

### Industrial Countries: Cyclical Decline

The economic recovery of the industrial countries continued in 1984, but only the United States exhibited a strong and internally sustained upswing. Japan has been able to benefit the most from the strong demand for imports in the United States owing to its narrow economic ties to North America and its general competitiveness. Western Europe could also benefit from increased exports to the United States although this was not sufficient to start up a strong economic recovery. Like before structural impediments appear to be the reason for it. The pronounced divergence in the economic dynamics on both sides of the Atlantic is especially evident as regards employment which has increased by 6 percent in the United States since the end of 1982 while it diminished further in Western Europe.

Since the middle of 1984 the economic expansion has also slowed down in the United States. After one and a half years of economic recovery this seems to be quite normal considering the experience of previous cycles. The reason seems also to be typical: Central banks turned to a restrictive monetary policy after having previously conducted an expansionary policy to pull the economies out of recession. This time, however, the monetary stimulus was reduced since mid-1983, thus at a time when the upswing had barely started. Undoubtedly fears of rekindling inflation have played a more dominant role than before. The "go-phase" was followed as usual by a cyclical recovery; the monetary "stop-phase" began recently to exert its influence.

The growth of M1 decreased in the industrial countries from 12 percent in winter 1982/83 down to 5 percent since early 1984. The deceleration compares to 1973/74 and 1979/80. This time, however, inflation rates diminished appreciably at the same time. As a consequence the real money supply decelerated less pronouncedly and it did not contract. Measured this way, the monetary development is similar to 1976/77 which was followed by a growth recession only.

Investment activity in the last two years picked up although utilization of existing capacity increased only little in many cases. The future development of investment in the individual countries will depend decisively on the expected rates of profit. The chances in this regard in the United States and Japan appear to be more favorable than in Western Europe. The profitability of investment in Western Europe continues to be impaired by both fiscal and wage policy. This fact does not give ground to the hope that a strong and steady recovery will take place in the Western European countries and that they might even replace the United States and Japan in their role as flagships of the world economy. Consequently, it is not to be expected that the Western European currencies will appreciate strongly with respect to the US-Dollar.

The course of monetary policy in the United States is not unequivocally foreseeable. Taking the preannounced corridor as reference a clearly more expansive stance appears to be possible. The central bank, on the other hand, seems to be bent on not giving the impression of accommodating the large Federal deficits in order to prevent expectations of higher inflation. Moreover, the Fed does not seem to share the widespread opinion that the trend of potential growth in the United States has shifted substantially upwards. It cannot therefore be clearly concluded that the Fed will quickly react to the declining economic activity with a looser monetary policy while the Federal deficit increases further at the same time.

We think it is possible that until early 1985 some measures will be passed through Congress which would reduce the size of the deficit in the next years. There might be some cuts of social security payouts or even a reduction in growth of defense spending. The Government avowed intention to reform the tax system will not allow a quick agreement as regards tax changes although the purported goal is not a net increase in taxation. This does not exclude effects of the debate on the course of economic events in 1985.

With a continued decline of economic growth, the Fed will feel itself under pressure to increase the rate of monetary expansion in the winter of 1984/85 even when it does not appear foreseeable that the Federal deficit gets reduced. Such a looser monetary policy might then be followed by other central banks even if the Dollar does not depreciate.

The decrease in the rate of monetary expansion below the potential real growth to be observed in the industrial countries since more than one year does not allow to expect more than a moderate increase of demand and production until well into 1985. The United States economy during this phase will barely be able to have a stronger expansion of production than Western Europe, especially considering a continued increase of its imports due to the Dollar's strength. In Japan, a weakening of the induced export impulses might also bring about a decline of economic activity. The preconditions for an increased rate of economic expansion in the later course of 1985 will be, however, improved with the expected increase in the rate of monetary growth. This would mean, however, that the economies of the United States and Japan would again grow stronger than those in Western Europe if the present marked differences between both groups concerning supply elasticities are not corrected.

The slowdown in economic activity to be observed in the United States since the middle of 1984 will contribute to a decline of real growth in the industrial countries from 4.5 percent in 1984 down to 2.5 percent in 1985 (year over year). The Western European countries will exhibit only a 2 percent growth. The inflation rate might fall somewhat in 1985 after 5 percent in 1984. Herewith, inflation rates are expected to be clearly further reduced in those Western European countries which have until now exhibited comparatively higher inflation. The labor market situation will remain unsatisfactory in most countries. Unemployment in Western Europe will reach presumably a new high.