

Der Open-Access-Publikationsserver der ZBW – Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft
The Open Access Publication Server of the ZBW – Leibniz Information Centre for Economics

Schatz, Klaus-Werner

Working Paper

Aufschwung läßt nach - konjunkturpolitischer Handlungsbedarf? Thesen zum 37. Kieler Konjunkturgespräch

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 138

Provided in cooperation with:

Institut für Weltwirtschaft (IfW)

Suggested citation: Schatz, Klaus-Werner (1988) : Aufschwung läßt nach - konjunkturpolitischer Handlungsbedarf? Thesen zum 37. Kieler Konjunkturgespräch, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 138, <http://hdl.handle.net/10419/48071>

Nutzungsbedingungen:

Die ZBW räumt Ihnen als Nutzerin/Nutzer das unentgeltliche, räumlich unbeschränkte und zeitlich auf die Dauer des Schutzrechts beschränkte einfache Recht ein, das ausgewählte Werk im Rahmen der unter

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen> nachzulesenden vollständigen Nutzungsbedingungen zu vervielfältigen, mit denen die Nutzerin/der Nutzer sich durch die erste Nutzung einverstanden erklärt.

Terms of use:

The ZBW grants you, the user, the non-exclusive right to use the selected work free of charge, territorially unrestricted and within the time limit of the term of the property rights according to the terms specified at

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen>
By the first use of the selected work the user agrees and declares to comply with these terms of use.

KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE

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

138

Aufschwung läßt nach - Konjunkturpolitischer Handlungsbedarf?

Thesen zum 37. Kieler Konjunkturgespräch

INHALTSVERZEICHNIS

I. Industrieländer: Der Aufschwung läßt nach.....	3
1. Hohe Auslastung der Sachkapazitäten	8
2. Engpässe auf dem Arbeitsmarkt der Vereinigten Staaten - Arbeitslosigkeit in Europa weiterhin hoch	9
3. Risiken der amerikanischen Geldpolitik.....	13
4. Ausblick	14
5. Internationale Koordination der Wirtschaftspolitik - im Interesse aller?	18
II. Bundesrepublik Deutschland: Konjunktur- oder Wachstumsschwäche?	24
1. 1988: Aufschwung setzt sich in mäßigem Tempo fort - 1989: Konjunkturrisiken werden größer.....	24
2. Zur wirtschaftspolitischen Diskussion: Konjunktur- oder wachstumspolitischer Handlungsbedarf?	29
3. Mehr Freizügigkeit am Arbeitsmarkt nötig.....	37
4. Wechselkursorientierung gefährdet Glaubwürdigkeit der Geldpolitik....	39

Dieser Bericht wurde erstellt von den Mitarbeitern der Abteilung "Konjunktur" (Leitung: K.-W. Schatz). Abgeschlossen am 1. März 1988.

CIP-Titelaufnahme der Deutschen Bibliothek

Aufschwung lässt nach - konjunkturpolitischer

Handlungsbedarf? : Thesen zum 37. Kieler Konjunkturgespräch
/ Inst. für Weltwirtschaft Kiel. - Kiel : Inst. für
Weltwirtschaft, 1988

(Kieler Diskussionsbeiträge; 138)

ISBN 3-925357-53-X

NE: Kieler Konjunkturgespräch <37, 1988>; Institut für Weltwirtschaft
<Kiel>; GT



Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

Postfach 43 09, D-2300 Kiel 1

Alle Rechte vorbehalten

Ohne ausdrückliche Genehmigung ist es auch nicht

gestattet, den Band oder Teile daraus

auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen

Printed in Germany

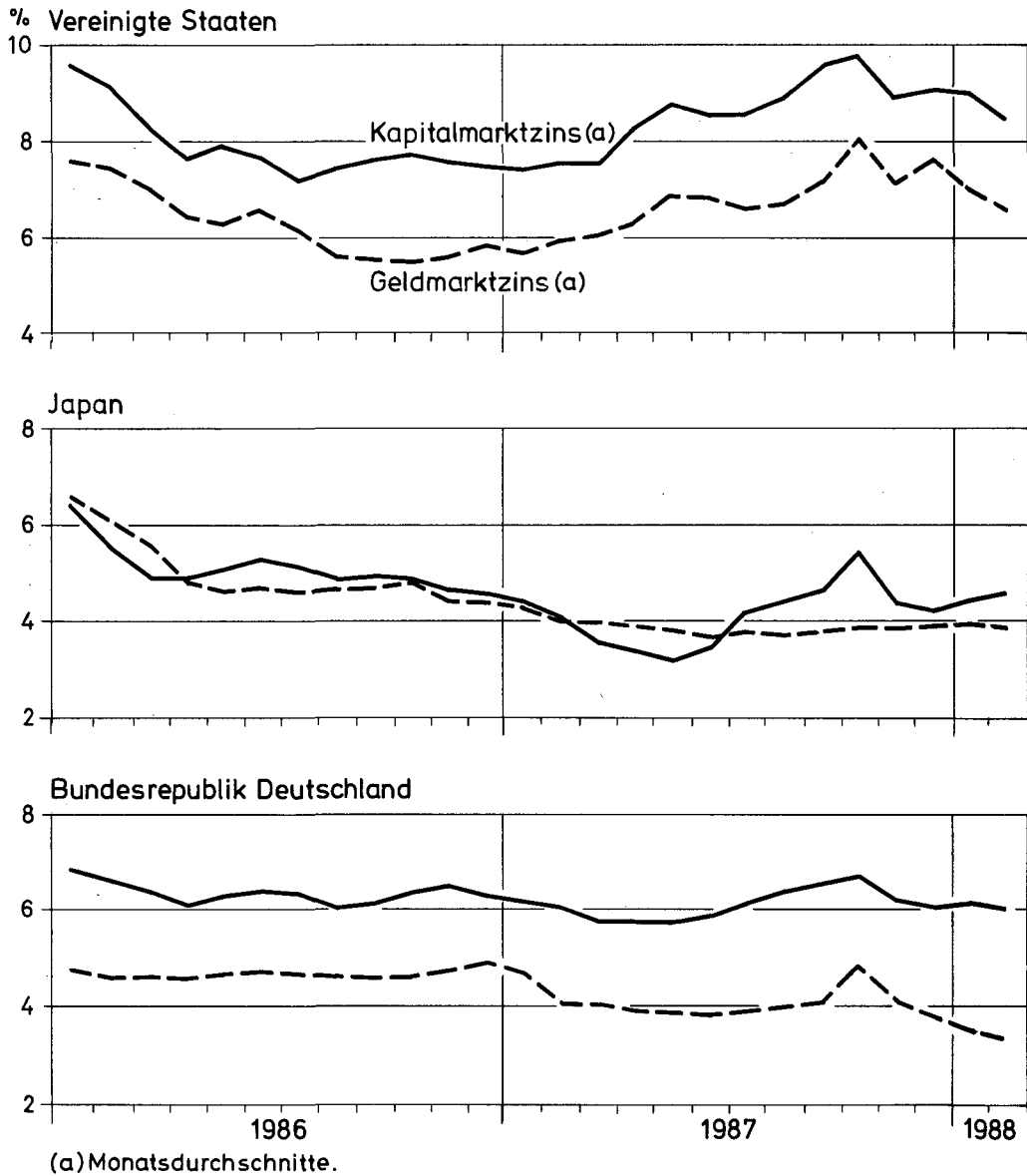
ISSN 0455-0420

I. INDUSTRIELÄNDER: DER AUFSCWUNG LASST NACH

1. Der konjunkturelle Aufschwung in den Industrieländern, der gegen Jahresende 1982 begann, setzte sich auch 1987 fort. Das Expansionstempo blieb aber, wie schon im Vorjahr, mäßig. Im Winterhalbjahr 1986/87 war der Produktionsanstieg in Europa und in Japan ins Stocken geraten, vor allem als Folge des vorangegangenen starken Dollarkursfalls, der die Exporte geschwächt und die Investitionsneigung gedämpft hatte. Im Frühjahr 1987 stabilisierte sich der Dollar. Die konjunkturell anregenden Wirkungen der Geldpolitik, die seit geraumer Zeit eine kräftige Ausweitung der Geldmenge zugelassen hatte, gewannen wieder die Oberhand. Die Auslastung des Produktionspotentials in den Industrieländern nahm zu, und die Arbeitslosigkeit erhöhte sich nicht mehr. Der Preisauftrieb, der sich seit Ende 1986 beschleunigt hatte, flachte im Herbst 1987 ab. Weil auch die Finanzpolitik insgesamt gesehen nicht restriktiv wirkte, waren die Bedingungen für ein Fortdauern der wieder kräftigeren konjunkturellen Aufwärtstendenz über das Jahr hinaus günstig.

2. Mit dem tiefen Sturz der Aktienkurse im Oktober und dem erneuten Dollarkursfall schien dies in Frage gestellt zu sein. Die vielfach gezogenen Parallelen zu dem Aktienkurssturz 1929 und der ihm folgenden wirtschaftlichen Depression erwiesen sich jedoch als falsch. Damals war die Geldpolitik auf einen scharfen Restriktionskurs gegangen; im Oktober 1987 weitete sie die Geldversorgung der Wirtschaft dagegen sofort aus, um möglichen Liquiditätsengpässen zu begegnen. In den Vereinigten Staaten beispielsweise nahm die monetäre Basis, die die Zentralbank sehr gut kontrollieren kann, im Oktober drastisch zu. Die Zinsen auf den Geld- und Kapitalmärkten, die zuvor deutlich gestiegen waren, gingen zurück, blieben aber über dem zuvor erreichten Tiefstand (Schaubild 1). Der Dollarkurs, der seit dem Frühjahr 1987 auf demselben Niveau verharret hatte, fiel kräftig. Nachdem die durch die Börsenereignisse hervorgerufene Furcht vor Zusammenbrüchen auf den Finanzmärkten überwunden war, kehrte die Geldpolitik in den Industrieländern auf den Kurs zurück, den sie zuvor verfolgt hatte. In den Vereinigten Staaten wurde die monetäre Basis bis zum Jahresende sogar konstant gehalten, nachdem die Zuwachsraten schon von der Jahreswende 1986/87 bis zum Sommerhalbjahr auf rund 5 vH reduziert worden waren. In den beiden Vorjahren waren sie fortlaufend höher ausgefallen und hatten zum Jahresende 1986 schließlich 15 vH erreicht. In Westeuropa und in Japan blieb es bei der expansiven Politik, die seit längerem vor

Schaubild 1 - Kapital- und Geldmarktzinsen in den Vereinigten Staaten, Japan und der Bundesrepublik Deutschland 1986-1988



Quelle: The Economist, lfd. Jgg; eigene Berechnungen.

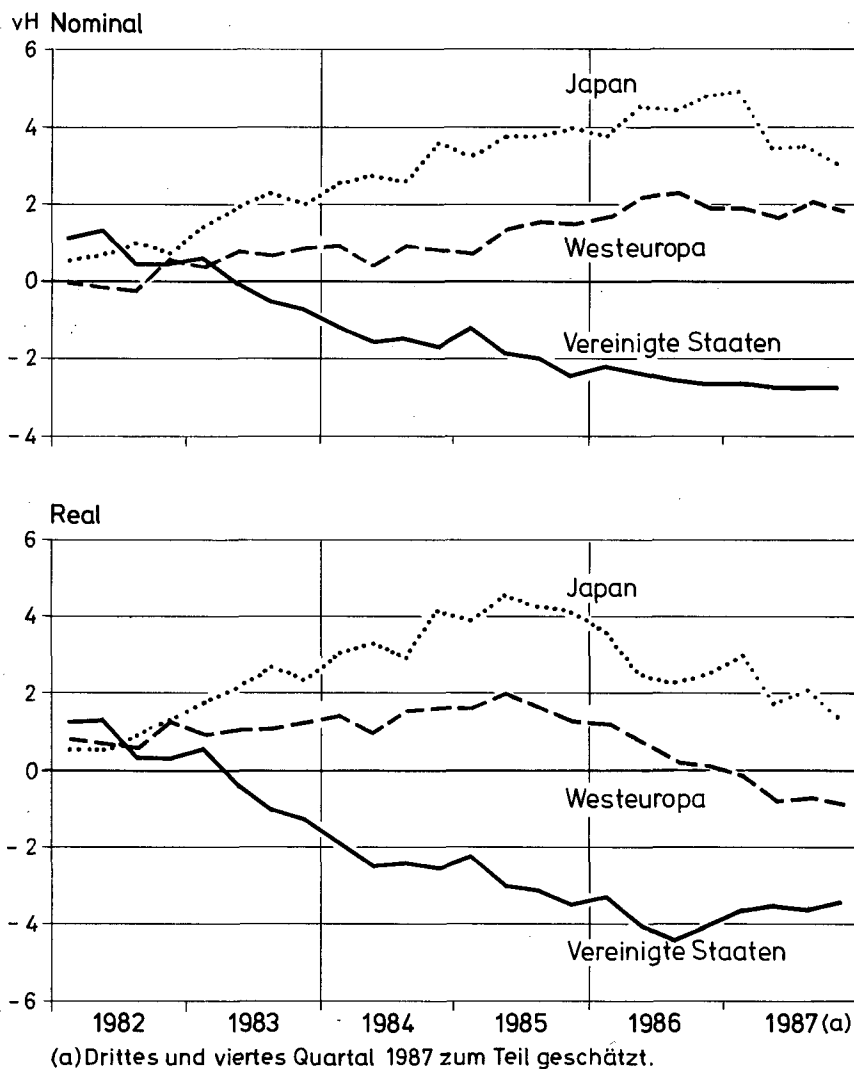
allem mit dem Ziel verfolgt worden war, dem Fall des Dollarkurses zu begegnen. Im Dezember vergangenen Jahres bekannten sich die Regierungen der führenden Industrieländer erneut zu einer Stabilisierung der Wechselkurse. Seit Januar dieses Jahres ist der Dollarkurs, bei allerdings spürbaren Schwankungen, tendenziell nicht mehr gefallen.

3. Zwar liegen noch zu wenige Informationen vor, um ein detailliertes Bild der konjunkturellen Entwicklung nach den Börsenturbulenzen zeichnen zu können; soweit aber Indikatoren verfügbar sind, lassen sie erkennen, daß sich die Grundtendenz kaum geändert hat. Insbesondere ist es in den Industrieländern nicht zu dem vielfach befürchteten Einbruch der Konsumnachfrage gekommen. Die Inlandsnachfrage insgesamt expandierte in Japan und Westeuropa weiter. In der Industrie ließen Produktion und Auftragseingänge keine besondere Abschwächung erkennen. Dagegen scheinen in den Vereinigten Staaten die Verbrauchs- und die Investitionsneigung gedämpft worden zu sein. Dort ist im vierten Quartal des zurückliegenden Jahres das Sozialprodukt mit einer laufenden Jahresrate von 4,5 vH zwar ebenso kräftig wie im Vorquartal angestiegen; auch die Inlandsnachfrage erhöhte sich spürbar. Dies war jedoch vor allem durch Lageraufstockungen und staatliche Käufe bedingt. Der private Konsum und die Unternehmensinvestitionen sind deutlich geschrumpft. Ob dieser Rückgang im vollen Ausmaß durch Schocks infolge des Aktienkursfalls vom Oktober bedingt ist und neuerlich aufgekommene Rezessionsbefürchtungen begründet sind, erscheint aber zweifelhaft. Die einzelnen Aggregate schwanken nämlich erheblich. So waren die Konsumausgaben im ersten Quartal 1987 gefallen, im zweiten und besonders im dritten, bedingt durch Rabattaktionen im Automobilhandel, dagegen erheblich gestiegen. Überdies setzte die Verbrauchsabnahme schon im September ein, also vor den Börsenturbulenzen. Gegen eine starke Beeinträchtigung der Konjunktur sprechen auch der lebhaftere Auftragseingang und die spürbare Ausweitung der Produktion bei den Industrieunternehmen. Dazu trug sicherlich die kräftige Zunahme der Exporte bei.

4. In den Vereinigten Staaten war im Jahr 1987 insgesamt die Umorientierung der Wirtschaft von der Binnen- zur Auslandsnachfrage prägend. Bestimmend war dafür der Zinsanstieg, der die Ausweitung der Inlandsnachfrage und zusammen mit dem niedrigeren Dollarkurs die Zunahme der Importe dämpfte. Die Zuwachsrate des privaten Verbrauchs ging auf knapp 2 vH zurück und sank damit gegenüber dem Vorjahr um fast zweieinhalb Prozentpunkte. Dafür war neben dem Zinsanstieg eine geringere Zunahme der verfügbaren Einkommen maßgebend, wozu der Rückgang der Reallöhne beitrug. Zwar stiegen die Ausrüstungsinvestitionen infolge der besseren Ertragsaussichten der Unternehmen durch den niedrigeren Dollarkurs und die sinkenden Reallöhne wieder etwas, aber die Bauinvestitionen, die 1986 noch kräftig ausgeweitet worden waren, schrumpften. Erstmals im laufenden Aufschwung wurden 1987 die Ausfuhren bei einem Anstieg um 13 vH rascher als die Einfuhren (7 vH) erhöht. Im Vorjahr waren die Importe mit 10 vH noch gut dreimal schneller

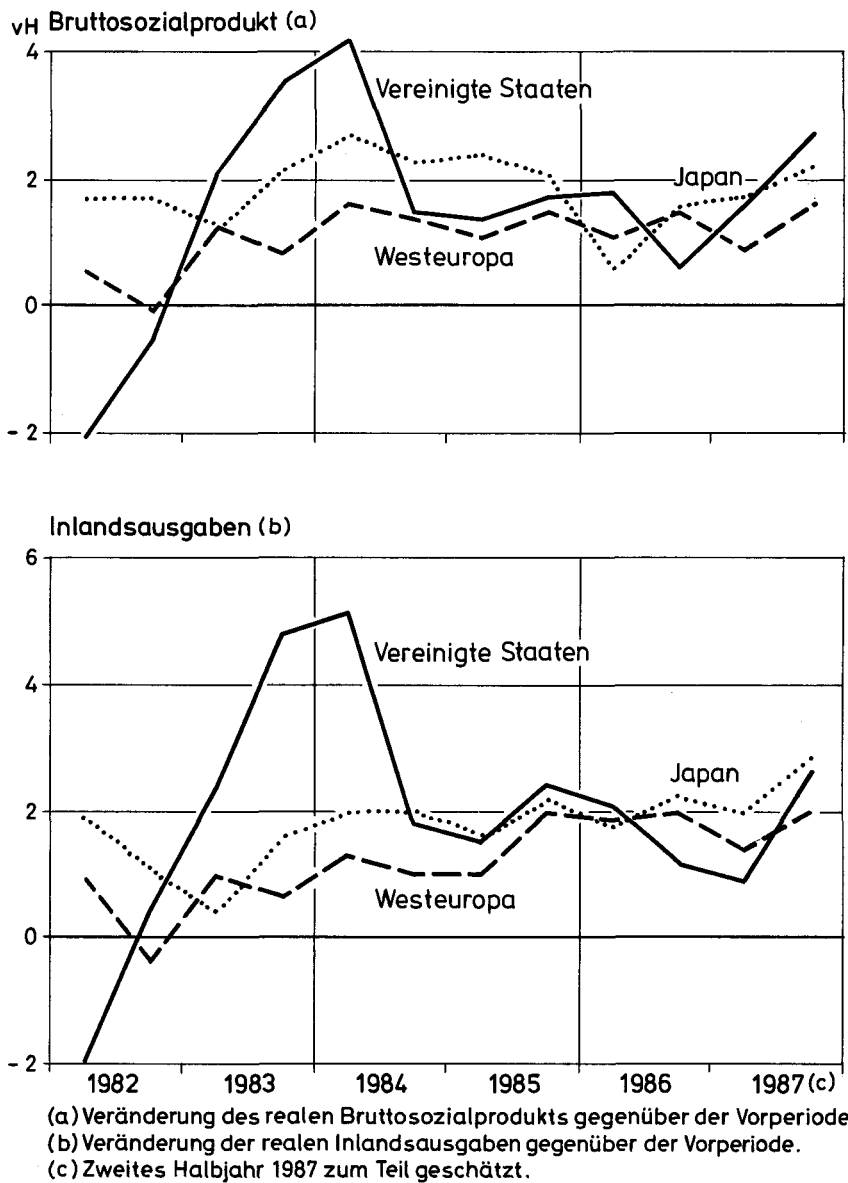
als die Exporte expandiert. Der Rückgang der Importüberschüsse betrug einen halben Prozentpunkt des Sozialproduktsanstiegs (Schaubild 2) und glich die schwächere Zunahme der Inlandsausgaben aus (Schaubild 3). Damit ist die Verringerung des realen Einfuhrüberschusses weiter vorangekommen. In der Leistungsbilanz zeigt sich der Umschwung wegen der starken, durch die Dollarabwertung bedingten Verteuerung der Importe noch nicht so deutlich.

Schaubild 2 - Anteil der Nettoexporte der Vereinigten Staaten, Japans und Westeuropas in vH des Bruttosozialprodukts 1982-1987



Quelle: OECD, Quarterly National Accounts. Paris, lfd. Jgg; eigene Berechnungen.

Schaubild 3 - Entwicklung des realen Bruttosozialprodukts und der realen Inlandsausgaben in den Vereinigten Staaten, Japan und Westeuropa 1982-1987



Quelle: OECD, Quarterly National Accounts. Paris, lfd. Jgg.; eigene Berechnungen.

5. In Europa und in Japan stützte im Unterschied zu den Vereinigten Staaten die Inlandsnachfrage die Konjunktur und übertraf mit ihrem Zuwachs den der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Neben der expansiven Geldpolitik, die hier wie dort verfolgt wurde, war dafür in Japan maßgeblich, daß die Finanzpolitik durch Aus-

gabenprogramme zusätzliche Nachfrage anregte. In Westeuropa blieb die Finanzpolitik zumeist auf einem mittelfristig ausgerichteten, konjunkturell neutralen Kurs. Außerdem war es hier vor allem der private Verbrauch, der die Expansion trug, in Japan waren es jedoch zusätzlich die Investitionen. Der private Verbrauch stieg hier trotz nominal geringerer Lohnerhöhungen stärker als im Vorjahr, weil infolge zunehmender Beschäftigtenzahl, nunmehr sogar stabiler Preise und Steuersenkungen das verfügbare Einkommen kräftiger ausgeweitet wurde. Dies begünstigte bei noch sinkendem Zinsniveau auch die Bauinvestitionen. In Westeuropa haben die Investitionen im Vorjahresvergleich in einigen Ländern zwar zugenommen, insgesamt gesehen aber keine Dynamik entfaltet.

6. Mit der Inlandsnachfrage als Haupttriebkraft der Aufwärtsentwicklung und der Höherbewertung ihrer Währungen haben die Importe Europas und Japans stärker als die Exporte zugenommen; eine deutliche Verringerung der Leistungsbilanzüberschüsse Japans und der Bundesrepublik Deutschland ist absehbar. In einigen westeuropäischen Ländern ist die Leistungsbilanz im Sog der Inlandsnachfrage ins Defizit geraten, so im Vereinigten Königreich, in Frankreich und Italien.

Insgesamt hat das Sozialprodukt in den Industrieländern 1987 um 3 vH zugenommen. Das Expansionstempo war in Japan mit knapp 4 vH um einen reichlichen Prozentpunkt höher, in den Vereinigten Staaten mit 3 vH und in Westeuropa mit 2,5 vH ungefähr gleich hoch wie 1986.

1. Hohe Auslastung der Sachkapazitäten

7. In den Industrieländern ist die Auslastung des Produktionspotentials weiter gestiegen. In der Industrie ist sie fast überall wieder so hoch, wie sie es im Jahr 1979 war, als der zurückliegende Aufschwung seinen Höhepunkt erreicht hatte. Die Ausweitung der Produktion wird also mehr und mehr durch Engpässe behindert. Die sachlichen Produktionskapazitäten sind im Verlauf des jetzigen Aufschwungs etwa ebenso rasch ausgeweitet worden wie im zurückliegenden. Nahmen die privaten Investitionen (ohne Wohnungsbau), die für den Anstieg der Sachkapazitäten bestimmend sind, in den fünf Jahren von 1976 bis 1980 um insgesamt rund 28 vH zu, so waren es in den ebenfalls fünf Jahren von 1983 bis 1987 schätzungsweise 26 vH. Auch die Zunahme des Sozialprodukts fiel jetzt mit 17 vH ähnlich groß aus

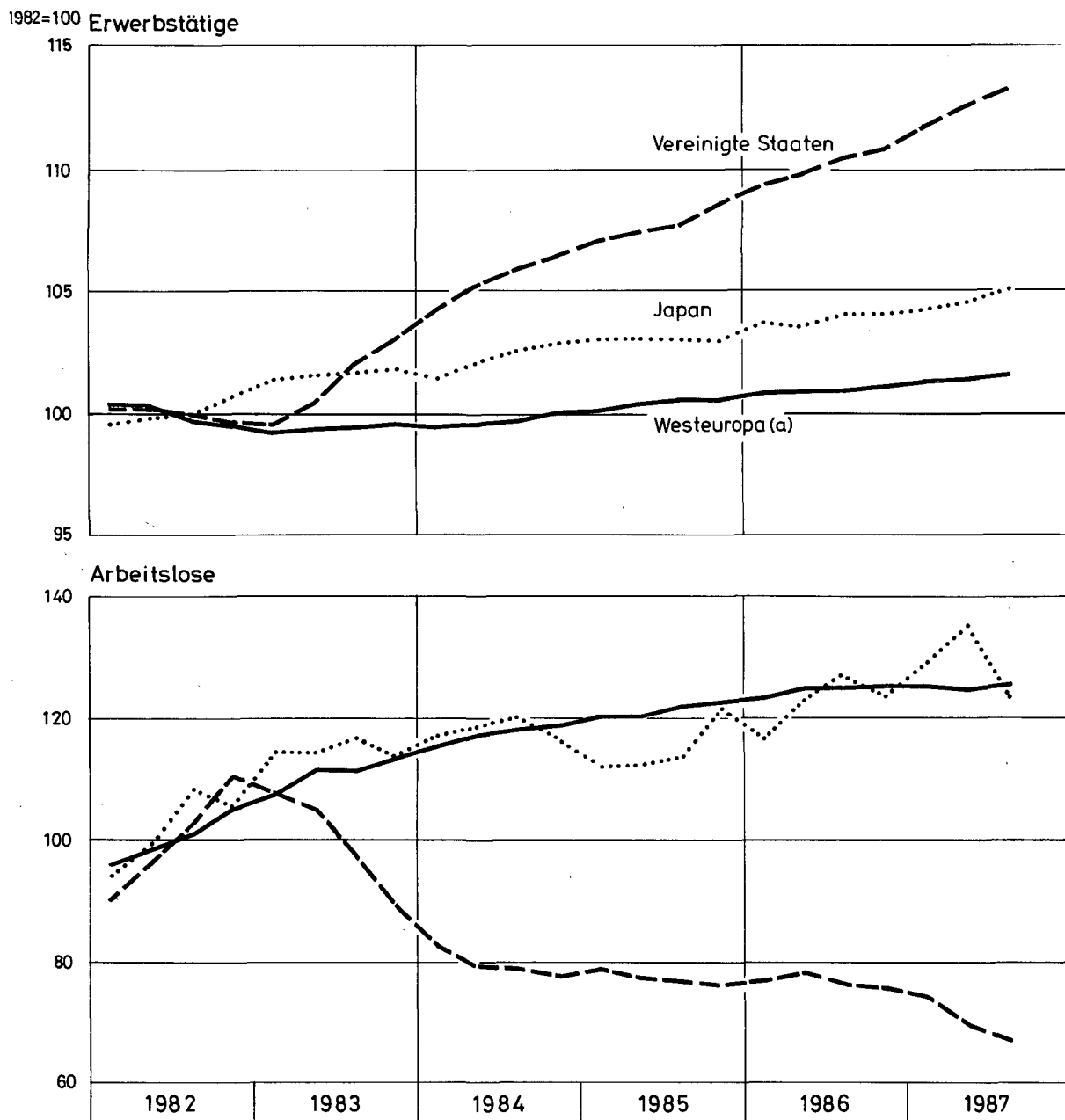
wie damals (18 vH). Dies deutet darauf hin, daß auch in der Gesamtwirtschaft die Auslastung der Sachkapazitäten genauso hoch ist wie beim konjunkturellen Höhepunkt des zurückliegenden Aufschwungs. Bei der Ausweitung der Sachkapazitäten gibt es zwischen den einzelnen Ländern beträchtliche Unterschiede. In den Vereinigten Staaten nahmen die Investitionen in der ersten Periode um zwei Prozentpunkte weniger als im Durchschnitt der Industrieländer zu, in der zweiten Periode waren es rund vier Prozentpunkte weniger. In Japan wurden die Investitionen in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre in gleichem Maße wie im Industrieländerdurchschnitt ausgeweitet; in den Jahren 1983-1987 war ihr Anstieg um 20 Prozentpunkte größer. In Europa war die Investitionsaktivität schon in den Aufschwungsjahren 1976-1980 wenig ausgeprägt; wie damals wurden die Investitionen auch im laufenden Aufschwung nur um 20 vH gesteigert, wenngleich es von Land zu Land deutliche Unterschiede gibt.

2. Engpässe auf dem Arbeitsmarkt der Vereinigten Staaten - Arbeitslosigkeit in Europa weiterhin hoch

8. Obschon die Investitionen in den Vereinigten Staaten im zurückliegenden und besonders im laufenden Aufschwung weniger als im Industrieländerdurchschnitt ausgeweitet wurden, fiel die Zunahme des Sozialprodukts in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre gleich hoch, in den achtziger Jahren sogar beträchtlich höher als in den übrigen Industrieländern aus. Dies hängt damit zusammen, daß die Beschäftigung in den Vereinigten Staaten jeweils sehr kräftig stieg und so das Produktionspotential mehr als die Sachkapazitäten ausgedehnt werden konnte. Darüber hinaus konnte die Arbeitsproduktivität im gegenwärtigen Aufschwung noch etwas rascher als in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre erhöht werden.

Seit Beginn des laufenden Aufschwungs sind mehr als 13 vH oder reichlich 13 Mill. Arbeitsplätze zusätzlich entstanden (Schaubild 4). Die Arbeitslosenquote ist zurückgegangen und betrug zuletzt nur noch 5,8 vH. Sie ist damit so niedrig wie 1979, als die Vereinigten Staaten den Höhepunkt des zurückliegenden Aufschwungs verzeichneten. Auch hat sich die Erwerbsquote seit 1982 nochmals um zwei Prozentpunkte auf rund 66 vH erhöht, wobei insbesondere die Erwerbsbeteiligung der Frauen stark gestiegen ist. Noch Mitte der siebziger Jahre betrug die Erwerbsquote nur 61 vH. Richtig ist, daß die Zunahme der Zahl der Beschäftigten mit

Schaubild 4 - Beschäftigung und Arbeitslosigkeit in den Vereinigten Staaten, Japan und Westeuropa 1982-1987



Quelle: OECD, Quarterly Labour Force Statistics. Paris, lfd. Jgg.

sinkenden Reallöhnen einherging. Aber dies ist der Preis, der gezahlt werden muß, wenn die Investitionsdynamik zu gering ist, um eine rasche Steigerung der Arbeitsproduktivität und einen hohen Beschäftigungsstand gleichzeitig zu erlauben.

9. Inzwischen macht sich in vielen Regionen und Branchen der Vereinigten Staaten Arbeitskräfteknappheit bemerkbar. Weil das Produktionspotential in sachlicher und personeller Hinsicht weitgehend ausgeschöpft ist und das Arbeitskräfteangebot über den demographisch bedingten Zuwachs von rund 1,5 vH hinaus kaum noch ausgeweitet werden kann, dürfte das wirtschaftliche Expansionstempo nunmehr weitgehend von der Zunahme der Investitionen, also der Bildung neuen Sachkapitals, und der Steigerung der Produktivität bestimmt sein. Die Investitionstätigkeit hat aber nachgelassen; im Durchschnitt der Jahre 1986 und 1987 stagnierten die Unternehmensinvestitionen, während sie in den ersten drei Aufschwungsjahren um insgesamt fast 25 vH zugenommen hatten. Sollen Zuwächse beim Sozialprodukt erzielt werden, die in der Größenordnung des Durchschnitts der Zuwächse im laufenden Aufschwung liegen, dann müßten die Investitionen wieder sehr viel rascher steigen. Dafür sind jedoch keine Indizien vorhanden. Somit muß für die Vereinigten Staaten mit geringeren Expansionsraten gerechnet werden als bislang.

10. Das amerikanische Beispiel belegt, daß eine geringe Sachkapitalbildung weder mit hoher Arbeitslosigkeit einhergehen muß, wie sie in Westeuropa herrscht, noch den Anstieg des Produktionspotentials begrenzen muß, solange das Erwerbspersonential noch nicht ausgeschöpft ist und die Löhne flexibel sind. In Westeuropa hat sich vom Beginn des laufenden Aufschwungs bis zuletzt die Zahl der Erwerbstätigen zwar um reichlich 4 Millionen oder rund 3 vH erhöht, dabei stieg die Arbeitslosigkeit aber weiter an, seit 1986 stagniert sie (Schaubild 4). Die Erwerbsbeteiligung ist dabei ungefähr gleich geblieben. Die schwache Zunahme der Beschäftigung macht auch deutlich, warum der Auslastungsgrad des Produktionspotentials in weiten Teilen Westeuropas gegenwärtig schon so hoch wie 1979 ist, obschon der Aufschwung dieses Mal mit einer Zunahme der Produktion um insgesamt 13 vH deutlich weniger stark als damals (16 vH) und im Durchschnitt der Industrieländer (17 vH) ist. Die mangelnde Dynamik auf dem Arbeitsmarkt hat ihre wesentlichen Ursachen in der starken Verteuerung des Produktionsfaktors Arbeit im Vergleich zu anderen Produktionsfaktoren in den siebziger Jahren (1) und in

(1) Vgl. Michael Bruno, Jeffrey D. Sachs, *Economics of Worldwide Stagflation*. Oxford 1985.

zahlreichen Schutzvorschriften für Arbeitskräfte, die die Schaffung von Arbeitsplätzen verhindern, weil sie das Entlassen von Beschäftigten behindern (1). Ändert sich an diesen Hemmnissen nichts, bleibt ein großer Teil menschlichen Produktivkapitals weiterhin ungenutzt, das in Kombination mit einer stärkeren zeitlichen Auslastung des vorhandenen und zuwachsenden Sachkapitals oder durch das vermehrte Entstehen arbeitsintensiver Wirtschaftszweige für die Steigerung des Produktionspotentials eingesetzt werden könnte. Tatsächlich nehmen die Arbeitskosten in Europa seit 1986 wieder beschleunigt zu, und institutionelle Beschäftigungshemmnisse werden kaum verringert. Weil sich die Investitionstätigkeit 1986 und 1987 sogar wieder verlangsamt hat, ist wohl damit zu rechnen, daß die sachlichen Produktionskapazitäten eine wieder raschere Expansion hier nicht zulassen. Dazu wäre vielmehr ein sehr kräftiger Anstieg der Investitionen über einen längeren Zeitraum erforderlich, für den es keine Anzeichen gibt. Was sich somit in einem nachlassenden konjunkturellen Tempo manifestiert, sind die unbewältigten strukturellen Anpassungsprobleme.

11. In Japan hat die Arbeitslosenquote im laufenden Aufschwung kaum zugenommen; zuletzt ist sie mit der konjunkturellen Besserung wieder etwas gesunken. Die Beschäftigung ist seit 1982 um rund 5 vH ausgedehnt worden. Diese Entwicklungen sind um so bemerkenswerter, als die japanische Wirtschaft keinen geringeren strukturellen Anpassungserfordernissen als die Wirtschaft Westeuropas ausgesetzt war. Die Verteuerung von Energie und Rohstoffen zu Anfang und zu Ende der siebziger Jahre hat die Volkswirtschaft Japans eher stärker belastet, weil sie in größerem Maße importiert werden müssen. Die Konkurrenz der Schwellenländer macht sich für japanische Unternehmen nicht weniger als für europäische bemerkbar, und der Dollarkursfall seit Anfang 1985 gegenüber dem Yen war ebenso stark wie der gegenüber der D-Mark. Im Unterschied zu Westeuropa ist die Investitionsdynamik im laufenden Konjunkturzyklus aber sogar größer als im zurückliegenden und hat es erlaubt, eine rasche Ausweitung des Produktionspotentials beizubehalten.

(1) Vgl. Michael Emerson, Regulation or Deregulation of the Labour Market: Policy Regimes for the Recruitment and Dismissal of Employees in the Industrialised Countries. Commission of the European Communities, Economic Paper, No. 55, Juni 1987.

3. Risiken der amerikanischen Geldpolitik

12. Die amerikanische Wirtschaftspolitik hat sich zwei Ziele gesetzt, die schwer miteinander zu vereinbaren sind. Einerseits soll die konjunkturelle Aufwärtsentwicklung gestützt werden, dies wohl insbesondere deshalb, weil gegen Jahresende 1988 die Präsidentschaftswahlen anstehen. Andererseits soll das Leistungsbilanzdefizit verringert werden. Die Abnahme des Defizits verlangt, daß die Inlandsnachfrage gedämpft ansteigt. Die Auslastung des Produktionspotentials ist so hoch, daß nur auf diese Weise Produktionskapazitäten für den Export mobilisiert werden können. Zwar wäre es grundsätzlich möglich, Produktion für den Inlandmarkt durch Importe zu ersetzen und so die Exporte zu steigern, ohne die Inlandsnachfrage dämpfen zu müssen; dies widerspräche aber dem Ziel, das Leistungsbilanzdefizit zu verringern. Tatsächlich waren in den Vereinigten Staaten seit Ende 1986 die Geld- und die Kapitalmarktzinsen deutlich gestiegen; darin kamen wohl die Inflationserwartungen zum Ausdruck, die die über zwei Jahre sehr expansive Geldpolitik geweckt hatte. Solche Erwartungen wurden durch den deutlichen Anstieg der Preise seit Jahresende gestützt. Auf der Verbraucherstufe erhöhte sich die Jahresrate von 2,5 vH auf knapp 5 vH im Sommer. Darin drückte sich auch die abwertungsbedingt starke Verteuerung der Importe aus. Zudem nutzten amerikanische Unternehmen die ihnen so eröffneten Preiserhöhungsspielräume. Nachdem der Dollarkurs so deutlich gefallen war, schien es der amerikanischen Notenbank nunmehr angeraten, der Preisniveaustabilität wieder größere Aufmerksamkeit zu schenken. Auch waren vom Dollarkurs die Voraussetzungen für eine Verringerung des Leistungsbilanzdefizits und eine weiterhin rege Konjunktur trotz Dämpfung der Inlandsnachfrage gegeben. Zu dieser Dämpfung trug neben der langsameren Zunahme von Konsum und Investitionen bei, daß der Anstieg der Staatsausgaben spürbar verringert wurde. Absicht der amerikanischen Regierung war es, das Defizit im Bundeshaushalt zu kürzen. Tatsächlich sank es im zurückliegenden Fiskaljahr, das am 30. September 1987 endete, um ein Drittel auf 148 Mrd. US \$, wobei allerdings einmalige Steuermehreinnahmen in Höhe von 20-30 Mrd. US \$ zu berücksichtigen sind, die im Zuge der Steuerreform anfielen.

13. Der Anstieg der Importe hat sich deutlich verlangsamt, und die Ausweitung der Exporte hat so erheblich zugenommen, daß die Verringerung des Leistungsbilanzdefizits schon in diesem Jahr erreicht werden dürfte. Dieser Prozeß schien noch im Spätsommer gefährdet, als die Importe kräftig anstiegen. Maßgebliche Vertreter der Vereinigten Staaten hielten daraufhin, auch weil das konjunkturelle Ex-

pansionstempo in den Vereinigten Staaten vorübergehend nachließ, den Ländern mit einem Leistungsbilanzüberschuß vor, die Wirtschaft zu wenig zu stimulieren. Aus amerikanischer Sicht hätte die Nachfrage des Auslands noch stärker ausfallen müssen, um das Expansionstempo in den Vereinigten Staaten aufrechtzuerhalten. Weil den Forderungen nach Stimulierung nicht in ausreichendem Maße entsprochen worden war, wurde - als im Gefolge der Zinserhöhungen in den Vereinigten Staaten die Zinsen in der Bundesrepublik und in Japan stiegen und Rezessionsgefahren gesehen wurden - im Oktober von maßgeblicher Stelle in den Vereinigten Staaten angekündigt, den Dollarkurs weiter fallen zu lassen, um so für eine stärkere konjunkturelle Expansion der amerikanischen Wirtschaft zu sorgen. Damit war der Louvre-Accord vom Februar 1987 hinfällig, mit dem sich die Regierungen der führenden westlichen Industrieländer anscheinend auf eine weniger expansive Geldpolitik in den Vereinigten Staaten und eine weiterhin expansive in der Bundesrepublik Deutschland und in Japan und damit auf eine Stabilisierung der damals herrschenden Wechselkurse verständigt hatten. Der Dollar fiel. Mit dem erneuten Abkommen vom Dezember 1987 haben sich die Regierungen zwar offenbar wiederum auf eine Stabilisierung der Wechselkurse verständigt; die Frage ist aber, wie lange dieses Übereinkommen hält.

4. Ausblick

14. Im Frühjahr 1988 scheinen die Bedingungen für eine Fortsetzung des gesamtwirtschaftlichen Produktionsanstiegs in den Industrieländern nicht schlecht. Vor allem werden die expansiven Impulse der Geldpolitik wohl noch weit in das Jahr hineinwirken. Weil der Preisniveauftrieb wieder etwas geringer ist, werden die Notenbanken die Geldpolitik vorerst wohl kaum konjunkturdämpfend gestalten. Die Finanzpolitik wird nach den Haushaltsplanungen im großen und ganzen konjunkturell neutral wirken. Ein gutes Stück ist auch die Verringerung der internationalen Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite vorangekommen, die sich die Administration der Vereinigten Staaten zum Ziel gesetzt hatte, als sie den Fall des Dollarkurses betrieb. Dennoch ist die Situation wohl labiler als zu Beginn des letzten Jahres, und die konjunkturelle Entwicklung über dieses Jahr hinaus ist mit großen Risiken behaftet. Die Geldpolitik war in den Vereinigten Staaten Ende des Jahres erneut auf einen sehr expansiven Kurs gegangen. Vermutlich bedeutete dies eine nur vorübergehende Reaktion auf die Rezessionsbefürchtungen, die mit dem Rück-

gang von Konsum und Unternehmensinvestitionen im letzten Quartal des Vorjahres aufkamen, aber keine Rückkehr zu der starken Geldmengenausweitung in den Jahren 1985 und 1986. Wahrscheinlich ist, daß die Notenbank im Verlauf von 1988 zugleich versuchen wird, die Zinsen niedrig zu halten, um die konjunkturelle Entwicklung nicht zu dämpfen, und Inflationserwartungen zu bekämpfen. Letzteres spricht an sich dafür, daß sie auch einem weiteren deutlichen Fall des Dollarkurses begegnen wird, damit es nicht zu einer noch stärkeren Verteuerung der Importe kommt. Zusammengenommen läßt dies erwarten, daß die Geldmenge mehr als im zurückliegenden Jahr, aber spürbar weniger als in den beiden Jahren davor ausgeweitet wird. Weil die konjunkturellen Indikatoren stark schwanken, besteht allerdings die Gefahr, daß die Geldpolitik die Prioritäten häufig und rasch wechselt, je nachdem, welches ihrer Ziele sie jeweils für am meisten verletzt hält. Damit wirkt sie auf die Geld- und die Kapitalmärkte destabilisierend und vergrößert die Wechselkursschwankungen. Dies wird auch die Investoren in Westeuropa und Japan zu zögerlichem Verhalten veranlassen.

15. Die Verlagerung der konjunkturellen Auftriebskräfte von den binnen- auf die außenwirtschaftlich orientierten Bereiche in den Vereinigten Staaten einerseits und von der Außen- auf die Binnenwirtschaft in Westeuropa und in Japan andererseits wird auch 1988 die konjunkturelle Entwicklung in den Industrieländern bestimmen. Zwar wird die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten in diesem Jahr bemüht sein, die Zinsen niedrig zu halten; zu übersehen ist aber nicht, daß das Zinsniveau gegenwärtig beträchtlich höher als zu Beginn des letzten Jahres ist. Dies läßt insbesondere auch erwarten, daß der private Verbrauch weniger als im Vorjahr zunehmen wird. Die für den Zinsanstieg maßgeblichen Inflationbefürchtungen sind durch den Aktienkurssturz wohl nur gedämpft, aber keinesfalls beseitigt worden. Mit dem erneuten Dollarkursrückgang seit Herbst letzten Jahres ist eine weitere Verstärkung des Anstiegs der Importpreise zu erwarten. Dies vergrößert die Preiserhöhungsspielräume für amerikanische Unternehmen. Im letzten Jahr war der Preisniveauanstieg im Sommer durch die Verbilligung von Nahrungsmitteln und im Herbst und im Winter durch niedrigere Preise für Energie gedämpft worden. Auch haben der Aktienkursfall und dadurch bewirkte Rezessionsbefürchtungen die Unternehmen wohl davon abgehalten, die Preise deutlicher anzuheben. Mit dem Abklingen solcher Befürchtungen im Verlauf des Frühjahrs ist mit wieder vermehrten Preiserhöhungen zu rechnen, so daß die Erwartung eines sich verstärkenden Inflationsprozesses gestützt wird. Damit dürfte allmählich auch das Zinsniveau auf dem Kapitalmarkt wieder ansteigen. In der Finanzpolitik ist geplant, das Defizit im

Bundeshaushalt im Fiskaljahr 1988 auf rund 150 Mrd. US \$ und damit auf die Größenordnung des zurückliegenden Fiskaljahres zu begrenzen. Insgesamt muß erwartet werden, daß die Inlandsnachfrage in den Vereinigten Staaten verhaltener als im zurückliegenden Jahr zunehmen wird, weil sich die dämpfenden Wirkungen der Geldpolitik des Vorjahres stark bemerkbar machen werden.

16. Die außenwirtschaftlichen Bedingungen für die amerikanische Wirtschaft sind dagegen günstig. Mit einem Anstieg des Erdölpreises ist kaum zu rechnen; wir nehmen für die Prognose an, daß er bei 17-18 US \$ je Barrel verharren wird. Die Weltmarktpreise für industrielle Rohstoffe werden wohl kaum weiter steigen, nachdem die Verarbeiter im Vorjahr die Läger stark aufgebaut hatten und stillgelegte Kapazitäten wieder in Betrieb genommen worden sind. Die Preise für Nahrungsmittel werden dagegen eher steigen, weil die niedrigen Preise zu Produktionseinschränkungen geführt haben, während der Verbrauch weiter zunimmt. Die Notenbanken anderer Länder, insbesondere Japans und der Bundesrepublik Deutschland, werden wohl weiterhin versuchen, die Zinsen niedrig zu halten und die Wechselkurse ihrer Währungen zu stabilisieren. Angenommen wird hier, daß sich bei der unterstellten Geldpolitik in den Vereinigten Staaten einerseits und in den übrigen Ländern andererseits die Wechselkurse im Ausmaß der Inflationsdifferenzen ändern, real also ungefähr konstant bleiben. Für die D-Mark wird ein Wechselkurs in der Größenordnung von 1,60 DM je US-Dollar angenommen. Unter diesen Bedingungen sind die Absatz- und Gewinnaussichten der amerikanischen Unternehmen im Export weiterhin sehr gut. Vermutlich werden die Ausfuhren nochmals etwas stärker ausgeweitet als im Vorjahr; bei einer Zunahme des Welthandels um 3-4 vH wird der Weltmarktanteil amerikanischer Unternehmen wiederum beträchtlich steigen. Dagegen werden die Importe der Vereinigten Staaten infolge des gedämpften Anstiegs der Inlandsnachfrage und des niedrigen Dollarkurses langsamer als im zurückliegenden Jahr zunehmen. Der Beitrag der Nettoexporte zur Produktionsausweitung dürfte sich auf rund 1 vH nach 0,3 vH im Jahr 1987 erhöhen und das Leistungsbilanzdefizit erstmals leicht zurückgehen. Für das Sozialprodukt erwarten wir mit reichlich 2 vH dennoch einen niedrigeren Anstieg als 1987. Die Beschäftigung wird dabei nochmals leicht höher sein, auch weil die realen Lohnkosten kaum steigen werden; die Arbeitslosenquote wird wohl nicht weiter zurückgehen.

17. In den übrigen Industrieländern stimuliert neben der Geldpolitik im laufenden Jahr auch die Finanzpolitik die Inlandsnachfrage. In Japan ist dies aber hauptsächlich aufgrund von Ausgabenprogrammen der Fall, die im letzten Jahr in Kraft

gesetzt wurden. Ihre expansiven Wirkungen werden gegen Jahresende abklingen; neue Maßnahmen größeren Umfangs sind wohl nicht zu erwarten, weil beschlossen worden ist, durch geringeren Ausgabenanstieg einen ausgeglichenen Haushalt im Fiskaljahr 1990/91 zu erreichen. Trotz des Nachlassens der Impulse von der Finanzpolitik wird die Binnennachfrage das Jahr hindurch lebhaft expandieren. Die Gewinne der Unternehmen werden sich weiter verbessern. Damit werden die Unternehmensinvestitionen wie im Vorjahr lebhaft zunehmen. Zwar werden die Wohnungsbauinvestitionen kaum mit dem ungewöhnlich raschen Tempo des zurückliegenden Jahres ansteigen, gleichwohl wird die Ausweitung beträchtlich bleiben. Der private Verbrauch dürfte etwas stärker als im Vorjahr zunehmen; steigende Beschäftigtenzahlen, vermehrte Überstunden sowie bei verbesserten Gewinnen auch höhere Lohnabschlüsse und Bonuszahlungen lassen nämlich eine spürbar raschere Ausweitung der verfügbaren Einkommen erwarten. Weitere Steuerentlastungen werden die Kaufkraft zusätzlich stärken, obschon die Preise im Jahresverlauf deutlich steigen werden. Dagegen werden die Ausfuhren wohl wiederum nur in dem geringen Ausmaß des Vorjahres zunehmen und die Einfuhren das hohe Expansionstempo wohl ungefähr beibehalten. Damit wird der Leistungsbilanzüberschuß, auch in Dollar gemessen, 1988 zurückgehen. Trotz der dämpfenden Wirkung der Nettoexporte in der Größenordnung von einem Prozentpunkt wird der Sozialproduktsanstieg dank der kräftigen Expansion der Inlandsnachfrage mit etwa 3,5 vH ungefähr ebenso hoch wie im Vorjahr ausfallen.

18. In Westeuropa werden die Staatsausgaben etwas rascher als im Vorjahr zunehmen und die Haushaltsdefizite wieder etwas größer werden. Trotz der Steuersenkungen, die es in einzelnen Ländern gibt, werden die realen verfügbaren Einkommen und damit der private Verbrauch etwas langsamer steigen, weil die Zahl der Beschäftigten nicht mehr zunehmen, die Lohnabschlüsse nur wenig höher ausfallen und die Inflationsraten anziehen werden. Obschon die Gewinnsituation günstig bleibt, werden die Unternehmen die Investitionen weniger als im Vorjahr aufstocken, weil die Absatzaussichten vielfach als schlechter eingeschätzt werden. Zu dem zögerlichen Investitionsverhalten tragen auch die Unsicherheiten bezüglich der Wechselkursentwicklung bei. Zwar werden die Exporte wohl etwas mehr als im Vorjahr ausgeweitet werden, der Importanstieg wird sich jedoch nochmals beschleunigen. Dies bedeutet, daß sich die dämpfenden Wirkungen von den Nettoexporten vergrößern. Leistungsbilanzüberschüsse einzelner Länder werden spürbar geringer, in anderen nehmen die Defizite deutlich zu. Das konjunkturelle Expansionstempo dürfte sich im Verlauf des Jahres 1988 abschwächen. Wegen des Überhangs

am Jahresende 1987 bedeutet dies, daß der Sozialproduktsanstieg im Vorjahresvergleich noch etwa 2 vH betragen wird.

19. Für die Entwicklung im Jahr 1989 ist bedeutsam, wie die Wirtschaftspolitik gestaltet werden wird. Wahrscheinlich ist, daß gegen Ende des Jahres 1988 nach und nach wohl die meisten Industrieländer zu einer fortlaufend geringeren Geldmengenausweitung übergehen werden. Ausschlaggebend dafür wird sein, daß sich bis dahin der Preisniveauftrieb deutlich beschleunigt haben wird. In einer Reihe westeuropäischer Länder wird hinzukommen, daß die Leistungsbilanzen zunehmend größere Defizite aufweisen werden und dies die Notenbanken veranlassen wird, die inländische Absorption zu dämpfen. Ob der Politikschwenk zuerst in den Vereinigten Staaten vollzogen wird, ist offen. So sind beispielsweise im Vereinigten Königreich konjunkturelle Überhitzungserscheinungen schon jetzt unverkennbar; das Leistungsbilanzdefizit nimmt zu, in vielen Bereichen steigen die Preise beschleunigt an, und hohe Lohnabschlüsse lassen erwarten, daß sich der Preisniveauftrieb insgesamt beträchtlich verstärkt. Dies alles könnte die Notenbank schon bald zum Gegensteuern veranlassen. Auch die japanische Zentralbank hat angekündigt, daß sie steigenden Preisen sehr rasch begegnen wird. Jedenfalls werden die Notenbanken vieler Länder spätestens dann eine Kurskorrektur vollziehen, wenn die amerikanische Zentralbank die Geldmengenausweitung spürbar reduziert und sie meinen, nun ebenfalls stärker gegen Inflationsgefahren angehen zu können, ohne gleichzeitig das Risiko einer Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem Dollar laufen zu müssen. Damit zeichnet sich für 1989 eine Dämpfung der Konjunktur in den Industrieländern durch die Geldpolitik ab, so daß eine Stagnation im Verlauf des Jahres nicht ausgeschlossen werden kann.

5. Internationale Koordination der Wirtschaftspolitik - im Interesse aller?

20. Der Sturz der Aktienkurse im Oktober 1987 und der erneute Fall des US-Dollars haben den Ruf nach mehr Koordination der Wirtschaftspolitik lauter werden lassen. Es werden Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft konstatiert, die sich in nach wie vor hohen Realzinsen, hohen Leistungsbilanzüberschüssen vor allem Japans und der Bundesrepublik, dem großen Außenhandelsdefizit der Vereinigten Staaten und in einem immer noch hohen Defizit im amerikanischen Bundeshaushalt manifestieren würden. Solche Forderungen sind nicht neu. Es gab sie schon in den

siebziger Jahren; sie sind damals zum Teil befolgt worden. Somit liegen Erfahrungen vor, die berücksichtigt werden sollten, wenn jetzt solche Vorschläge für mehr Koordination wieder vorgebracht werden.

21. Bei diesen Forderungen wird meist unterstellt, die Maßnahmen, die man von seiten der Überschußländer erwartet, verursachten keine Kosten und lägen daher auch im eigenen Interesse dieser Länder. So wird behauptet, Japan und die Bundesrepublik könnten ihren Lebensstandard erhöhen, wenn sie ihre Nachfrage ankurbelten, denn das niedrige Wirtschaftswachstum der letzten Jahre und die - vor allem in Westeuropa - hohe Arbeitslosigkeit seien hauptsächlich auf einen Mangel an Nachfrage zurückzuführen. Diese Diagnose ist aber falsch. Die Kapazitätsauslastung ist nämlich bereits so hoch, daß mit einer elastischen Reaktion des gesamtwirtschaftlichen Angebots unter den bestehenden wirtschaftspolitischen Bedingungen nicht gerechnet werden kann (vgl. Ziffer 10). Die Folge wäre deshalb eine deutliche Beschleunigung der Inflation, die wiederum über kurz oder lang zu restriktiven Maßnahmen der Wirtschaftspolitik führen würde.

22. Viele argumentieren nun, daß es zwar infolge der Nachfrageexpansion einen Anstieg der Inflation geben kann, der aber hinzunehmen sei, weil dafür mit einem stärkeren Anstieg des Realeinkommens zu rechnen sei. Aber auch dies trifft nicht zu, zumindest nicht auf mittlere Sicht. Zuletzt wurde gegen Ende der siebziger Jahre mit einer ungewöhnlich kräftigen Stimulierung durch die international abgestimmte Geld- und Finanzpolitik versucht, die Arbeitslosigkeit durch eine Inkaufnahme einer höheren Inflationsrate zu senken ("Initialzündung"). Dieser Politik folgte ein so starker Anstieg der Inflationsrate, daß dann der Anlaß für die Restriktionspolitik gegeben war, die zur Stabilisierungsrezession zu Beginn der achtziger Jahre führte. Gerade dieser Fehlschlag des Experiments hatte die Teilnehmer des Wirtschaftsgipfels im Jahr 1980 zu der Aussage veranlaßt: "Inflation hemmt das Wachstum und schadet allen Bereichen unserer Gesellschaft" (1). Verwunderlich ist allerdings, daß die Befürworter der internationalen Koordination dennoch das Lokomotiven-Experiment der siebziger Jahre als Musterbeispiel für erfolgreiche Koordination ansehen (2). Dies können sie nur, wenn sie die Inflationsbeschleunigung

(1) Erklärung der Staats- und Regierungschefs zum Wirtschaftsgipfel in Venedig. In: Presse- und Informationsamt der Bundesregierung, Bulletin, Nr. 75, Bonn, 25. Juni 1980, S. 630.

(2) Die auf dem Gipfel von Bonn im Jahr 1978 beschlossenen Maßnahmen werden oft als das einzige Paket bezeichnet, das eine Koordination der Wirtschaftspolitik darstellt. Vgl. z.B. Charles R. Bean, "Macroeconomic Policy Co-ordination:

auf andere Ursachen zurückführen. Zwar ist richtig, daß die Ölpreiserhöhung 1979/80 den Preisanstieg verstärkt hat; die Inflation setzte aber schon einige Zeit vorher ein, was gut in Einklang zu bringen ist mit der zuvor sehr expansiven Geldpolitik in vielen Industrieländern (1).

23. Gegenwärtig wird das hohe Budgetdefizit der Vereinigten Staaten als ein Unsicherheitsfaktor für die weltwirtschaftliche Entwicklung angesehen. Es wird für so gravierend gehalten, daß Steuererhöhungen gefordert werden. Als Ausgleich für den erwarteten Nachfrageausfall sollen dann diejenigen Länder, die bezüglich des Budgets in einer "besseren Position" sind, ihre Defizite erhöhen. Dies bedeutete aber nur eine Umschichtung der Defizite von einem Land auf andere und widerspräche überdies der in vielen Ländern verbreiteten Politik der letzten Zeit, die darauf abzielte, die Haushaltsdefizite abzubauen und den Staatsanteil zu verringern. Viele halten die Kürzung des Budgetdefizits in den Vereinigten Staaten auch für erforderlich, damit die (Real-)Zinsen zurückgehen können; trifft der von diesen Ökonomen vertretene enge positive Zusammenhang zwischen Budgetdefiziten und Zinsen zu, dann werden die Zinsen aber nicht sinken, wenn, wie sie verlangen, andere Länder zum Ausgleich für den weltwirtschaftlichen Nachfrageausfall infolge von Kürzungen der Defizite in den Vereinigten Staaten ihrerseits eine expansive Finanzpolitik verfolgen.

24. Vielfach wird in wirtschaftspolitischen Kommuniqués gefordert, daß durch eine international abgestimmte Politik außenwirtschaftliche "Ungleichgewichte" verringert werden sollen. Der Ausgleich von Leistungsbilanzen kann aber kein sinnvolles Ziel der Wirtschaftspolitik sein (2). Im Gegensatz zu Arbeitslosigkeit und Inflation sind Leistungsbilanzsalden kein Indiz dafür, daß es in einer Volkswirtschaft Fehlallokationen von Ressourcen gibt. Solche Verzerrungen entstehen nur dann, wenn Regierungen und Notenbanken in den internationalen Handel und Kapitalverkehr eingreifen. So wird die Höhe von Leistungsbilanzsalden von protektionistischen Maßnahmen einzelner Länder beeinflusst, aber auch von Devisenmarktinterventionen. Beispielsweise sind die 1987 kräftig gestiegenen Währungsreserven der Bundesrepublik Deutschland, Japans und Taiwans ein Indiz dafür, daß der Wechselkurs der

Theory and Evidence". Recherches Economiques de Louvain, Vol. 51, 1985, S. 267-283.

(1) Vgl. hierzu auch Dietmar Gebert, Joachim Scheide, Die Lokomotiven-Strategie als wirtschaftspolitisches Konzept. Kiel 1980.

(2) Vgl. Herbert Stein, "Unbalanced over 'Imbalances'". Wall Street Journal, 15.1.1988, S. 8.

Währungen dieser Länder gegenüber dem Dollar künstlich hoch gehalten wurde. Diese Unterbewertung kommt einer Subventionierung des Exports gleich, also der Konsumenten und Investoren im Ausland und der inländischen Produzenten im Export- und Importsubstitutionsbereich. Ein Verzicht auf Interventionen zur Stützung des Dollars würde zu einer rascheren Verringerung der derzeit bestehenden Überschüsse und Defizite führen. Salden, die dann noch bestehen, sollten nicht noch weiter reduziert werden, beispielsweise durch den international koordinierten Einsatz der Geld- und Finanzpolitik, weil Konsum- und Investitions-, aber auch Sparentscheidungen verzerrt würden. Defizite lassen sich immer finanzieren; das bedeutet, es bilden sich Wechselkurse und Zinsen heraus, bei denen die Bedienung der Auslandsschuld von den Marktteilnehmern für unproblematisch gehalten wird. Nicht anders ist es beim Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten.

25. Bei den internationalen Absprachen über Wechselkurse hat es in letzter Zeit Fehlschläge gegeben. Nach dem Louvre-Abkommen sind die Wechselkurse zwischen US-Dollar, Yen und D-Mark zwar über einige Monate relativ stabil geblieben. Als aber die dazu erforderlichen geldpolitischen Restriktionen in den Vereinigten Staaten nicht mehr im Einklang mit binnenwirtschaftlichen Zielen zu sein schienen, brach die Abmachung. Es zeigte sich, daß es nicht möglich ist, feste Wechselkurse oder - was auf dasselbe hinausläuft - Wechselkurszielzonen (1) zu vereinbaren, wenn die Prioritäten in der Wirtschaftspolitik bei den beteiligten Ländern unterschiedlich sind. Der Bruch solcher Absprachen macht dann schlagartig deutlich, daß der internationale Konsens, auf dem sie anscheinend beruhen, tatsächlich nicht von Dauer ist. Dies kann schockartige Reaktionen hervorrufen wie zuletzt im Oktober 1987 auf den Finanzmärkten.

26. Ist das Fehlschlagen des Louvre-Accords offensichtlich, so gilt nach Meinung vieler dagegen das Europäische Währungssystem (EWS) als Beispiel für eine gelungene internationale Koordination; man habe sich auf dieselben Ziele der Wirtschaftspolitik einigen können. Insbesondere träfe dies in bezug auf die Verringe-

(1) Gegen Wechselkurszielzonen spricht, daß die "wahren" Bestimmungsgründe von Wechselkursen nicht bekannt sind. Wenn sich die beteiligten Regierungen bei einem Koordinationspaket irren, kann es sein, daß sich die Situation für alle Länder verschlechtert - wie es nach dem Scheitern des Louvre-Accords der Fall war. Zu der Debatte um die theoretischen Grundlagen der internationalen Koordination vgl. Joachim Scheide, Stefan Sinn, Internationale Koordination der Wirtschaftspolitik: Pro und Contra. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 135, 1987.

rung der Inflation zu, die wichtigste Voraussetzung für das Einhalten von Wechselkursvereinbarungen. Zwar gelang es, die Inflationsraten in den am EWS beteiligten Ländern deutlich zu verringern; jedoch war dies nicht auf diese Länder beschränkt. Andere Länder des OECD-Raumes waren sogar erfolgreicher (1). Immerhin blieben die Inflationsdifferenzen in den EWS-Ländern so groß, daß wiederholt Wechselkursanpassungen vorgenommen werden mußten. Weil die Neigung dazu in den Ländern mit Abwertungsdruck für ihre Währungen nicht besonders ausgeprägt war, mußten sie eine Hochzinspolitik betreiben. Dies führte dazu, daß in letzter Zeit die Dominanz der Bundesrepublik innerhalb des EWS immer mehr kritisiert wurde, weil die deutschen Zinsen nicht niedrig genug seien (2). Vor allem Frankreich befürchtet Einbußen für das Wachstum, wenn die deutsche Geldpolitik nicht bald expansiver wird. Dies hängt auch damit zusammen, daß der Kursverfall des US-Dollars die D-Mark als konkurrierende Reservewährung besonders gestärkt hat und die französische Geldpolitik deshalb sehr restriktiv werden mußte, um eine Abwertung des Franc innerhalb des EWS zu vermeiden. Die Kritik an der Dominanz der Bundesrepublik ist auch deutlich geworden im Zusammenhang mit dem Vorschlag, eine europäische Zentralbank zu gründen. Nach den Aussagen der Befürworter dieses Vorschlags zu urteilen, liefe eine solche Einrichtung darauf hinaus, die Geldpolitik innerhalb Europas anzugleichen, mit der Folge, daß die Inflationsraten in den stabilitätsbewußten Ländern stärker steigen würden.

27. Versuche der Koordination hat es - seit Wirtschaftsgipfel abgehalten werden - viele gegeben, und in keinem Kommuniqué fehlt die Beteuerung, daß Koordination gut und notwendig sei. Ankündigungen oder Absprachen blieben jedoch fast immer vage und unverbindlich. Ein wichtiger Grund hierfür ist, daß es zwischen den Industrieländern deutliche Unterschiede hinsichtlich ihrer Prioritäten gibt. Wenn man sich zuweilen doch über bestimmte Ziele einigt, wie dies offenbar bei dem Louvre-Accord der Fall war, wird erhebliche Unsicherheit dadurch verbreitet, daß man diese Ziele geheimhält. Wirtschaftspolitik macht dagegen nur Sinn, wenn sie dazu beiträgt, die Erwartungen der Marktteilnehmer zu stabilisieren. Dies war ja gerade der allgemein akzeptierte Grund für die Ankündigung von Geldmengenzielen, die die Erwartungen der Unternehmen und der Arbeitnehmer sicherer machen sollte; und sie waren auch ein Maßstab für die Glaubwürdigkeit der wirtschaftspolitischen Instanzen.

(1) Vgl. dazu Scheide, Sinn, a.a.O., S. 21 ff.

(2) Zu dieser Diskussion vgl. D. Grimm, "Das Europäische Währungssystem - Ein erfolgreicher Währungsverbund?". Die Weltwirtschaft, 1987, H. 2, S. 60-72.

28. Die Debatte, ob das marktwirtschaftliche System inhärent instabil ist, wird seit langem geführt; die jetzige Diskussion um die internationale Koordination der Wirtschaftspolitik stellt nur eine weitere Runde dar. Die Koordinationsbefürworter vertrauen nicht darauf, daß es genügend Anpassungsmechanismen gibt, die Fehlentwicklungen vermeiden können. Vielmehr betonen sie die "Ungleichgewichte" und neigen gleichzeitig dazu, Preise (z.B. Wechselkurse) direkt zu beeinflussen. Gegenwärtig wird dieser Pessimismus in Veröffentlichungen einiger internationaler Organisationen deutlich (1). Immer wieder ist die Rede davon, daß Märkte ohne Grund aus den Fugen geraten ("disorderly markets"), getrieben von undefinierbaren psychologischen Faktoren. Daher seien sofortige Aktionen der Regierungen notwendig, um die Stabilität wiederherzustellen. Während die Marktteilnehmer in einer Haltung des Abwartens verharren, könne sich der Staat solchen "Luxus" nicht leisten (2).

29. Es fehlt gegenwärtig an verlässlichen Ankündigungen der Wirtschaftspolitik. Die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten ist ohne klare mittelfristige Orientierung; sie scheint sich nach den aktuellen Entwicklungen der Konjunktur und der Handelsbilanz zu richten. Die Verringerung der Geldmengenexpansion im Verlauf von 1987 kam für viele überraschend; und bei der wieder stärkeren Expansion seit Ende 1987 ist nicht abzusehen, ob die Notenbank nun dem Drängen der Administration nachgegeben hat und bereits auf einen Kurs eingeschwenkt ist, der genau in die entgegengesetzte Richtung geht. Auch andere Notenbanken pendeln zwischen verschiedenen Zielen hin und her. So hat die Deutsche Bundesbank nicht das Signal gegeben, daß sie eine erneute Zielüberschreitung bei der Geldmengenexpansion auf jeden Fall vermeiden will. Es besteht ferner Unsicherheit darüber, ob und welche Ziele bei Wechselkursen angestrebt werden sollen und wie die Wirtschaftspolitik in den einzelnen Ländern angepaßt werden soll. Durch die Debatte um die Koordination fühlt sich die Wirtschaftspolitik offenbar herausgefordert, eine internationale Nachfragesteuerung zu betreiben, und einige Vertreter von Notenbanken und Regierungen versprechen, daß dies problemlos gelingen könnte. Die Aussichten auf Erfolg scheinen aber nicht besser zu sein als bei den Experimenten mit der Nachfragesteuerung auf nationaler Ebene.

(1) Vgl. z.B. OECD, Economic Outlook. Paris, Dezember 1987.

(2) "Uncertainty about the outlook has markedly increased, and it would be natural for economic agents to adopt wait-and-see attitudes until a better sense of perspective is possible. Governments do not have that luxury. They need to move promptly...". OECD, Economic Outlook. Paris, Dezember 1987, S. XIV.

BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND: KONJUNKTUR- ODER WACHSTUMSSCHWACHE?

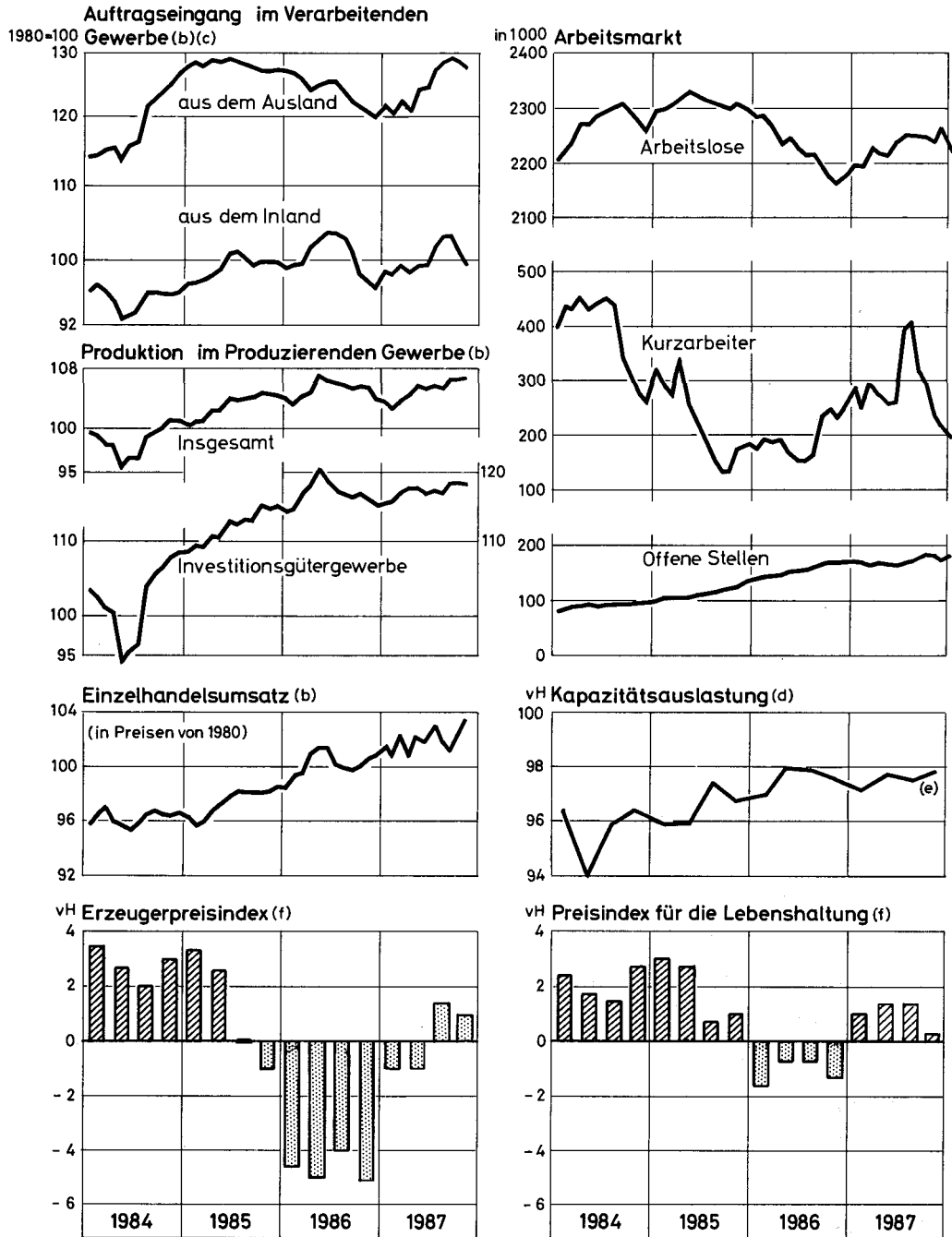
30. In konjunktureller Hinsicht verlief das Jahr 1987 besser, als von vielen zu Jahresanfang erwartet. Nach einer Schwäche zu Beginn festigten sich die Auftriebskräfte im weiteren Verlauf des Jahres. Vom zweiten Quartal an expandierte die gesamtwirtschaftliche Produktion mit einer laufenden Jahresrate von rd. 2,5 vH. Die Kapazitätsauslastung erreichte im vierten Quartal nahezu das Niveau von Mitte 1986, dem bisherigen Höhepunkt des Aufschwungs (Schaubild 5). Dazu trug vor allem bei, daß die Exporte nicht mehr weiter zurückgingen, sondern wieder beachtlich zunahmen. Der private Verbrauch weitete sich anhaltend kräftig aus. Die Preise blieben relativ stabil. Zwar fiel die Zunahme des realen Brutto-sozialprodukts 1987 mit 1,7 vH nur mäßig aus, dies spiegelt aber weniger eine konjunkturelle Schwäche als vielmehr das geringe Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten in diesem Aufschwung wider.

31. Trotz der günstigen Ausgangslage herrschen zu Beginn des Jahres 1988 weit verbreitet Zweifel, ob sich der konjunkturelle Aufschwung im sechsten Jahr fortsetzt. Ursache dafür sind vor allem die Börsenturbulenzen im Herbst 1987 sowie der Zusammenbruch des Louvre-Accords und der damit verbundene Aufwertungsdruck auf die D-Mark. Als erste Indikatoren für eine bevorstehende konjunkturelle Abschwächung werden vor allem der Rückgang der Auftragseingänge seit Herbst vergangenen Jahres, die zuletzt ungünstigeren Geschäftserwartungen der Unternehmen, die auf die Eintrübung der Exportaussichten zurückgeführt werden, und die Zunahme der Arbeitslosigkeit angesehen.

1. 1988: Aufschwung setzt sich in mäßigem Tempo fort - 1989: Konjunkturrisiken werden größer

32. Pessimistische Prognosen, die Konsumenten würden sich nach dem Börsenkrach im Herbst vergangenen Jahres spürbar zurückhalten, sind nicht eingetroffen. So hat sich das Konsumklima seither nicht verschlechtert, und die realen Einzelhandelsumsätze expandierten bis Ende 1987 merklich. Weniger günstig entwickelte sich freilich die inländische Investitionsgüternachfrage, die im vierten Quartal sogar zurückgegangen ist. Die abwartende Haltung der Investoren dürfte vor allem auf

Schaubild 5 - Indikatoren(a) zur Konjunkturlage in der Bundesrepublik Deutschland



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

Quelle: Statistisches Bundesamt, Wirtschaft und Statistik. Stuttgart, lfd. Jgg.; eigene Berechnungen.

die Erwartung zurückgehen, die D-Mark müsse sich noch weiter deutlich gegenüber dem Dollar aufwerten, um eine Verringerung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits zu bewirken. Befürchtet wurde außerdem, die Weltwirtschaft könne bereits 1988 in eine Rezession geraten.

33. Dank einer vorsichtigeren Geld- und Finanzpolitik expandierte in den Vereinigten Staaten die Binnennachfrage in letzter Zeit deutlich langsamer. Die Exporte stiegen kräftig. Der Kurs des Dollars bewegt sich seit geraumer Zeit um etwa 1,70 DM. Zuletzt war die amerikanische Geldpolitik wegen zunehmender Rezessionsbefürchtungen freilich eher expansiv ausgerichtet. Damit ist nicht ausgeschlossen, daß der Dollar wieder unter Druck gerät. Wir haben für den Durchschnitt des Jahres einen Kurs in der Größenordnung von 1,60 DM unterstellt. Gegenüber den Währungen im EWS hat der Aufwertungsdruck für die D-Mark zuletzt nachgelassen. Wahrscheinlich wird ein Wechselkursrealignment erst nach den französischen Präsidentschaftswahlen im Mai stattfinden. Die Aufwertung der D-Mark gegenüber EWS-Währungen wird dabei allenfalls die aufgelaufenen Inflationsdifferenzen ausgleichen. Der reale effektive Außenwert der D-Mark wird sich damit 1988 vermutlich nur wenig ändern. Die Konjunktur in den wichtigen Partnerländern wird auch 1988 aufwärtsgerichtet sein. Für das Jahr 1989 ist bei nachlassenden wirtschaftspolitischen Impulsen eine vorübergehende Stagnation der wirtschaftlichen Aktivität in den Industrieländern nicht auszuschließen.

34. Die Finanzpolitik wird vor allem aufgrund der Steuersenkung zu Beginn des Jahres auch 1988 die Binnenkonjunktur stützen. Das Entlastungsvolumen beläuft sich auf 14 Mrd. DM. Der steuerpolitische Impuls dürfte jedoch nur etwa 10 Mrd. DM betragen, weil mit den Steuersenkungen zum Teil nur die steuerliche Mehrbelastung der Bürger zurückgegeben wird. Die Staatsausgaben werden mit einer Rate von reichlich 4 vH stärker steigen als das nominale Produktionspotential und nur wenig schwächer als im Vorjahr. Zwar werden die 1987 bei Bund, Ländern und Gemeinden gestiegenen Budgetdefizite zu einem vorsichtigeren Ausgabeverhalten führen, es ist aber mit deutlich höheren Zahlungen an die EG zu rechnen. Auch werden die Infrastruktur- und Umweltschutzinvestitionen der Gemeinden durch Zinssubventionen der Kreditanstalt für Wiederaufbau gefördert. Bei der Bundesanstalt für Arbeit erzwingt die prekäre Finanzlage nach Jahren massiver Ausgabensteigerungen für Aus- und Fortbildung sowie Umschulung einen Kurswechsel. Im Jahr 1989 sollen die Budgetdefizite, die 1988 nochmals deutlich zunehmen dürften, verringert und einzelne spezifische Verbrauchsteuern erhöht werden. Der Ausgaben-

anstieg soll generell vermindert werden. Nach den Erfahrungen der letzten Jahre wird dies aber wohl nur begrenzt gelingen. Kommt es zu den geplanten Maßnahmen zur Sanierung der Gesetzlichen Krankenversicherung, so wird dies hier den Ausgabenanstieg 1989 spürbar bremsen; dann müßten die Beitragssätze nicht weiter angehoben werden. Im Jahr 1989 werden die steuer- und ausgabenpolitischen Maßnahmen insgesamt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage geringfügig dämpfen. Bei einer konjunkturellen Entwicklung, wie sie von uns erwartet wird, ist 1988 mit einem Budgetdefizit zu rechnen, das knapp 3 vH des Bruttosozialprodukts entspricht (1987: 1,8 vH); 1989 wird die Quote nur wenig niedriger sein.

35. Die Geldpolitik war bis zuletzt expansiv. Die Geldmengenausweitung geht mit rd. 9 vH nun schon seit mehr als zwei Jahren deutlich über die Zunahme des nominalen Produktionspotentials hinaus. Auch nach dem Zusammenbruch des Louvre-Accords im Oktober richtete die Bundesbank die monetären Bedingungen vor allem an der Wechselkursentwicklung aus. Zunächst versuchte sie, der erneuten Aufwertungs-tendenz der D-Mark gegenüber dem Dollar vor allem durch die Rücknahme des Zinssatzes für Wertpapierpensionsgeschäfte auf 3,25 % und die Diskontsatzsenkung auf 2,5 % entgegenzuwirken. Nachdem am 23. Dezember 1987 eine Vereinbarung über die Wiederaufnahme des Louvre-Abkommens zustande gekommen war, intervenierte die Bundesbank in erheblichem Umfang an den Devisenmärkten, um den Dollar zu stützen. Die damit angelegte weitere Beschleunigung der Geldmengenausweitung hat die Notenbank allerdings dadurch verhindert, daß sie inzwischen die Wertpapierpensionsgeschäfte eingeschränkt und die Rediskontkontingente der Banken gekürzt hat. Eine Rückführung des Tempos der Geldmengenausweitung ist jedoch erst dann zu erwarten, wenn sich der Dollar ohne weiteres Intervenieren stabilisiert oder sich der Preisanstieg im Inland spürbar beschleunigt hat. Da beides kurzfristig wenig wahrscheinlich ist und ferner die Wirkungsverzögerungen der Geldmengenausweitung auf etwa zwei bis drei Quartale zu veranschlagen sind, gehen von der Geldpolitik auch 1988 stimulierende Wirkungen auf die Konjunktur aus. Da die Geldpolitik wahrscheinlich gegen Ende dieses Jahres bei wieder deutlich zunehmenden Preissteigerungsraten auf ein langsames Expansionstempo einschwenken wird, ist für das Jahr 1989 kaum mehr mit expansiven Effekten zu rechnen.

36. Angesichts der Impulse, die von der Geld- und Finanzpolitik für die Binnen-nachfrage ausgehen, spricht viel für eine Fortsetzung des Aufschwungs im Jahr 1988. Die Lohnpolitik ist von den bereits vorliegenden Abschlüssen weitgehend

geprägt, danach dürften die Kosten im bisherigen Ausmaß zunehmen. Bei weiter expandierender Auslandskonjunktur und einer nur geringen Verschlechterung der Wettbewerbsposition der deutschen Exporteure dürften die Exporte etwas steigen, der Anteil deutscher Unternehmen am Weltmarkt wird allenfalls leicht zurückgehen. Da die Importe bei deutlich zunehmender Binnennachfrage abermals rascher expandieren als die Exporte und sich auch die Terms of trade nicht nochmals verbessern, wird der Leistungsbilanzüberschuß spürbar zurückgehen.

37. Infolge der gegenwärtigen Unsicherheit über die Entwicklung von Wechselkursen und Auslandskonjunktur ist insbesondere in den außenhandelsorientierten Bereichen der Wirtschaft ein spürbarer Attentismus bei der Investitionstätigkeit zu beobachten, der sich nur sehr langsam auflösen wird. Hinzu kommt, daß die Sachvermögensrendite (1) - obwohl sie in den letzten Jahren wieder etwas gestiegen ist - 1988 nur wenig höher als der Realzins sein wird. Damit wird das Investieren in Sachkapital - bei höheren Risiken im Vergleich zu Finanzanlagen - relativ unattraktiv. Dies wird die Unternehmen angesichts der konjunkturellen Risiken für 1989 bei ihren Investitionsentscheidungen eher zurückhaltend sein lassen. Die Ausstattungsinvestitionen werden mithin nur schwach steigen. Die Bauinvestitionen werden nur wenig zunehmen; die Investitionstätigkeit der Unternehmen wird sich auf Ersatz und Rationalisierung konzentrieren, im Wohnungsbau wird die Nachfrage nur wenig ausgeweitet werden, und im öffentlichen Bereich ist bei höheren Defiziten trotz Zinssubventionen Zurückhaltung wahrscheinlich. Eine Stütze der Inlandsnachfrage bleibt dagegen der private Verbrauch. Dank spürbarer Impulse durch die Steuersenkung und infolge weiter spürbar steigender Einkommen wird der reale Konsum mit etwa 3 vH ähnlich rasch wie im Vorjahr expandieren.

38. Insgesamt wird das reale Bruttosozialprodukt im Verlauf des Jahres 1988 weiter mäßig ansteigen; im Jahresdurchschnitt dürfte es um reichlich 1,5 vH höher sein als im Vorjahr. Bei dieser Entwicklung wird die Beschäftigung kaum noch zunehmen. Zwar expandiert aus demographischen Gründen auch das Arbeitsangebot schwächer als in den vorhergehenden Jahren, die Zunahme wird jedoch den Anstieg der Arbeitsnachfrage übertreffen. Die Zahl der Arbeitslosen wird daher im Jahresdurchschnitt mit ungefähr 2,3 Millionen etwas größer als im Vorjahr sein (1987: 2,23 Millionen). Der Preisauftrieb blieb infolge der aufwertungsbedingt sinkenden Einfuhrpreise im Winterhalbjahr 1987/88 mäßig. Wenn dieser dämpfende

(1) Zur Berechnung der Sachvermögensrendite vgl. Ziff. 44.

Effekt schwächer wird, ist jedoch mit einer deutlichen Beschleunigung zu rechnen. Im Jahresdurchschnitt werden die Verbraucherpreise allerdings nur rd. 1,5 vH über dem Vorjahr liegen.

39. Somit ist nach unserer Einschätzung für das Jahr 1988 ein konjunktureller Einbruch wenig wahrscheinlich. Die Konjunkturrisiken für 1989 sind allerdings eindeutig größer. Mehr und mehr werden die preisdämpfenden Wirkungen der gesunkenen Ölpreise und der Aufwertung der D-Mark entfallen. Damit werden die inländischen Kostenauftriebstendenzen wieder spürbar. Preiserhöhungen werden dadurch erleichtert, daß die Nachfrage zunächst noch merklich expandiert und die Kapazitätsauslastung nicht nur im Inland, sondern auch im Ausland relativ hoch ist. Eine kräftige Zunahme der Nettoinvestitionen, die ein beschleunigtes Wachstum des Kapitalstocks ermöglicht hätte, hat es in diesem Aufschwung nicht gegeben. Tarifvertragliche Regelungen, die die Rentabilität des Arbeitseinsatzes erhöhen und die zeitliche Auslastung der Sachkapazitäten verstärken können, wurden kaum beschlossen. Angebotsengpässe dürften daher zunehmend virulent werden. Um den Inflationsschaden zu begrenzen, wird die Bundesbank die monetäre Expansion bremsen müssen. Steigende Zinsen werden dann sowohl die Konsumenten, bei denen die Kaufkraftausweitung durch den rascheren Preisanstieg merklich verringert wird, als auch die Investoren zu einem vorsichtigen Ausgabeverhalten veranlassen. Zudem läßt der Gleichlauf der Wirtschaftspolitik im In- und Ausland befürchten, daß es auch in wichtigen Partnerländern zu einer konjunkturellen Abschwächung kommt. Damit wird von seiten der Auslandsnachfrage kaum eine stabilisierende Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Produktion ausgehen.

2. Zur wirtschaftspolitischen Diskussion: Konjunktur- oder wachstumspolitischer Handlungsbedarf?

40. Vielfach wird behauptet, die Kapazitäten seien in beträchtlichem Umfang unterausgelastet. Eine größere Zunahme des Sozialprodukts sei mithin dadurch zu erreichen, daß die Nachfrage durch geld- oder finanzpolitische Maßnahmen stimuliert wird. Fraglich ist aber, ob es tatsächlich noch nennenswerte Kapazitätsreserven gibt, die durch eine allgemeine Nachfragestimulierung genutzt werden können. Wenn der Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten berechnet, also festgestellt werden soll, wie weit die Wirtschaft von Normal- oder Vollauslastung

entfernt ist, muß bekannt sein, wie groß das Produktionspotential ist, also die Summe aller Güter und Dienste, die mit den vorhandenen sachlichen und personellen Produktionskapazitäten produziert werden könnten. Vergleichsweise groß ist die Übereinstimmung, daß das Produktionspotential 1979 - auf dem Höhepunkt des zurückliegenden Aufschwungs - voll ausgeschöpft war. Das Produktionspotential jenes Jahres ist somit bekannt. Kontrovers ist, wie sich das Produktionspotential seitdem entwickelt hat. Aus ökonomischer Sicht ist in diesem Zusammenhang nicht allein bedeutsam, wie sich der Bestand an Produktionsfaktoren geändert hat, vielmehr ist zusätzlich zu berücksichtigen, ob diese unter den gegebenen Bedingungen rentabel eingesetzt werden können. Neben internen Bestimmungsgründen sind in einer offenen Volkswirtschaft wie der Bundesrepublik insbesondere auch Änderungen bei den außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen (z.B. bei wichtigen Rohstoffpreisen) bedeutsam, die die Faktorpreisrelationen signifikant verändern und damit das Produktionspotential beträchtlich beeinflussen können.

41. Der Internationale Währungsfonds (1) hat geschätzt, daß sich wegen des drastischen Rückgangs der Ölpreise das Potentialwachstum in der Bundesrepublik von jährlich 1,9 vH in der Periode 1974-1985 auf 2,6 vH in den Jahren 1986-1988 beschleunigen wird. Dahinter verbirgt sich die Vermutung, daß die "Reallohnücke" - also das Ausmaß, in dem das aktuelle Reallohniveau über dem Niveau liegt, das Vollbeschäftigung der Arbeitskräfte erlauben würde - wegen der Terms-of-trade-Verbesserung abgenommen habe und entsprechend mehr Arbeitskräfte dauerhaft beschäftigt werden könnten (2). Tatsächlich sind die Terms-of-trade-Verbesserungen jedoch durch Lohnerhöhungen soweit ausgeschöpft worden, daß das Lohnkostenniveau sogar weiter gestiegen ist. Eine stärkere Differenzierung der Löhne in bezug auf Qualifikation, Branche und Region, die eine höhere Auslastung des Arbeitskräftepotentials rentabel gemacht hätte, hat es ebenfalls nicht gegeben. Ferner sind durch den Zinsrückgang in den letzten Jahren und den Erdölpreisfall die Kapital- und Kapitalnutzungskosten sogar gesunken, so daß sich die Faktorpreisrelationen zum Nachteil der Arbeit geändert haben. Deshalb wird bei Potentialschätzungen für die Bundesrepublik in der Regel nur der Sachkapitalbestand zugrunde gelegt. Dabei gelangt der Sachverständigenrat im Jahresgutachten

(1) Charles Adams, Paul R. Fenton, Flemming Larsen, "Potential Output in Major Industrial Countries". In: IMF, Staff Studies for the World Economic Outlook. Washington, D.C., August 1987.

(2) Zum Konzept der Reallohnücke vgl. Michael C. Burda, Jeffrey D. Sachs, Institutional Aspects of High Unemployment in the Federal Republic of Germany. NBER Working Papers, No. 2241, Cambridge, Mass., May 1987.

1987/88, Ziff. 96 für das Jahr 1987 zu einer Wachstumsrate von knapp 2 vH. Nach unseren Berechnungen nimmt das Produktionspotential derzeit sogar nur mit einer Rate von kaum mehr als 1,5 vH zu. Damit bleibt sein Wachstum deutlich hinter dem in früheren Konjunkturzyklen zurück. Von 1974 bis 1980 hatte es noch 2,5 vH jährlich betragen, von 1966 bis 1973 sogar 3,5 vH.

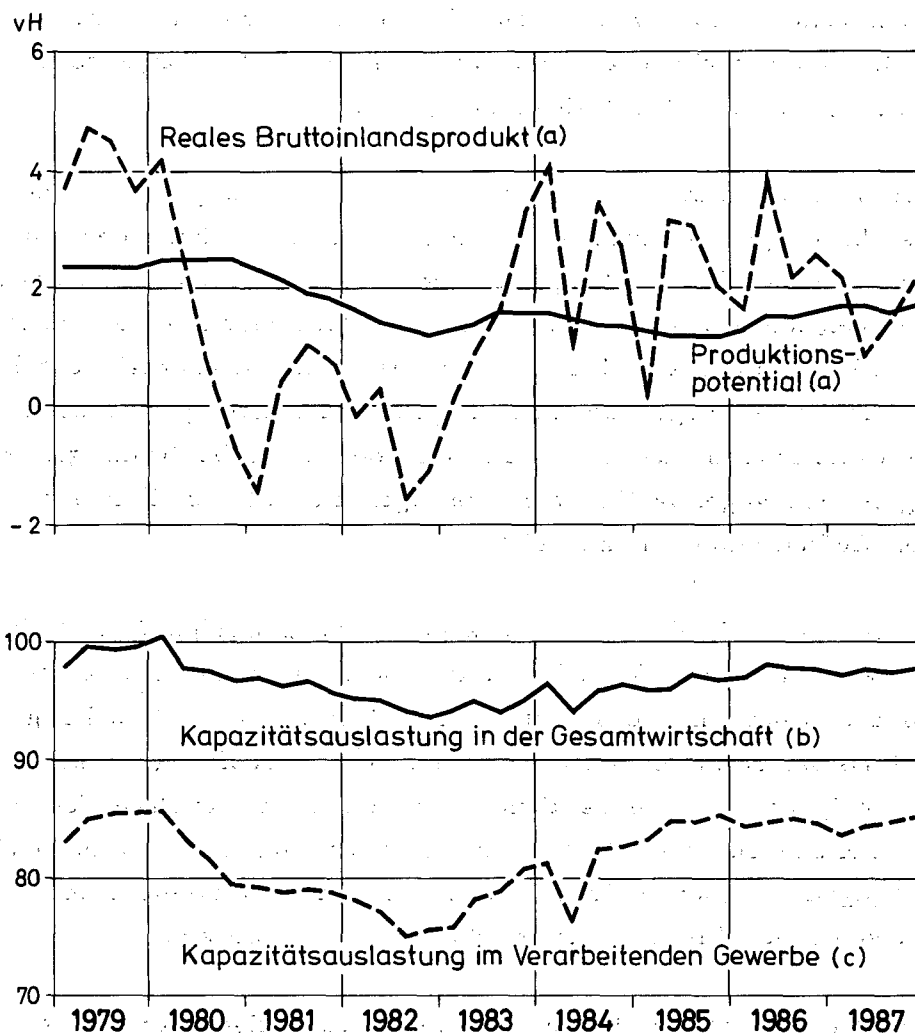
42. Gemessen an unseren Potentialschätzungen gingen zu Beginn des gegenwärtigen Aufschwungs Nachfrage und Produktion zunächst deutlich über den mittelfristigen Wachstumspfad hinaus; freilich trug dies nicht dazu bei, die Angebotsausweitung nachhaltig zu beleben (Schaubild 6). Seit Mitte 1986 stagniert die Kapazitätsauslastung mehr oder weniger auf einem Niveau, das deutlich oberhalb der Normalauslastung der Kapazitäten liegt. Die hohe Kapazitätsauslastung wird auch in Umfragen bei den Unternehmen aus dem Verarbeitenden Gewerbe bestätigt. Nach ihrer Einschätzung ist sie gegenwärtig kaum niedriger als auf dem Höhepunkt des vorangegangenen Aufschwungs im Jahr 1979.

43. Deshalb spricht wenig dafür, daß das gegenwärtig mäßige Wirtschaftswachstum auf eine Unterauslastung der Kapazitäten zurückzuführen ist, die mit einer zusätzlichen Nachfragestimulierung beseitigt werden könnte. Die Abflachung des Wirtschaftswachstums ist somit ein eher angebotsseitiges Problem (1). Woran es fehlt, sind stärker steigende Nettoinvestitionen, die zu einer Zunahme des gesamtwirtschaftlichen Kapitalstocks führen. Sie sind im Verhältnis zum Sozialprodukt trendmäßig zurückgegangen (Schaubild 7). Darin drückt sich offenbar ein anhaltender Rückgang an lohnenden Investitionsmöglichkeiten im Inland aus.

44. Die Bedeutsamkeit dieser These für die gegenwärtige Situation wird vielfach mit dem Hinweis auf die deutliche Zunahme der Einkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen abgelehnt. Auch habe sich die Sachkapitalrendite, gemessen als Bruttoeinkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen (bereinigt um den Unternehmerlohn) in Relation zum eingesetzten Realkapital (Anlagevermögen plus Vorräte), „spürbar erholt (Schaubild 7), so daß mangelnde Rentabilität die Investitionsschwäche nicht erklären könne. So berechnete Renditekennziffern für Investitionen sind jedoch wenig aussagekräftig. Die Einkommen aus Unternehmertätigkeit

(1) Für eine detaillierte Analyse der Ursachen der Wachstums- und Beschäftigungsprobleme der deutschen Wirtschaft vgl. Juergen B. Donges, Klaus-Dieter Schmidt et al., Mehr Strukturwandel für Wachstum und Beschäftigung. Die deutsche Wirtschaft im Anpassungsstau. Kieler Studien, 216, Tübingen 1988.

Schaubild 6 - Zur konjunkturellen Entwicklung in der Bundesrepublik Deutschland 1979-1987

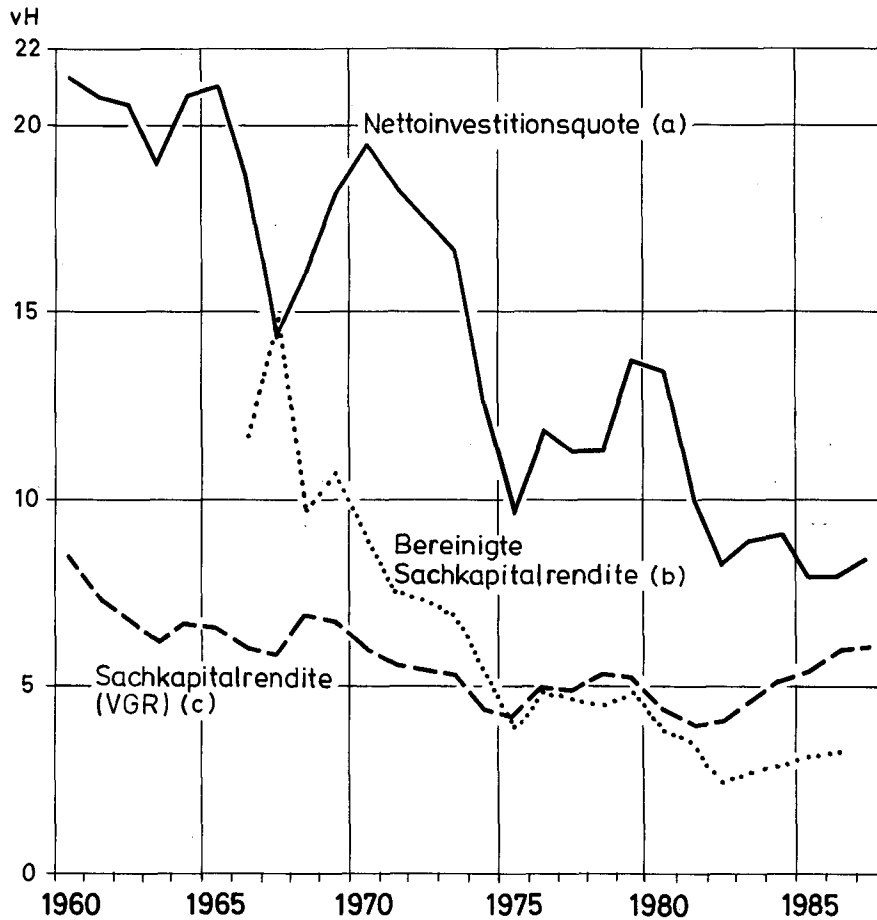


(a) Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in vH. - (b) Eigene Berechnungen auf der Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung. - (c) Umfrageergebnisse gemäß Ifo-Konjunkturtest.

Quelle: Statistisches Bundesamt, Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Reihe 1: Konten und Standardtabellen. Stuttgart, lfd. Jgg.; Ifo-Schnelldienst, H. 5, 1988; eigene Berechnungen.

und Vermögen enthalten nämlich in steigendem Ausmaß Erträge, die die Unternehmen und Haushalte aus Geldvermögen erzielen. Wird die Sachkapitalrendite um solche Erträge bereinigt, so zeigt sich, daß sich die Rentabilität seit 1982 nur wenig erholt hat und gegenwärtig kaum höher ist als die reale Rendite von Finanzanla-

Schaubild 7 - Investitionstätigkeit und Sachkapitalrendite in der Bundesrepublik Deutschland 1960-1987



(a) Nettoinvestitionen in vH des Netto sozialprodukts zu Marktpreisen. - (b) Bruttoeinkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen abzüglich Unternehmerlohn in vH des Nettoanlagevermögens zu Wiederbeschaffungspreisen und der Vorratsbestände. - (c) Alternative Berechnung nach Dicke und Trapp.

Quelle: Statistisches Bundesamt, Fachserie 18, a.a.O.; Hugo Dicke, Peter Trapp, "Zur Rentabilität der Investitionen in der Bundesrepublik Deutschland". Die Weltwirtschaft, 1987, H. 2, S. 46-59; eigene Berechnungen.

gen (1). Die bereinigte Sachkapitalrendite kann nicht nur die schwache Investitionstätigkeit der letzten Jahre, sondern auch den Rückgang der Nettoinvestitionsquote in den letzten 25 Jahren gut erklären. Sie ist seit Mitte der sechziger Jahre von mehr als 10 vH auf deutlich weniger als 5 vH zurückgegangen. Im übrigen

(1) Berechnungsmethode und Ergebnisse sind dargestellt in Hugo Dicke, Peter Trapp, a.a.O.

muß bedacht werden, daß mit der jetzigen konjunkturell bedingt höheren Auslastung die vorhandenen Kapazitäten zwar eine höhere Rendite abwerfen, was jedoch nicht besagt, daß sich neue Investitionen mehr lohnen. Entscheidend dafür sind die Renditeerwartungen für die gesamte Laufzeit der Investitionsvorhaben.

45. Die Unternehmen haben nicht nur risikoarme Finanzanlagen bevorzugt, sondern auch verstärkt im Ausland statt im Inland investiert. So hat der Saldo aus deutschen Direktinvestitionen im Ausland und ausländischen Direktinvestitionen im Inland im Zeitraum 1984-1987 mit 52 Mrd. DM deutlich über dem der Periode 1980-1983 (22 Mrd. DM) gelegen. Soll dieser Entwicklung entgegengewirkt werden, so muß es Ziel der Wirtschaftspolitik und der Tarifparteien sein, mehr Produktion im Inland rentabel zu machen. Dies würde auch den Kapitalexport vermindern und den Leistungsbilanzüberschuß verringern, wie es vom Ausland vielfach gefordert wird. Um das Produktionspotential verstärkt auszuweiten, wäre es auch denkbar, das Sachkapital zeitlich intensiver zu nutzen (1). Wie sich dies im Vergleich zu erhöhten Investitionen auf die Entwicklung des Produktionspotentials auswirkt, kann überschlägig ermittelt werden.

46. Zunächst einmal sei angenommen, im Inland würden künftig zusätzlich Investitionen im Ausmaß des realen Außenhandelsüberschusses des Jahres 1987 getätigt. Für 1988 und die Jahre danach würde dies bedeuten, daß die Nettoinvestitionsquote statt 8 nunmehr 11 vH betragen würde und damit etwa wieder das Niveau der zweiten Hälfte der siebziger Jahre erreicht. Entsprechend stiege dann das Produktionspotential jährlich um 2,5 vH und damit um etwa einen Prozentpunkt rascher als bislang. Alternativ sei unterstellt, der Sachkapitalbestand werde durch eine Ausdehnung der Betriebsnutzungsdauer besser genutzt. Von 1960 bis 1984 ist die Kapitalnutzungszeit im Unternehmenssektor insgesamt um 7 vH zurückgegangen, im Verarbeitenden Gewerbe sogar um 12 vH (Tabelle 1). Gleichzeitig ging die individuelle Arbeitszeit der Arbeitnehmer jedoch noch weit stärker zurück. Dies zeigt, daß eine Entkopplung von individueller Arbeitszeit und Betriebsnutzungszeit durchaus möglich ist. Rein rechnerisch könnte z.B. bei einer Strategie, die eine jährliche Ausweitung der Betriebsnutzungsdauer um 1 vH vorsieht, das Produktionspotential um ebenfalls einen Prozentpunkt rascher steigen. Würde die indivi-

(1) Eine ausführliche Diskussion dieses Problems findet sich in Klaus-Dieter Schmidt, Erich Gundlach, Investitionen, Produktivität und Beschäftigung. Eine empirische Analyse für die Bundesrepublik Deutschland. Schwerpunktthema zum Dritten Strukturbericht. Kiel, Dezember 1987.

Tabelle 1 - Entwicklung der effektiven Arbeitszeit und der Kapitalnutzungszeit 1970-1984 (1960 = 100)

Wirtschaftsbereich	Kapitalnutzungszeit				Arbeitszeit			
	1970	1975	1980	1984	1970	1975	1980	1984
Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	98	96	95	95	95	92	89	90
Energie- und Wasserver- sorgung, Bergbau	98	97	98	98	93	87	85	83
Verarbeitendes Gewerbe	94	88	88	88	91	83	82	81
Baugewerbe	92	90	88	88	90	87	83	83
Handel	99	98	98	98	90	82	80	79
Verkehr- und Nachrichten- übermittlung	97	95	94	94	93	86	83	82
Kreditinstitute und Ver- sicherungsunternehmen	95	92	92	93	91	84	82	82
Sonstige Dienstleistungs- unternehmen (a)	98	96	95	95	90	83	79	77
Unternehmen insgesamt	96	93	93	93	91	84	82	81

(a) Ohne Wohnungsvermietung.

Quelle: Klaus-Dieter Schmidt, "Kapazitätsauslastung, Kapitalnutzungspreise und Produktivität - Ein Beitrag zur Erklärung der Wachstumsschwäche". In: Horst Tomann (Hrsg.), Wirtschaftspolitische Antworten auf die Stagnation. Essays zu Ehren von Bernhard Filusch. Berlin 1986, S. 53-73.

duelle Arbeitszeit nicht verlängert, so ergäbe sich ebenfalls rein rechnerisch auch ein Anstieg der Beschäftigung um denselben Prozentsatz. Zusätzliche Investitionen über den Ersatz von Anlagen hinaus, also Nettoinvestitionen, wären noch nicht einmal erforderlich. Vermutlich würde die Zunahme des Produktionspotentials jedoch etwas weniger als 1 vH betragen, da die Produktivität der zusätzlich beschäftigten Arbeitnehmer wohl geringer ist als die der bereits beschäftigten. Dementsprechend müßte auch die Entlohnung der zusätzlich Beschäftigten niedriger sein. Allerdings dürfte eine längere Betriebsnutzungsdauer die Sachkapitalrendite erhöhen und damit Anreize für eine stärkere Ausweitung der Nettoinvestitionen geben. Eine solche Strategie, mit der der Kapitalbedarf je Arbeitsplatz deutlich sinkt, würde in sieben Jahren bei einer Zunahme der Nettoinvestitionen wie im Durchschnitt des laufenden Aufschwungs zu etwa 1,5 Mill. neuen Arbeitsplätzen führen. Dies zeigt, wie wichtig die intensivere Nutzung der Sachkapazitäten - im Vergleich zu einer auch kräftigen Ausweitung der Investitionen - für rascheres Wachstum und die Verringerung der Arbeitslosigkeit ist.

47. Ein mittelfristig höheres Wachstum ließe sich nicht nur durch höhere Investitionen oder mehr Flexibilität beim Arbeitseinsatz erreichen. Auch eine Öffnung der Märkte und ein Abbau staatlicher Eingriffe in das Marktgeschehen könnte dazu beitragen. So zeigen Untersuchungen, die im Institut für Weltwirtschaft durchgeführt wurden, daß ein Abbau staatlicher Protektionsmaßnahmen zusätzliche Wachstums- und Beschäftigungsmöglichkeiten in quantitativ durchaus bemerkenswertem Umfang ergeben würde. Bei einem vollständigen Abbau aller Subventionen, Zölle und nichttarifären Handelshemmnisse könnte das Bruttoinlandsprodukt wegen der damit verbundenen Effizienzgewinne sogar real um 6 vH höher sein (1). Erhebliche Wohlfahrtssteigerungen wären schon zu erzielen, wenn im Bereich der europäischen Agrar- und Stahlmarktpolitik in stärkerem Maße marktwirtschaftliche Lösungsansätze genutzt würden (2). Alle genannten Maßnahmen hätten wegen ihrer positiven Wirkungen auf die Wettbewerbsintensität nicht nur kurzfristig ein höheres Sozialprodukt zur Folge, sondern sie würden es auch dauerhaft rascher wachsen lassen.

48. Die nach 1982 verfolgte Wirtschaftspolitik wird im Gegensatz zur Nachfragesteuerung der siebziger Jahre oft als Angebotspolitik charakterisiert. Da die Wirtschaftsentwicklung während dieser Zeit aber eher noch mäßiger ausgefallen ist als zuvor, wird behauptet, die Angebotspolitik sei gescheitert. Betrachtet man aber die finanz- und arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen der letzten Jahre näher, dann sind angebotspolitische Elemente kaum zu erkennen. So sind im Bereich der Steuerpolitik bislang die Leistungsanreize kaum gestärkt worden. Trotz der Einkommensteuersenkungen in den Jahren 1986 und 1988 ist die Grenzsteuerbelastung für viele Beschäftigungsgruppen höher als zu Beginn der achtziger Jahre (3). Zur Steuerentlastung der Unternehmen sind nur wenige Maßnahmen - zu ihnen gehören die verbesserten Abschreibungsbedingungen - ergriffen worden. Da zudem die Mehrwertsteuersätze Mitte 1983 erhöht wurden, hat sich die Steuerquote kaum verringert (Tabelle 2). Der Anstieg der Staatsausgaben ist zwar hinter dem des Sozialprodukts zurückgeblieben, und insofern hat der Staat weniger Ressourcen beansprucht. Dabei muß jedoch berücksichtigt werden, daß der Rückgang der Staatsquote nach 1982 durch den konjunkturellen Aufschwung begünstigt wurde. Auch besagt die Staatsquote wenig über die Intensität, mit der der Staat in die

(1) Vgl. Juergen B. Donges, Klaus-Dieter Schmidt et al., a.a.O., S. 160.

(2) Vgl. Hugo Dicke et al., EG-Politik auf dem Prüfstand. Wirkungen auf Wachstum und Strukturwandel in der Bundesrepublik. Kieler Studien, 209, Tübingen 1987.

(3) Vgl. Alfred Boss, "Zur Steuerreform in der Bundesrepublik Deutschland". Die Weltwirtschaft, 1987, H. 1, S. 46-60.

Tabelle 2 - Indikatoren zur Finanzpolitik seit 1980 - Staatsausgaben und Abgaben in vH des Bruttosozialprodukts

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Steuern	25,7	25,0	24,7	24,7	24,9	24,9	24,3	24,3
Steuern und Sozial- abgaben	42,4	42,4	42,5	42,0	42,2	42,2	41,6	41,7
Ausgaben des Staates (a)	48,6	49,6	49,8	48,6	48,2	47,3	46,8	46,4
darunter:								
Transfers an private Haushalte	16,5	17,2	17,6	17,0	16,3	16,0	15,7	15,8
Subventionen und Ver- mögensübertragungen (b)	3,6	3,3	3,3	3,3	3,6	3,4	3,4	3,6

(a) Einschließlich Sozialversicherung. - (b) Gemäß der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung.

Quelle: Statistisches Bundesamt, Fachserie 18, a.a.O., 1986; eigene Schätzung für 1987.

Wirtschaft eingreift. So können z.B. die Subventionen (1), die entgegen den Ankündigungen der Bundesregierung seit 1982 nicht verringert, sondern sogar beschleunigt zugenommen haben, und staatliche Vorschriften und Regulierungen, die ebenfalls eher zugenommen haben, schwerwiegende Verwerfungen hervorrufen.

3. Mehr Freizügigkeit am Arbeitsmarkt nötig

49. Der Arbeitsmarkt ist der Bereich der Volkswirtschaft, in dem die negativen Folgen wohlgemeinter staatlicher Regulierungen besonders augenfällig sind. Durch staatliche Eingriffe sind in vielfältiger Weise direkt und indirekt Beschäftigungskosten und Marktzugangsbarrieren für Arbeitslose, Berufsanfänger und neue Unternehmen erhöht worden (2). In direkter Weise wurden die Kosten durch eine Reihe von Maßnahmen erhöht, die eine Verknappung des Arbeitsangebots durch

(1) Gemäß der umfassenderen Subventionsdefinition des Instituts für Weltwirtschaft betragen die Subventionen 1984 sogar rd. 7 vH des Bruttosozialprodukts. Vgl. Juergen B. Donges, Klaus-Dieter Schmidt et al., a.a.O., S. 147.

(2) Vgl. Rüdiger Soltwedel, Peter Trapp, "Labour Market Barriers to More Employment: Causes for an Increase of the Natural Rate? The Case of West Germany". In: Herbert Giersch (Hrsg.), Macro and Micro Policies for More Growth and Employment. Symposium 1987, Tübingen 1988 (in Vorbereitung).

eine Verkürzung der Lebensarbeitszeit (Vorruhestand) sowie das Senken der Anreize für eine Arbeitsaufnahme (Verlängerung der Bezugsdauer von Arbeitslosen- und Kurzarbeitergeld) zum Ziel haben und durch Eingriffe, die die Korrektur von Lohnhöhe und Lohnstruktur erschweren (Lohnkostenzuschüsse für die Wiedereinstellung älterer Arbeitsloser). Damit wurde nicht die Bekämpfung der Ursachen der Arbeitslosigkeit angegangen, sondern es wurde Symptomtherapie betrieben, die aller Erfahrung nach mit steigenden Kosten für die Gesamtheit endet. Ein Beispiel für die weniger sichtbaren Beschäftigungshemmnisse sind Kündigungsschutzvorschriften und Sozialplanverpflichtungen, die den Marktaustritt verteuern und deshalb häufig den Markteintritt verhindern. Es gibt nur wenige Maßnahmen, mit denen an solchen Hemmnissen gerüttelt worden ist. Positiv hervorgehoben werden kann neben der Lockerung der Arbeitszeitvorschriften für Auszubildende vor allem das Beschäftigungsförderungsgesetz von 1985, mit dem die Möglichkeiten verbessert wurden, Zeitarbeitsverträge abzuschließen. Sie gelten für eine maximale Dauer von 18 Monaten. Dies ist ein gangbarer Weg, die Schwellenkosten der Einstellung zusätzlicher Arbeitnehmer abzusenken; Unternehmensbefragungen weisen darauf hin, daß die neuen Zeitverträge rege in Anspruch genommen werden (1). Gegenwärtig ist die Regelung bis zum 1. Januar 1990 befristet; sie sollte unseres Erachtens unbefristet verlängert werden.

50. Ein weiteres Beispiel für beschäftigungshemmende staatliche Eingriffe ist die Allgemeinverbindlicherklärung. Nach § 5 Tarifvertragsgesetz kann der Bundesminister für Arbeit und Sozialordnung auf Antrag einer der Tarifparteien Tarifverträge für allgemeinverbindlich erklären. Dies geschieht besonders dort, wo die Gefahr groß ist, daß Arbeitnehmer bereit sind, auch zu niedrigeren als in den Tarifverträgen vereinbarten Löhnen zu arbeiten. Faktisch wird der Tariflohn für eine ganze Branche zum Mindestlohn, wenn Tarifverträge für allgemeinverbindlich erklärt werden; dies nützt denjenigen, die beschäftigt sind, benachteiligt aber die Arbeitslosen, denn Außenseiterwettbewerb von nichtorganisierten Arbeitslosen und Arbeitgebern wird ausgeschaltet. Eine Abschaffung dieses tarifrechtlichen Prinzips oder zumindest der Verzicht auf seine Anwendung würde mehr Lohndifferenzierung und damit bessere Beschäftigungschancen für Randgruppen eröffnen. Zusätzlich sollte das Tarifvertragsrecht so liberalisiert werden, daß auch in Gewerkschaft und Arbeitgeberverbänden organisierte Arbeitslose und Unternehmen "Einstiegstarife"

(1) Vgl. ausführlicher dazu Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 1987/88: Vorrang für die Wachstumspolitik. Stuttgart 1987, Tz. 385 ff.

vereinbaren können, die unter dem Tariflohn liegen (1). Im Gegensatz zu Beschäftigungsprogrammen sind solche ordnungspolitischen Maßnahmen nicht nur billig, sondern auch wirkungsvoll, da sie an der Wurzel des Problems ansetzen.

51. Zu bedenken ist freilich, daß der Wirksamkeit der Lohnflexibilität nach unten Grenzen gesetzt sind: Durch die übermäßige Belastung der Einkommen mit Steuern und Sozialabgaben ist die Differenz zwischen den Nettoarbeitseinkommen und den Sozialtransfers vielfach so gering, daß es kaum noch Anreize gibt, eine Erwerbstätigkeit aufzunehmen (2). Damit ist in erster Linie die Finanzpolitik gefordert, diese Belastung nennenswert zu senken.

4. Wechselkursorientierung gefährdet Glaubwürdigkeit der Geldpolitik

52. Bei der Bekanntgabe des Geldmengenziels für das Jahr 1988 hat die Bundesbank abermals eine Zuwachsrate von 3-6 vH angekündigt. Anders als im Vorjahr hat die Notenbank jedoch als Geldmengenaggregat anstelle der Zentralbankgeldmenge die Geldmenge M3 gewählt. Als Begründung dafür wird angeführt, daß in der Geldmenge M3 der Bargeldumlauf ein geringeres Gewicht habe als in der Zentralbankgeldmenge. Der Bargeldumlauf habe zuletzt aufgrund von Sondereinflüssen besonders kräftig expandiert; entsprechend überzeichne die Zentralbankgeldmenge nach Ansicht der Bundesbank die monetäre Entwicklung. Dem hätte prinzipiell auch durch eine höhere Expansionsrate für die Zentralbankgeldmenge Rechnung getragen werden können, wenn die stärkere Zunahme des Bargeldumlaufs als nachhaltiges Phänomen angesehen wird. Es stellt sich daher die Frage, ob die Geldmenge M3 als geldpolitische Orientierungsgröße Vorteile hat.

53. Eine geldpolitische Zielgröße soll insbesondere gut steuerbar sein und einen engen Zusammenhang zur realen Wirtschaftsentwicklung aufweisen; eine Verstärkung der wirtschaftlichen Aktivität wäre nämlich die beste Voraussetzung für Preisniveaustabilität über einen längeren Zeitraum. Orientiert man sich an diesen

(1) Vgl. Roland Vaubel, Möglichkeiten einer erfolgreichen Beschäftigungspolitik. Institut für Volkswirtschaftslehre und Statistik der Universität Mannheim, Diskussionspapier Nr. 353-87, Mannheim 1987.

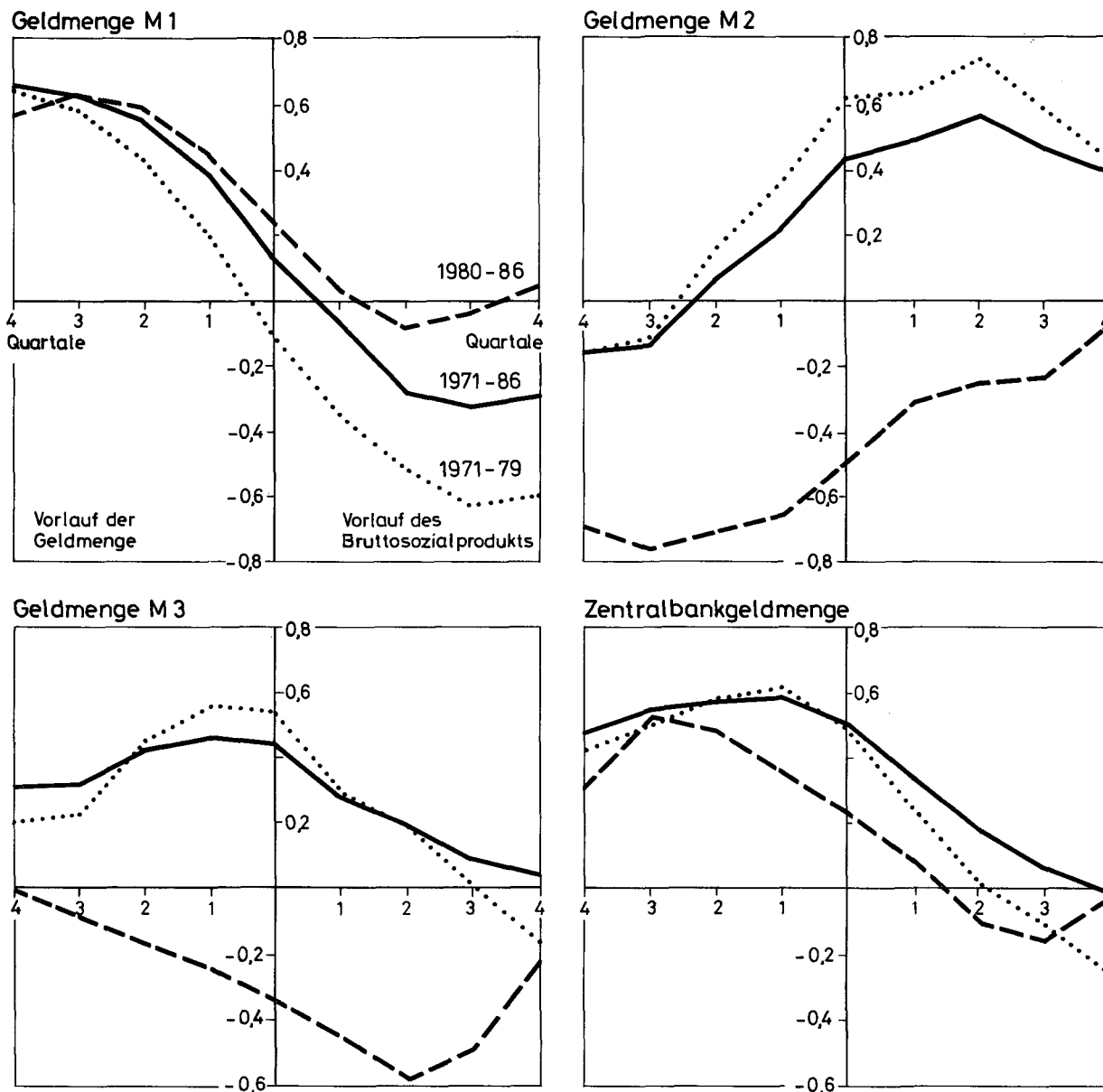
(2) Vgl. Alfred Boss, "Finanzpolitik seit 1982: Stärker wachstumsorientiert?". Die Weltwirtschaft, 1986, H. 1, S. 47 ff.

Anforderungen, dann ist der Wechsel der Zielvariablen bedenklich. Die Geldmenge M3 umfaßt nämlich in erheblichem Umfang Spar- und Termineinlagen, die weniger eine Zahlungsmittel- als eine Wertaufbewahrungsfunktion erfüllen. Die Steuerung der Geldmenge M3 ist schwierig, da die Bundesbank mit ihrem Instrumentarium nachhaltig nur die Bedingungen am Geldmarkt und nicht die am Kapitalmarkt beeinflussen kann, die für die Entwicklung von Spar- und Termineinlagen maßgeblich sind. Aus diesen Gründen weist die Geldmenge M3 eine weniger enge Beziehung zur wirtschaftlichen Aktivität auf als etwa die Geldmenge M1 oder die Zentralbankgeldmenge. Dies zeigen Korrelationsrechnungen zwischen zeitverzögerten Veränderungen verschiedener Geldmengenaggregate und Veränderungen des realen Brutto-sozialprodukts (Schaubild 8). Schon in den siebziger Jahren war bei der Geldmenge M3 der Zusammenhang mit der realwirtschaftlichen Entwicklung weniger eng als bei der Zentralbankgeldmenge und der Geldmenge M1. Auch hatte M3 einen wesentlich geringeren zeitlichen Vorlauf als etwa M1. In den achtziger Jahren ist sogar zu beobachten, daß eine Zunahme von M3 mit einer Abnahme des realen Sozialprodukts einhergeht. Entscheidend für die Wahl von M3 dürfte daher vor allem gewesen sein, daß bei diesem Aggregat die Wahrscheinlichkeit einer abermaligen Zielüberschreitung am niedrigsten angesetzt wird. Die Geldmenge M3 weist nämlich von allen monetären Aggregaten in der Vergangenheit die geringsten Schwankungen auf.

54. Trotz der Verkündung von Geldmengenzielen ist die Bundesbank schon seit zwei Jahren vor allem bemüht, den Außenwert der D-Mark nicht zu stark herauf-schnellen zu lassen. Dabei wurde mit dem Hinweis auf die erreichte Preisniveau-stabilität eine Geldmengenentwicklung zugelassen, die weit über das hinausging, was nötig war, um den Anstieg des Produktionspotentials finanziell zu alimentieren. Die enttäuschenden Erfahrungen, die in der Vergangenheit mit einer wechselkurs-orientierten Geldpolitik gemacht wurden, sind offenbar vergessen. So war der monetäre Überhang, der Ende der siebziger Jahre im Rahmen einer solchen Strategie entstand, maßgeblich für die kräftige Zunahme des Preisanstiegs und die anschließende Stabilisierungsrezession zu Beginn der achtziger Jahre.

55. Noch gewichtiger auf die mittlere Frist ist, daß eine wechselkurs- und kon-junkturorientierte Geldpolitik das Fehlverhalten von Tarifparteien und Versäumnisse der Finanzpolitik überdeckt und damit toleriert. Es besteht dann die Gefahr, daß sich das Wachstum des Produktionspotentials abschwächt. Eine Rückkehr der Geld-politik auf einen stetigen, potentialorientierten Pfad, verbunden mit der Ankün-

Schaubild 8 - Der Zusammenhang zwischen der wirtschaftlichen Aktivität und verschiedenen Geldmengenaggregaten 1971-1986 - Ergebnisse von Korrelationsrechnungen zwischen zeitverzögerten Veränderungen der Geldmenge und des realen Bruttosozialprodukts(a)



(a) Zur Berechnung des Korrelationskoeffizienten wurden gleitende Dreiquartalsdurchschnitte der Veränderungsrate gegenüber dem Vorquartal verwendet.

Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte. Frankfurt/M., lfd. Jgg.; eigene Berechnungen.

digung, die Wechselkursentwicklung dem Markt zu überlassen, erscheint somit als der beste Beitrag, den die Geldpolitik für ein stetiges Wachstum leisten kann. Je früher die Verlangsamung der Geldmengenausweitung vorgenommen wird, desto geringer ist die Gefahr, daß es später zu einem um so stärkeren Kurswechsel der Geldpolitik kommt, der die stetige, wenn auch mäßige Aufwärtsentwicklung beenden würde.