

Stephan Schulmeister

Rezession in Deutschland verschlechtert die Wachstumsaussichten für Westeuropa

Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 1997

Als Grundlage für eine Prognose werden zunächst die wichtigsten Ursachen der mittelfristigen Wachstumsschwankungen der Weltwirtschaft seit Mitte der sechziger Jahre skizziert. Drei Zusammenhänge sollen dabei besonders herausgearbeitet werden:

- die Auswirkungen der Schwankungen von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars auf die Preise von Rohstoffen, insbesondere von Erdöl, die Terms of Trade und damit die Verteilung der Welthandelsenerlöse zwischen den Industrieländern, Erdölexporteuren, sonstigen Entwicklungsländern und den Oststaaten (ehemalige Planwirtschaften); denn die starken Verschiebungen der Kaufkraft zwischen den wichtigsten Ländergruppen haben die Dynamik des internationalen Güter- und Einkommenskreislaufs und damit das mittelfristige Wachstumstempo der Weltwirtschaft nachhaltig beeinflusst;
- die Rolle der Wirtschaftspolitik der führenden Industrienationen bei der Überwindung der durch „Fruktionen“ im internationalen Wirtschaftskreislauf ausgelösten Weltrezessionen;
- Zinsentwicklung und Wachstumsverlangsamung in den wichtigsten Industrieländern seit 1988

Nach fünf Jahren unterschiedlicher Entwicklung dürfte die Wirtschaft in den wichtigsten Industrieländern ab 1994 wieder etwa gleichschrittig expandieren. Über den gesamten Prognosezeitraum 1992/1997 wird die Produktion in den USA im Durchschnitt um fast 3%, jene in Westeuropa nur um etwa 2% pro Jahr wachsen: 1993 wird sich die Konjunktur in Westeuropa nochmals verschlechtern, in den USA aber weiter verbessern. Insgesamt sollte die Produktion in den Industrieländern von 1992 bis 1997 um durchschnittlich 2½% pro Jahr zunehmen. Gleichzeitig werden sich die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen stabiler entwickeln als in den achtziger Jahren. Zinssatz und Wechselkurs des Dollars bleiben niedrig, die Rohstoffpreise steigen nur mäßig, der Realzins für internationale Schulden wird nur knapp positiv sein. Unter diesen Bedingungen könnten die Weltproduktion im Durchschnitt um knapp 3½% und der Welthandel um 6% pro Jahr wachsen.

In der Phase zwischen 1965 und 1973 gewährleisteten niedrige und stabile Dollarzinsen sowie feste Wechselkurse verlässliche Rahmenbedingungen

Wachstumsschwankungen seit Mitte der sechziger Jahre

für Gütertausch und Direktinvestitionen. Im besonderen trug der bis 1971 stabile Dollarkurs dazu bei

daß sich die Preise von Industriewaren, Erdöl und sonstigen Rohstoffen etwa gleichschrittig entwickelten. Die Terms of Trade zwischen den wichtigsten Ländergruppen verschoben sich daher kaum, was wiederum eine gleich kräftige Ausweitung ihrer Importnachfrage ermöglichte. Insgesamt expandierte der Welthandel zwischen 1965 und 1973 um durchschnittlich 8,6% pro Jahr, die Weltproduktion um 5,5% (Übersicht 1)

Der Übergang zu einem System schwankender Wechselkurse veränderte die monetären Rahmenbedingungen der Weltwirtschaft grundlegend. Der Kursverfall des Dollars zwischen 1971 und 1973 entwertete die realen Exporterlöse jener Länder, deren wichtigste Exportgüter in Dollar notieren (Rohstoffe, insbesondere Erdöl). Als Reaktion auf die Dollarabwertung begannen 1972 die Preise von Rohstoffen ohne Erdöl rasch zu steigen, 1973 nutzten dann die Erdölexporteure die Spannungen im Nahen Osten (Yom-Kippur-Krieg), um den Erdölpreis zu verdreifachen. Der zweite Erdölpreisschock wurde durch eine ähnliche Entwicklung ausgelöst: Zwischen 1976 und 1978 verlor der Dollar neuerlich stark an Wert, wieder stiegen zunächst die Preise von Rohstoffen ohne Erdöl, 1979 setzte die OPEC eine neuerliche Erdölpreissteigerung durch (Abbildung 1)

Die wichtigsten Prognoseergebnisse im Überblick

Übersicht 1

	Ø 1965/ 1973	Ø 1973/ 1979	Ø 1979/ 1985	Ø 1985/ 1992	Ø 1992/ 1997
Jährliche Veränderung in %					
Wechselkurs DM je Dollar	- 49	- 61	+ 82	- 37	+ 17
Absolut	3 62	2 29	2 47	1 78	1 69
Eurodollarzins absolut	7 1	8 4	12 1	7 0	4 4
Erdölpreis \$ je Barrel absolut		21 9	31 1	16 9	19 7
Welthandelspreise insgesamt	+ 6 0	+15 3	+ 0 7	+ 4 3	+ 3 4
Brennstoffe	+ 6 5	+28 5	+ 4 4	- 2 7	+ 4 6
Nahrungsmittel	+ 6 3	+13 7	- 0 3	+ 1 7	+ 1 8
Industrierohstoffe	+ 6 1	+14 1	+ 0 4	+ 3 2	+ 4 4
Industriewaren	+ 6 1	+12 5	- 0 3	+ 5 9	+ 3 4
Realzins für internationale Schulden absolut ¹⁾	0 7	- 7 7	11 0	2 6	1 0
Welthandel real insgesamt	+ 8 6	+ 3 3	+ 1 9	+ 5 3	+ 6 0
Importe der Industrieländer	+ 9 3	+ 2 6	+ 1 4	+ 5 8	+ 5 5
Importe der Erdölexporteure	+ 9 9	+12 9	+ 1 2	+ 1 9	+ 6 4
Importe der sonstigen Entwicklungsländer	+ 7 0	+ 4 5	+ 4 3	+ 8 3	+ 7 4
Importe der Oststaaten	+ 6 5	+ 1 2	+ 1 6	- 8 9	+ 7 8
BIP real insgesamt	+ 5 5	+ 3 6	+ 2 4	+ 2 6	+ 3 4
Industrieländer	+ 4 6	+ 2 6	+ 2 1	+ 2 6	+ 2 6
Erdölexporteure	+ 9 0	+ 5 4	+ 0 8	+ 2 7	+ 4 4
Sonstige Entwicklungsländer	+ 5 3	+ 5 1	+ 4 1	+ 4 9	+ 5 2
Oststaaten	+ 7 1	+ 3 5	+ 2 0	- 2 5	+ 0 5
OECD insgesamt	+ 4 6	+ 2 6	+ 2 1	+ 2 6	+ 2 6
OECD-Europa	+ 4 5	+ 2 5	+ 1 5	+ 2 5	+ 2 1
USA	+ 3 4	+ 2 4	+ 2 4	+ 2 2	+ 2 9
Japan	+ 9 7	+ 3 6	+ 3 7	+ 4 2	+ 3 1
BRD (Westdeutschland)	+ 4 1	+ 2 3	+ 1 1	+ 2 9	+ 1 8
Deutschland					+ 2 3

¹⁾ Eurodollarzins deflationiert mit den Welthandelspreisen insgesamt

Als Reaktion auf den ersten Erdölpreisschock drosselten die Industrieländer ihre Warenimporte, sodaß das gesamte Welthandelsvolumen trotz kräftiger Importsteigerungen der Erdölexporteure zwischen 1973 und 1975 um 6,3% sank. Dieser Einbruch wäre noch tiefer gewesen, hätten die nicht-erdölexportierenden Entwicklungsländer ihre Importe nicht im selben Zeitraum um 8,6% gesteigert (Abbildung 2)

Die Weltrezession 1974/75 wurde in erster Linie durch eine expansive Fiskal- und Geldpolitik der drei wichtigsten Industrieländer überwunden. Kräftige Ausweitungen des Defizits der öffentlichen Haushalte und deutliche Zinssenkungen in den USA, Japan und der BRD belebten 1976 und 1977 die Produktion und in hohem Maß auch die Importnachfrage und damit indirekt die Wirtschaft in den anderen Ländern (Abbildung 2)

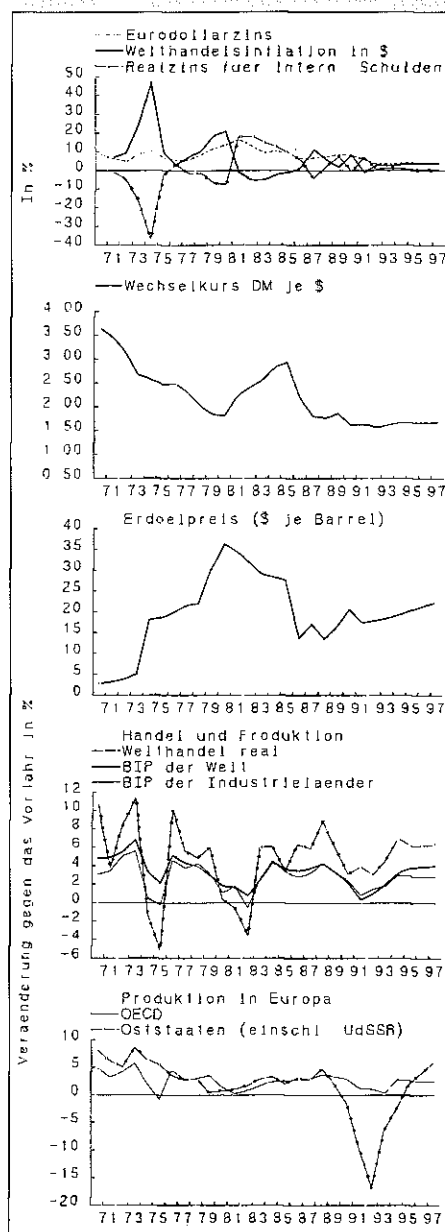
Die Entwicklung der Weltwirtschaft war somit in der gesamten Periode zwischen 1973 und 1979 durch niedrige Dollarzinsen, eine ausgeprägte Dollarabwertung, eine hohe Welthandelsinflation und überdurchschnittli-

che Erdölpreissteigerungen charakterisiert. Die „Hauptverlierer“ der damit verbundenen Verschiebung der Terms of Trade, die Industrieländer, reduzierten ihr Importwachstum von durchschnittlich 9,3% pro Jahr (1965/

Die Entwicklung der Weltwirtschaft war zwischen 1973 und 1979 durch niedrige Dollarzinsen, eine ausgeprägte Dollarabwertung, eine hohe Welthandelsinflation und überdurchschnittlich starke Erdölpreissteigerungen charakterisiert. Die „Hauptverlierer“ der damit verbundenen Verschiebung der Terms of Trade, die Industrieländer, reduzierten ihr Importwachstum viel deutlicher, als die „Gewinner“, die Erdölexporteure, es ausweiteten, das Welthandelswachstum ließ daher merklich nach.

1973) auf 2,6% (1973/1979) und damit viel stärker, als die „Gewinner“, die Erdölexporteure, es ausweiteten (von 9,9% auf 12,9%). Die sonstigen Entwicklungsländer steigerten ihre Importe um durchschnittlich 4,5% pro

Entwicklungstendenzen der Weltwirtschaft *Abbildung 1*

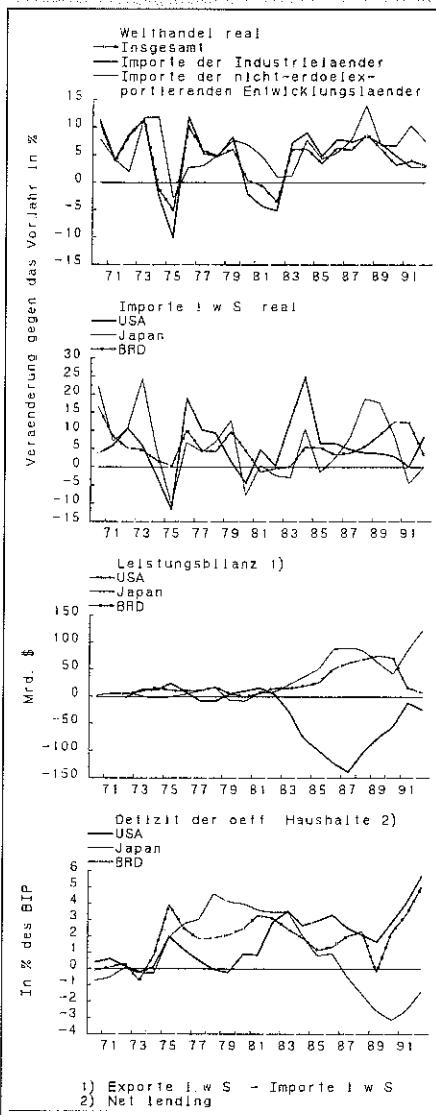


Zinssatz und Wechselkurs des Dollars werden bis 1997 niedrig bleiben, die Rohstoffpreise nur mäßig steigen. Insgesamt werden die Welthandelspreise bis 1997 um etwa 3/4% pro Jahr zunehmen. Der Realzins für internationale Schulden wird im Durchschnitt mit 1% viel niedriger sein als in den achtziger Jahren. In Westeuropa und Japan wird sich die Konjunktur erst 1994 beleben, in der Folge dürfte sich die Produktion in den wichtigsten Industrieländern etwa gleichschrittig entwickeln. Wegen der tiefen Transformationskrise in der GUS dürfte sich die Produktion in den Oststaaten insgesamt erst ab 1995 erholen.

Jahr, mußten dafür aber höhere Leistungsbilanzdefizite und damit eine wachsende Auslandsverschuldung in Kauf nehmen. Da jedoch der Anstieg der Exportpreise dieser Länder zwischen 1973 und 1979 (+14,0%) den durchschnittlichen Dollarzins (8,4%) deutlich übertraf, war der Realzins für

Nachfragedynamik in der Weltwirtschaft

Abbildung 2



Internationale Rezessionen wurden bisher durch eine im Vergleich zu den Industrieländern viel kräftigere Importnachfrage der nicht-erdölexportierenden Entwicklungsländer gemildert. Die Belebung der Weltkonjunktur ging umgekehrt von einer Nachfrageexpansion der Industrieländer aus. Hatten 1975/76 alle drei führenden Industrienationen durch eine kräftige Ausweitung ihrer Budgetdefizite den Konjunkturaufschwung eingeleitet, so übernahmen 1983/84 die USA allein die Rolle einer „Konjunkturlokomotive“. Wegen des enorm gestiegenen Budgetdefizits und des niedrigen Dollarkurses werden die USA diese Funktion 1993 nicht nochmals ausüben können.

1979), jenes der Weltproduktion von 5,5% auf 3,6%

Auf den zweiten Erdölpreisschock reagierten die Industrieländer mit einer Hochzinspolitik, die in den USA besonders deutlich ausgeprägt war. Der Anstieg der Dollarzinsen ließ auch den Dollarkurs in die Höhe schnellen; gemeinsam mit der Rezession in den Industrieländern trug dies dazu bei, daß die Preise von Rohstoffen ohne Erdöl zwischen 1979 und 1985 um fast 20% sanken. Im selben Zeitraum nahmen die Energiepreise infolge des Erdölpreisschocks um fast 30% zu, die Preise der Industriewaren stagnierten. Daher verschoben sich die Terms of Trade neuerlich zugunsten der Erdölexporture und zu Lasten der Industrieländer und der nicht-erdölexportierenden Entwicklungsländer. Darauf reagierten die Industrieländer mit einer starken Rücknahme ihrer Warenimporte (1979/1982 -11,4%). Ähnlich wie 1974/75 milderten die nicht-erdölexportierenden Entwicklungsländer die internationale Rezession durch hohe Importsteigerungen (1979/1982 +13,0%). Gleichzeitig sanken ihre Exporterlöse infolge der Importeinschränkung der Industrieländer sowie fallender Exportpreise, während der Zinsendienst für die in den siebziger Jahren akkumulierten Auslandsschulden rasch stieg. Diese Entwicklung verursachte 1982 den Ausbruch der internationalen Schuldenkrise, welche die nicht-erdölexportierenden Entwicklungsländer zu einer Drosselung ihres Importwachstums zwang (Abbildung 2).

Die internationale Rezession 1979/1982 wurde in erster Linie durch einen fiskalpolitischen Impuls der USA überwunden. Von 1981 bis 1983 stieg das Defizit der öffentlichen Haushalte in den USA im Ausmaß von fast 3 Prozentpunkten des BIP. Da gleichzeitig die Dollaraufwertung anhielt, belebte dieser Impuls die Nachfrage nach ausländischen Gütern und Dienstleistungen besonders stark, die Gesamtimporte der USA expandierten von 1982 bis 1984 um 40,6%. Im selben Zeitraum steigerten Japan und die BRD ihre Importe lediglich um 4,1% bzw. 5,5%, hauptsächlich infolge einer restriktiven Fiskalpolitik; die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zwischen den drei größten Industrienationen vertieften sich daher

enorm: Japan und die BRD verzeichneten wachsende Leistungsbilanzüberschüsse, die USA mußten immer höhere Defizite hinnehmen (Abbildung 2).

Die unterschiedlichen Reaktionen der einzelnen Ländergruppen auf den zweiten Erdölpreisschock, den Anstieg von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars sowie den Verfall der Preise sonstiger Rohstoffe verursachten gemeinsam mit der Asymmetrie in der Wirtschaftspolitik der drei größten Industrieländer so starke „Friktionsverluste“ im internationalen Güter- und Einkommenskreislauf, daß das mittelfristige Wachstum der Weltwirtschaft zwischen 1979 und 1985 auf das niedrigste Niveau der Nachkriegszeit sank (Welthandel +1,9%, Weltproduktion +2,4%)

Seit 1985 wurde die Entwicklung der Weltwirtschaft durch zwei unterschiedliche Wachstumsphasen geprägt: Von 1985 bis 1988 expandier-

Der Anstieg von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars, der zweite Erdölpreisschock sowie der Verfall der Preise sonstiger Rohstoffe ließen das mittelfristige Wachstum der Weltwirtschaft zwischen 1979 und 1985 auf das niedrigste Niveau der Nachkriegszeit sinken.

ten der Welthandel und die Weltproduktion real um durchschnittlich 7,0% bzw. 3,8% und damit wesentlich rascher als in den siebziger und achtziger Jahren, von 1988 bis 1992 verlor die Weltwirtschaft stark an Dynamik, der Welthandel wuchs im Durchschnitt um nur noch 4,0%, die Weltproduktion sogar um nur 1,7%

Vier Entwicklungen begünstigten die kräftige Beschleunigung des internationalen Güter- und Einkommenskreislaufs nach 1985: der Rückgang von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars, der Verfall des Erdölpreises und der Anstieg der Preise der übrigen Rohstoffe (Abbildung 1). Dadurch verschoben sich die Terms of Trade und damit die Verteilung der Welthandelserlöse neuerlich stark, diesmal aber zugunsten der Länder mit besonders hoher Importneigung (nicht-erdölexportierende Entwicklungsländer) und zu Lasten der Überschußländer (Erdölexporture des Mittleren

ihre Auslandsschulden besonders niedrig (-6,6%)

Insgesamt waren daher die durch den ersten Erdölpreisschock ausgelösten „Friktionsverluste“ im internationalen Güter- und Einkommenskreislauf erheblich, das Welthandelwachstum sank von durchschnittlich 8,6% (1965/1973) auf 3,3% (1973/

Ostens) Überdies profitierten die nicht-erdölexportierenden Entwicklungsländer vom raschen Rückgang des Realzinses für ihre Auslandschulden (1980/1985 12,1%, 1986/1988 2,5%). Als Folge dieser Kaufkraftverschiebungen steigerten die nicht-erdölexportierenden Entwicklungsländer und die Industrieländer ihre Warenimporte 1985/1988 um durchschnittlich 9,0% bzw 7,9% pro Jahr und damit viel deutlicher, als die Erdölexporter sie einschränkten (-4,1%), so daß sich das gesamte Welthandelswachstum auf 7,0% pro Jahr beschleunigte

Der deutliche Rückgang des Welthandelswachstums seit 1988 ist hauptsächlich eine Folge der außerordentlich lang dauernden Konjunkturabschwächung in den Industrieländern: Von 1988 bis 1992 wuchsen ihre Importe um nur 4,3% pro Jahr, etwa halb so rasch wie 1985/1988. Wie immer in Phasen einer schwachen Weltkonjunktur steigerten die nicht-erdölexportierenden Entwicklungsländer ihre Warenimporte überdurchschnittlich stark (+7,8%). Da gleichzeitig die Erdölpreise anzogen (+5,8%), jene der übrigen Rohstoffe aber fielen (-3,1%), hat sich die Leistungsbilanz dieser Länder seit 1988 wieder stark verschlechtert

Vier Entwicklungen belebten die Weltkonjunktur nach 1985: der Rückgang von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars, der Verfall des Erdölpreises und der Anstieg der Preise der übrigen Rohstoffe. Dadurch verschoben sich die Terms of Trade neuerlich stark, diesmal aber zugunsten der Länder mit besonders hoher Importneigung und zu Lasten der Überschußländer. Als Folge dieser Kaufkraftverschiebungen beschleunigte sich das gesamte Welthandelswachstum von 1985 bis 1988 auf 7,0% pro Jahr.

In den Oststaaten verursachten der Zusammenbruch des planwirtschaftlichen Systems und die Probleme im Übergang zu einer Marktwirtschaft einen tiefen Einbruch in Produktion und Außenhandel. Zwischen 1988 und 1992 sank das Produktionsvolumen der Oststaaten um mehr als 25%, das Außenhandelsvolumen sogar um mehr als 40%, in erster Linie infolge

des Zusammenbruchs des Intra-Handels der Oststaaten

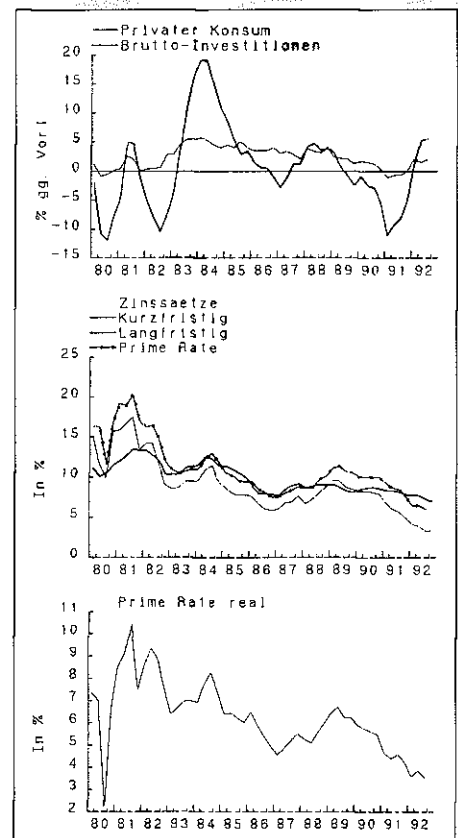
Zinsentwicklung und Wachstumsabschwächung in den Industrieländern seit 1988

Die Konjunkturabschwächung, die Ende 1988 in Nordamerika ihren Ausgang nahm und 1991 sämtliche Industrieländer erfaßte, unterscheidet sich wesentlich von früheren Rezessionen: Sie wurde durch keinen die gesamte Weltwirtschaft treffenden „Schock“ ausgelöst. Daher setzte die Wachstumsverlangsamung nicht gleichzeitig in den wichtigsten Industrieländern ein, sondern zeitverschieben. Dementsprechend wurde auch das Konjunkturtief in den einzelnen Ländern zu unterschiedlichen Zeiten erreicht (USA, Kanada und Großbritannien 1991, Japan 1992, BRD und die meisten anderen westeuropäischen Länder 1993). Das aggregierte BIP aller Industrieländer sinkt daher in keinem einzelnen Jahr, über drei Jahre (1991/1993) stagniert es aber nahezu.

Ein Vergleich der Entwicklung der Endnachfragekomponenten mit jener verschiedener möglicher Bestimmungsgründe zeigt, daß die Zinsentwicklung seit 1987 eine wesentliche Ursache der Wachstumsverlangsamung in den wichtigsten Industrieländern war. Dies gilt insbesondere für die Entwicklung der Prime Rate, also jenes Zinssatzes, zu dem sich private Haushalte und Unternehmen bei Banken verschulden. Dieser Zins ist nicht nur ein Indikator der Kosten von Bankkrediten für die Anschaffung dauerhafter Konsumgüter und für Investitionen, sondern auch für den privaten Wohnbau (Prime Rate und Hypothekenzinsen entwickelten sich weitgehend parallel).

In den USA begann die Prime Rate bereits Anfang 1987 zu steigen, bis Mitte 1989 erhöhte sie sich von 7,5% auf 11,3% (Abbildung 3). Dadurch stiegen die Zinszahlungen der privaten Haushalte und Unternehmen für Bankkredite um etwa 50% (das Volumen dieser Kredite war seit dem Konjunkturaufschwung 1983/84 besonders stark gestiegen). Nicht zuletzt deshalb schwächten sich der private Wohnbau (Housing Starts) sowie die Neuzulassungen von Pkw bereits

Zinssätze und Endnachfrage in den USA Abbildung 3



Der seit 1988 anhaltende Konjunkturabschwächung in den USA wurde in erster Linie durch einen starken Zinsanstieg verursacht. Dadurch nahmen die Zinszahlungen für die in den achtziger Jahren besonders stark gestiegenen Schulden von privaten Haushalten und Unternehmen sprunghaft zu; dies erzwang eine Einschränkung des privaten Konsums und insbesondere der Investitionen. Der ausgeprägte Zinsrückgang seit Ende 1990 war eine wichtige Voraussetzung dafür, daß sich die Konjunktur der USA seit Ende 1991 wieder erholt.

1987 ab, Mitte 1988 begannen die gesamten Bauinvestitionen zu sinken, Anfang 1989 verlor das Wachstum der Ausrüstungs- und damit auch der Gesamtinvestitionen stark an Dynamik. Gleichzeitig ließ auch die Nachfrage der privaten Haushalte deutlich nach. Die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit der Golfkrise dämpfte in der zweiten Hälfte 1990 die Konsum- und insbesondere die Investitionsnachfrage zusätzlich, 1991 erreichte die Konjunktur in den USA ihren Tiefpunkt (Abbildung 3).

Ende 1990 begann die Prime Rate in den USA deutlich zu sinken, bis Ende 1992 ging sie von 10,0% auf 6,0% zurück, den niedrigsten Stand seit Anfang der siebziger Jahre. Dies schuf gemeinsam mit einer starken Auswei-

tung des Defizits der öffentlichen Haushalte (Abbildung 2) die Voraussetzungen für eine Konjunkturbelebung: Ende 1991 begann der private Wohnungsbau kräftig zu expandieren, wenig später belebten sich auch die gesamten Bau- und Ausrüstungsinvestitionen sowie der private Konsum (Abbildung 3)

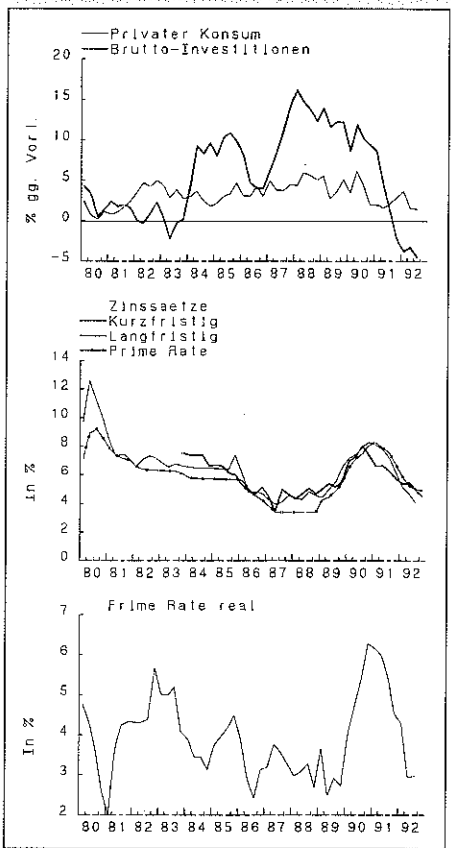
In Kanada und Großbritannien verlief die Entwicklung von Zinssätzen und Endnachfragekomponenten ähnlich. In Kanada stieg die Prime Rate vom I Quartal 1987 bis zum II Quartal 1990 von 9,1% auf 14,8%, in Großbritannien von 8,3% (II Quartal 1988) auf 15,0% (I Quartal 1990). In beiden Ländern wurden dadurch der private Wohnungsbau, die sonstigen Bauinvestitionen sowie die Ausrüstungsinvestitionen besonders gedämpft. In Kanada setzte die Wachstumsabschwächung bereits Mitte 1988 ein, in Großbritannien ein Jahr später (auch der Zinsanstieg hatte in Großbritannien etwa ein Jahr später begonnen als in Kanada).

durch die ab Anfang 1991 sinkenden Zinsen nicht mehr gestoppt werden konnte: Bis Mitte 1992 sanken die Aktienkurse an der Börse von Tokio um etwa 60% (die Grundstückspreise gingen um fast 25% zurück). Als Folge dieser Entwicklung ließ das Wachstum des privaten Konsums und insbesondere jenes der Investitionen Mitte 1991 deutlich nach (Abbildung 4). Da gleichzeitig auch die Exporte stark an Dynamik einbüßten (in erster Linie wegen der Rezession in den USA), nahm das Wachstum der Gesamtproduktion deutlich ab, es betrug 1992 nur 1,8%, der niedrigste Wert seit 1974.

Die seit 1988 anhaltende Konjunkturabschwächung in den Industrieländern wurde in hohem Maß durch einen starken Zinsanstieg verursacht. Die erhöhten Zinszahlungen für die in den achtziger Jahren besonders kräftig gestiegenen Schulden zwangen Unternehmen und Haushalte, ihre Nachfrage einzuschränken. Der private Wohnbau, Pkw-Anschaffungen und die Investitionen waren davon besonders stark betroffen.

Auch in Westdeutschland wurde die Prime Rate zwischen dem IV Quartal 1988 und dem I Quartal 1991 erheblich hinaufgesetzt (von 6,0% auf 10,5%). Die dämpfenden Effekte dieser Kreditverteuerung wurden jedoch zunächst von den kurzfristig stark expansiven Auswirkungen der Wiedervereinigung überlagert. Zwischen Mitte 1990 (Inkrafttreten der Wirtschafts- und Währungsunion) und Mitte 1991 erlebte die westdeutsche Wirtschaft einen Boom, das BNP expandierte um 5,5%. Der Umtausch von Ostmark in DM im Verhältnis 1 : 1 hatte einen sprunghaften Anstieg der Nachfrage der ehemaligen DDR nach westdeutschen Gütern zur Folge. Diese Nachfrageverlagerung sowie ein drastischer Rückgang der ostdeutschen Exporte infolge ihrer Verteuerung durch die Währungsunion verursachten allerdings gleichzeitig einen Zusammenbruch der Produktion in Ostdeutschland. Dies ließ wiederum die Transferzahlungen an die neuen Bundesländer so stark steigen, daß sich das Defizit der öffentlichen Haushalte in Westdeutschland sprunghaft erhöhte. Um diese Entwicklung einzudämmen, trat am 1. Juli 1991 ein Zu-

Zinssätze und Endnachfrage in Japan Abbildung 4

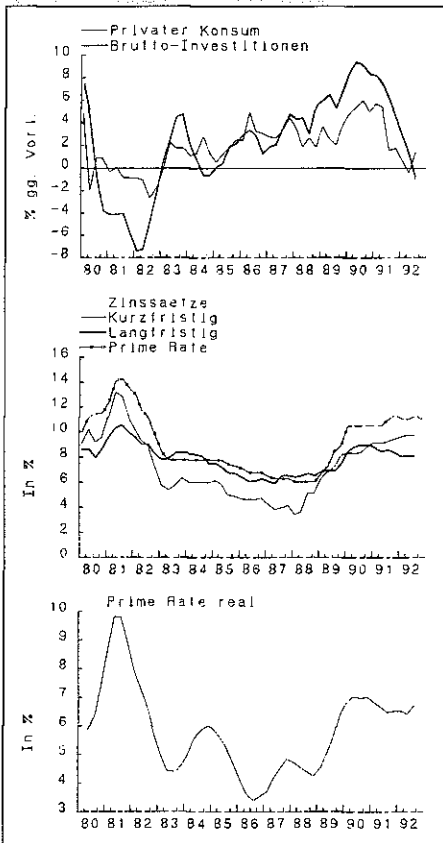


Der starke Zinsanstieg in Japan zwischen 1988 und 1990 hat wesentlich zum Zusammenbruch des Aktien- und Immobilienmarktes beigetragen. Dieser erschütterte das Vertrauen von Unternehmen und Haushalten so sehr, daß Japan in die schwerste Rezession der Nachkriegszeit schlitterte. Der deutliche Rückgang der Zinsen seit 1991 bildet zwar eine Voraussetzung für eine Konjunkturbelebung, diese dürfte aber erst in der zweiten Hälfte 1993 eintreten, wenn das fiskalische Stimulierungsprogramm der Regierung wirksam wird.

schlag von 7,5% auf die Lohn- und Einkommensteuer in Kraft, befristet auf ein Jahr. Darauf reagierten die Unternehmen und Haushalte mit einer unerwartet deutlichen Nachfrage-dämpfung: Vom 1 zum 2 Halbjahr 1991 sank das Wachstum des privaten Konsums von 5,5% auf 1,7%, jenes der Ausrüstungsinvestitionen von 13,5% auf 4,8%. Gleichzeitig verloren auch die westdeutschen Gesamtexporte erheblich an Dynamik, das Wachstum des BNP verlangsamte sich daher von 5,3% auf 2,0%, jenes der Industrieproduktion sogar von 5,5% auf 0,5%.

Die Talfahrt der westdeutschen Wirtschaft setzte sich im Laufe des Jahres 1992 kontinuierlich fort, gegen Jahresende begann die Gesamtpro-

Zinssätze und Endnachfrage in Westdeutschland *Abbildung 5*



Die dämpfenden Effekte des Zinsanstiegs in Westdeutschland wurden zunächst von den expansiven Auswirkungen der Wiedervereinigung überlagert. Mit der Einführung eines „Solidarzuschlags“ auf die Lohn- und Einkommensteuer Mitte 1991 begann das Wachstum des privaten Konsums und der Investitionen stark zu fallen. Die Talfahrt der westdeutschen Wirtschaft konnte bisher nicht zuletzt deshalb nicht gestoppt werden, weil die Zinsen, insbesondere die Prime Rate, außerordentlich hoch blieben.

duktion bereits zu schrumpfen. Dazu hat die anhaltend restriktive Geldpolitik der Bundesbank wesentlich beigetragen. Der Anstieg der kurzfristigen Zinsen ließ den Wechselkurs der DM nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern auch gegenüber anderen europäischen Währungen stark steigen (im Gefolge der Turbulenzen im EWS, die durch die deutsche Hochzinspolitik mitverursacht worden waren). Der reale DM-Kurs erreichte das höchste Niveau der Nachkriegszeit, was wiederum die Exportdynamik schwächte. Gleichzeitig dämpften die extrem hohen Kreditkosten (die Prime Rate betrug Ende 1992 nominell 11% und real 7%) den privaten Konsum und die Investitionen (Abbildung 5).

Der Wegfall des Zuschlags von 7,5% auf die Lohn- und Einkommensteuer

Mitte 1992 stimulierte die Konsumnachfrage wegen der stark verschlechterten Wirtschaftserwartungen kaum (Abbildung 5). Insgesamt hat daher diese Steuererhöhung im Zusammenwirken mit der Hochzinspolitik der Bundesbank die Konjunktur in Westdeutschland so sehr gedämpft, daß auch das eigentliche Ziel dieser Maßnahme, nämlich die Budgetstabilisierung, verfehlt wurde: Vom II. Quartal 1991 bis zum II. Quartal 1992 wuchs das Defizit der öffentlichen Haushalte von 3,7% auf 5,0% des Brutto-Nationalproduktes (die Einnahmen aus der Sondersteuer blieben weit niedriger als die zusätzlichen Nettoausgaben infolge des Konjunkturereintruchs, der durch diese Sondersteuer mitverursacht worden war).

Langsame Belebung der Konjunktur in den Industrieländern bis 1995

Die mittelfristige Entwicklung der Weltwirtschaft bis 1997 wird wesentlich davon abhängen, ob es den führenden Industrieländern gelingt, ihre Wirtschaftspolitik besser aufeinander abzustimmen, um so die Divergenzen im Konjunkturverlauf zwischen den USA, Japan und Westeuropa zu überwinden: Eine Fortsetzung der „asynchronen“ Entwicklung seit Ende der achtziger Jahre birgt die Gefahr, daß die im Vergleich zu früheren Erholungsphasen schwachen Auftriebskräfte in Nordamerika durch eine anhaltende Rezession in Westeuropa wieder gedämpft werden. Überdies ist eine gleichschrittige Entwicklung in den wichtigsten Industrieländern auch eine wesentliche Voraussetzung für ein stabiles Wachstum in den Entwicklungsländern und für eine zügige Überwindung der Transformationskrise in den ehemaligen Planwirtschaften.

In den USA wird sich die Konjunkturbelebung 1993 und 1994 fortsetzen, allerdings wird die Wirtschaft merklich langsamer wachsen als in früheren Aufschwungphasen (1993 +3,0%, 1994 +3,3%). Bereits 1992 erreichte das Zinsniveau in den USA den niedrigsten Stand seit mehr als 20 Jahren, der Wirtschaftspolitik wird es daher kaum gelingen, die seit Ende 1991

nur langsam vorankommende Erholung durch zusätzliche Impulse erheblich zu beschleunigen. Überdies wird das Exportwachstum der USA 1993 durch die Rezession in Westeuropa und Japan gedämpft werden. Da der reale Dollarkurs derzeit auf dem niedrigsten Stand der Nachkriegszeit liegt, werden auch die Importe der USA schwächer steigen als in früheren Aufschwungphasen. Die USA werden daher 1993/94 nicht in der Lage sein, die Rolle einer „Konjunkturlokomotive“ zu übernehmen und so die japanische und westeuropäische Wirtschaft aus der Rezession zu ziehen (im Gegensatz zum Konjunkturaufschwung 1983/84).

In Japan wird sich das Wirtschaftswachstum 1993 (+2,0%) nicht nennenswert beschleunigen: Die Konjunktur hat sich in jüngster Zeit weiter verschlechtert, auch dürfte das von der Regierung beschlossene Stimulierungsprogramm erst in der zweiten Jahreshälfte nachfragewirksam werden. Als Folge dieser expansiven Fiskalpolitik (die Staatsausgaben sollen um mehr als 2% des BIP ausgeweitet werden) und nochmals leicht sinkender Zinssätze dürfte sich das Wachstum in Japan 1994 auf 3,0% erhöhen. Die Erholung wird somit schwächer ausfallen als in früheren Aufschwungphasen, in erster Linie wegen der nur langsamen Konjunkturbelebung in den anderen Industrieländern.

Die Ausgangsbedingungen für die kurzfristige Entwicklung der westdeutschen Wirtschaft sind sehr ungünstig: Der reale Wechselkurs der DM liegt derzeit auf dem höchsten Niveau der Nachkriegszeit, die deutsche Exportwirtschaft wird daher von einer Belebung der Konjunktur in anderen Ländern, insbesondere in den USA, nur wenig profitieren können. Gleichzeitig werden die im Hinblick auf die anhaltende Rezession sehr hohen Zinsen die westdeutsche Konjunktur auf doppelte Weise dämpfen: Erstens senken sie die Investitionsbereitschaft der Unternehmen und privaten Haushalte (privater Wohnbau) sowie die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern (insbesondere Pkw), und zweitens bedeutet jede deutlich positive Differenz zwischen Zinssatz und nomineller Wachstumsrate, daß die Budgetdefizite ihre konjunkturstabilisierende Wirkung verlieren.

sierende Wirkung immer mehr verlieren, weil ein wachsender Teil auf Zinszahlungen entfällt

Die letztgenannte Problematik ist für die mittelfristige Entwicklung der deutschen Wirtschaft von großer Bedeutung, insbesondere weil das Defizit der öffentlichen Haushalte in Westdeutschland Ende 1992 auf das höchsten Niveau seit den fünfziger Jahren gestiegen ist. Die für eine rasche Modernisierung der ostdeutschen Wirtschaft notwendigen Infrastrukturinvestitionen machen eine mehrjährige Überschußnachfrage der öffentlichen Haushalte notwendig (Primärdefizit = Budgetdefizit ohne Zinszahlungen). Bei längerfristig konstanter Steuerquote läßt sich eine solche Überschußnachfrage in Relation zum BIP stabil halten, allerdings nur dann, wenn der Zinssatz für die Staatsschuld niedriger

In den USA und Japan wurden die Zinsen seit Ende 1990 stark gesenkt und so die monetären Voraussetzungen für einen Konjunkturaufschwung geschaffen. In der BRD verharrten die Zinsen jedoch bis zuletzt auf einem — im Hinblick auf die anhaltende Rezession — extrem hohen Niveau. Dies dämpft nicht nur die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern sowie die Investitionen, sondern bewirkt auch, daß die Zinszahlungen für die Staatsschuld einen immer größeren Teil des Budgetdefizits absorbieren.

ist als die nominelle Wachstumsrate. Übersteigt der Zinssatz hingegen das BIP-Wachstum, so entsteht folgendes Dilemma: Hält der Staat seine Überschußnachfrage aufrecht, so nimmt das Budgetdefizit (einschließlich Zinszahlungen) relativ zum BIP kontinuierlich zu; verringert der Staat andererseits seine Überschußnachfrage, würde sich im konkreten Fall der Modernisierungsprozeß in Ostdeutschland längerfristig verzögern

Besonders problematisch ist eine Einschränkung der öffentlichen Überschußnachfrage durch Senkung der Staatsausgaben und/oder Steuererhöhungen in einer Rezession, weil dadurch die Gesamtproduktion zusätzlich gedämpft wird, und dies zieht wiederum sinkende Steuereinnahmen und wachsende öffentliche Transfer-

ausgaben nach sich (dieser „Teufelskreis“ wird durch die Auswirkungen der Einführung eines Zuschlags von 7,5% auf die Lohn- und Einkommensteuer Mitte 1991 eindrucksvoll demonstriert)

Geht man davon aus, daß die westdeutsche Wirtschaft in den kommenden 5 Jahren um durchschnittlich 2,0% pro Jahr wachsen wird bei einer gesamtwirtschaftlichen Inflation von etwa 3,0%, so ergibt sich aufgrund dieser Überlegungen, daß das mit diesem Szenario kompatible Nominalzinsniveau bei durchschnittlich 5% liegt, also etwas niedriger als 1988 (Abbildung 5). Dies gilt nicht nur für die Anleihezinsen, sondern auch für die Prime Rate (die Zusammenhänge zwischen Zinssatz, Einnahmewachstum und Schuldenakkumulation gelten analog für die privaten Unternehmen, die wegen ihrer Investitionstätigkeit Überschußnachfrager und damit Nettoschuldner sind).

Die vorliegende Prognose nimmt an, daß die Zinsen in der BRD 1993 in mehreren Schritten deutlich gesenkt werden, allerdings nicht in dem oben skizzierten Ausmaß. Überdies wird die Bundesbank erst bei einer deutlichen Inflationsabschwächung ihre Geldpolitik lockern, die Zinssenkungen dürften daher die Rezession in Deutschland erst in der zweiten Jahreshälfte bremsen. Deshalb wird der Wechselkurs der DM gegenüber dem Dollar nur leicht sinken (um etwa 6%), diese Abwertung wird nicht ausreichen, die deutschen Exporte deutlich zu beleben. Überdies geht die Prognose davon aus, daß der von der Regierung geplante „Solidarpakt“ zur Eindämmung der Budgetdefizite 1993 noch nicht wirksam wird, also die Rezession nicht verschärft. Unter diesen Annahmen dürfte das BNP in Westdeutschland 1993 um etwa 1% schrumpfen, in der BRD insgesamt um etwa 0,7% (Ostdeutschland +3,5%). Erst 1994 wird sich das Wachstum in Westdeutschland beleben (+2,5%), weitere Zinssenkungen, eine leichte Abwertung der DM gegenüber dem Dollar sowie eine Verbesserung der internationalen Konjunktur werden das Wachstum von Investitionen und Exporten beschleunigen, der private Konsum dürfte hingegen wegen des „Solidarpakts“ gedämpft bleiben.

Unter diesen Bedingungen wird sich die Wirtschaft der drei größten Industrieländer ab 1994 etwa gleichschrittlig entwickeln. Bis 1997 dürfte die Wirtschaft der USA im Durchschnitt um 2,7% expandieren und damit etwas rascher als das westdeutsche BNP (+2,5%) — das Zinsniveau wird in den USA weiterhin merklich niedriger sein als in der BRD. Aus diesem Grund sowie wegen der anhaltend hohen Folgekosten der Wiedervereinigung wird die Fiskalpolitik in Deutschland restriktiver sein als in den USA. Aufgrund des Zinsdifferentials wird überdies die DM gegenüber dem Dollar überbewertet bleiben. Die japanische Wirtschaft wird von 1994 bis 1997 um durchschnittlich 3,5% pro Jahr expandieren, das Wachstumsdifferential zu den übrigen Industrieländern wird somit kleiner sein als in den siebziger und achtziger Jahren.

Beschleunigung des mittelfristigen Wachstums der Weltwirtschaft

Der Wachstumstrend von Welthandel und Weltproduktion wird auch in den kommenden 5 Jahren maßgeblich von der Entwicklung von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars sowie der Preise von Rohstoffen, insbesondere von Erdöl, beeinflusst sein; das Zusammenwirken dieser Variablen bestimmt nicht nur die Terms of Trade im Welthandel, sondern auch die realen Kosten internationaler Kredite und damit die Kaufkraftverschiebungen zwischen Ländern mit unterschiedlicher Importneigung.

Zinssatz und Wechselkurs der Weltwährung werden auch mittelfristig niedrig bleiben. In Anbetracht der hohen Budgetdefizite und des dadurch eingeschränkten Spielraums der Fiskalpolitik sowie der hohen Auslandsverschuldung werden die USA versuchen, das Wachstum von Investitionen und Exporten durch eine lockere Geldpolitik und damit einen niedrigen Dollarzins und Dollarkurs zu fördern. Die Prognose unterstellt einen Eurodollarzins (Dreimonatsgeld) von 4,4% und einen DM-Dollarkurs von knapp 1,70 im Durchschnitt der Jahre 1993/1997 (Übersicht 1).

Der niedrige Dollarkurs sowie die Konjunkturerholung in den Industrieländern wird dazu beitragen, daß sich

auch die Rohstoffpreise wieder beleben, allerdings nicht stärker als die Industriewarenpreise (Übersicht 1). Es sind daher keine ausgeprägten Verschiebungen der Terms of Trade zu erwarten, lediglich die Erdölexporteure werden durch eine mittelfristig leicht überdurchschnittliche Entwicklung der Erdölpreise leichte Terms-of-Trade-Gewinne erzielen

Insgesamt werden die Welthandelspreise nur um durchschnittlich 3,4% pro Jahr zunehmen, der Realzins für internationale Schulden wird daher zwischen 1993 und 1997 nur 1,0% betragen und damit merklich unter dem Niveau der achtziger Jahre bleiben. Dies wird die Schuldenkrise der Entwicklungsländer und einiger Oststaaten (insbesondere der GUS) entschärfen

Die ehemaligen Planwirtschaften werden sich in den kommenden 5 Jahren sehr unterschiedlich entwickeln. Während die wichtigsten Länder in Ostmitteleuropa (Polen, Tschechien, Ungarn) den Übergang von einer Plan- zu einer Marktwirtschaft zum Großteil bereits bewältigt haben, wurde die GUS erst 1992 voll von der Transformationskrise erfaßt. Die vorliegende Prognose nimmt daher an, daß die Wirtschaft der GUS 1993 und 1994 weiter schrumpft und sich erst 1996 und 1997 deutlich erholt. In den übrigen Oststaaten dürfte die Produktion 1993 stagnieren, ab 1994 aber kräftig wachsen.

Diese Rahmenbedingungen lassen erwarten, daß sich das mittelfristige Produktionswachstum in den wichtigsten Ländergruppen merklich beschleunigt. In den Industrieländern dürfte die Wirtschaft 1992/1997 im Durchschnitt um 2,6% pro Jahr wachsen (1988/1992 +2,0%), in Westeuropa wird das Wachstum wegen der erst 1994 einsetzenden Konjunkturbe-

lebung deutlich schwächer ausfallen (1992/1997 +2,1%). Diese Prognose unterstellt, daß der Integrationsprozeß das mittelfristige Wachstumstempo in Westeuropa nicht wesentlich beschleunigen wird. Die Schaffung des europäischen Binnenmarktes dürfte zwar Handel und Produktion in den EG-Ländern stimulieren, gleichzeitig wird aber die latente Unsicherheit über das EWS und damit über den weiteren monetären Integrationsprozeß dämpfend wirken (insbesondere solange die Bundesbank ihren Restriktionskurs beibehält). Überdies werden einige Länder wie Italien, Spanien und Griechenland zu einer mittelfristig restriktiven Wirtschaftspolitik gezwungen sein, um die Bedingungen für die Teilnahme an der Wirtschafts- und Währungsunion bis 1997 zu erfüllen

In den erdölexportierenden Entwicklungsländern dürfte die Produktion bis 1997 um 4,4% zunehmen, etwa gleich rasch wie 1988/1992. In den sonstigen Entwicklungsländern wird sich das Wirtschaftswachstum von 3,9% (1988/1992) auf 5,2% (1992/1997) beschleunigen. Niedrige Dollarzinsen, steigende Rohstoffpreise und der Konjunkturaufschwung in den USA lassen insbesondere für Lateinamerika eine dynamische Entwicklung erwarten

Die ehemaligen Planwirtschaften werden sich in den kommenden 5 Jahren sehr unterschiedlich entwickeln. Während die wichtigsten Länder in Ostmitteleuropa (Polen, Tschechien, Ungarn) den Übergang von einer Plan- zu einer Marktwirtschaft zum Großteil bereits bewältigt haben, wurde die GUS erst 1992 voll von der Transformationskrise erfaßt (die Produktion dürfte um etwa 20% gesunken sein). Die vorliegende Prognose nimmt daher an, daß die Wirtschaft in der GUS 1993 und 1994 weiter schrumpft und sich erst 1996 und 1997 deutlich

erholt. In den übrigen Oststaaten dürfte die Produktion 1993 stagnieren, ab 1994 aber kräftig wachsen (bis 1997 um etwa 4,5% pro Jahr). Insgesamt wird daher die Produktion in den Oststaaten von 1992 bis 1997 nur geringfügig steigen (um 0,5% pro Jahr)

Unter diesen Annahmen wird die gesamte Weltproduktion 1992/1997 im Durchschnitt um 3,4% pro Jahr expandieren, ähnlich rasch wie Mitte der achtziger Jahre (Abbildung 1)

Entsprechend der Beschleunigung des mittelfristigen Produktionswachstums wird auch die Importnachfrage der meisten Ländergruppen von 1992 bis 1997 rascher expandieren als 1988/1992 (Übersicht 1). Das Importwachstum der nicht-erdölexportierenden Entwicklungsländer wird sich allerdings nicht weiter erhöhen: Die starke Verschlechterung ihrer Leistungsbilanz seit 1988 wird diese Länder 1993 und 1994 zu einer leichten Drosselung ihrer Importnachfrage zwingen. Die Annahme kräftiger Importsteigerungen der Oststaaten erklärt sich nicht nur aus dem äußerst niedrigen Ausgangsniveau (zwischen 1988 und 1992 hat sich das Importvolumen der Oststaaten einschließlich ihres Intra-Handels nahezu halbiert), sondern auch daraus, daß die Länder Osteuropas in der Aufschwungphase ihre Nachfrage nach westlichen Investitionsgütern besonders stark ausweiten werden. Überdies unterstellt die Prognose, daß die GUS einen Teil ihrer Produktionsausfälle durch zusätzliche Importe ausgleichen wird (dies impliziert, daß die GUS in der Transformationskrise mit westlichen Krediten unterstützt wird). Aufgrund der Importdynamik der vier Ländergruppen ergibt sich für 1992/1997 eine deutliche Beschleunigung im Welthandelswachstum auf durchschnittlich 6,0% pro Jahr (Abbildung 1).