

Stephan Schulmeister\*)

# Belebung in den USA, Abschwächung in Westdeutschland und Japan

## Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 1998

**D**as Wachstum der Weltwirtschaft ist in den kommenden fünf Jahren entscheidend von zwei Entwicklungen bestimmt, dem Expansionstempo im Welthandel und der Belebung der Binnenkonjunktur in den Industrieländern, insbesondere der Investitionsdynamik

### Die Prognoseergebnisse im Überblick

Die Rahmenbedingungen für einen relativ friktionsfreien Ablauf des weltwirtschaftlichen Güter- und Finanzierungskreislaufs dürften bis Ende der neunziger Jahre merklich stabiler sein als in den siebziger und achtziger Jahren und so eine Beschleunigung des mittelfristigen Welthandelwachstums auf mehr als 6% pro Jahr ermöglichen. Besonders dynamisch expandiert im Prognosezeitraum 1993/1998 der Außenhandel der Entwicklungsländer und Oststaaten (ehemalige Planwirtschaften), jener der Industrieländer nimmt unterdurchschnittlich zu.

Die Ausgangsbedingungen für die mittelfristige Entwicklung in den westeuropäischen Industrieländern sind ungünstig. Die Rezession seit Anfang der neunziger Jahre ließ die Arbeitslosigkeit enorm steigen und erhöhte gleichzeitig Budgetdefizite und Staatsschuld drastisch. Diese Budgetdefizite reichten freilich bisher nicht aus, die Re-

**Der Welthandel expandiert bis 1998 um mehr als 6% pro Jahr und damit rascher als in den siebziger und achtziger Jahren. Die Rahmenbedingungen für den weltwirtschaftlichen Güter- und Finanzierungskreislauf entwickeln sich stabil: Zinssatz und Wechselkurs des Dollars bleiben niedrig, Rohstoffe verteuern sich mäßig, der Realzins für internationale Schulden beträgt im Durchschnitt 1993/1998 weniger als 2%. Überdies verstärkt die schrittweise Realisierung des jüngsten GATT-Abkommens die internationale Arbeitsteilung. Dynamisch entwickelt sich der internationale Handel nur in den Entwicklungsländern und den ehemaligen Planwirtschaften, der Außenhandel der Industrieländer nimmt unterdurchschnittlich zu: Das mittelfristige Wirtschaftswachstum beschleunigt sich in den europäischen Industrieländern nicht und verlangsamt sich in Westdeutschland sogar deutlich. Auch die japanische Wirtschaft dürfte bis 1998 langsamer expandieren als seit Mitte der achtziger Jahre. Lediglich in den USA wird sich das Wachstumstempo merklich erhöhen.**

zession zu überwinden, denn sie entfallen zum größten Teil auf Zinszahlungen für die Staatsschuld. Überdies verzögern die anhaltend hohen Realzinsen in Westeuropa eine Belebung der privaten Investitionen und damit der Konjunktur.

Besonders ungünstig sind die Wachstumsbedingungen der westdeutschen Wirtschaft. Als Folge der Wiedervereinigung hat sich die Lage der Staatsfinanzen viel stärker verschlechtert als in den meisten anderen europäischen Industrieländern, das hohe Zinsniveau und der hohe Wechselkurs der DM ließen die Investitionen überdurchschnittlich schrumpfen. Steuererhöhungen und Kürzungen von Sozialausgaben werden die Nachfrage der privaten Haushalte zu einem Zeitpunkt dämpfen, zu dem die Unternehmen noch nicht zu kräftigen Investitionssteigerungen bereit sind, sodaß der Konjunkturaufschwung geschwächt und verzögert wird.

Die vorliegende Prognose nimmt an, daß die Wirtschaft in den Industrieländern bis 1998 um durchschnittlich 2¼% pro Jahr wächst und damit etwa

so rasch wie seit Mitte der achtziger Jahre. Während sich das mittelfristige Wachstumstempo in den USA leicht beschleunigt (auf 2½% pro Jahr), fällt es in Japan (2¼%) und Westdeutschland (1½%) deutlich geringer aus als zwischen 1985 und 1993. In den übrigen europäischen Industrieländern expandiert die Gesamtproduktion bis 1998 um durchschnittlich 2¼% und damit merklich stärker als in Westdeutschland.

\*) Die Aufbereitung der statistischen Daten erfolgte unter Mitarbeit von Eva Sokoll.

Grundlage dieser Prognose bildet eine Analyse jener Faktoren, welche in der Vergangenheit das Welthandelswachstum bzw die Investitionsdynamik in den Industrieländern nachhaltig beeinflussten.

## Dynamik des weltwirtschaftlichen Güter- und Finanzierungskreislaufs

Bis Anfang der siebziger Jahre expandierte der Welthandel real um fast 10% pro Jahr; diese starke und kontinuierliche Ausweitung der internationalen Arbeitsteilung trug entscheidend zum hohen Wachstum der Weltwirtschaft in den fünfziger und sechziger Jahren bei. Zwei fundamentale soziale Innovationen setzten stabile Rahmenbedingungen für den internationalen Güter- und Finanzierungskreislauf: die schrittweise Liberalisierung des Welthandels im Rahmen des GATT und das Weltwährungssystem von Bretton Woods. Ein stabiler Wechselkurs des Dollars als

Ankerwährung der Weltwirtschaft verhinderte große Verschiebungen zwischen den — in Dollar notierenden — Rohstoffpreisen und den Preisen von Industriewaren, die Terms of Trade und damit die Verteilung der Welthandels-erlöse zwischen den wichtigsten Ländergruppen veränderten sich kaum. Außenhandel und Produktion der Industrieländer, Entwicklungsländer und der Oststaaten expandierten etwa gleichschrittig (Übersichten 1 und 2).

Mit der schrittweisen Aufgabe des Weltwährungssystems von Bretton Woods änderten sich die monetären Rahmenbedingungen grundlegend. Zwischen 1971 und 1973 verlor der Dollar relativ zu den vier anderen Reservewährungen nahezu 25% an Wert. Dies bedeutete eine Umverteilung der Welthandels-erlöse zu Lasten jener Länder, deren Exportpreise in Dollar notieren; am meisten waren davon die Erdölexporteure betroffen. Eine starke Marktposition (nicht zuletzt durch das OPEC-Kartell) ermöglichte es diesen Ländern 1973, den Erdölpreis relativ zu Industriewaren zu verdoppeln (Abbildung 1). Die Industrieländer reagierten auf diesen Erdölpreisschock mit einer drastischen Reduktion ihrer Importnachfrage; sie fiel stärker aus als die Importsteigerungen der Entwicklungsländer, insbesondere der Erdölexporteure, sodaß das gesamte Welthandelsvolumen 1974 und 1975 erstmals seit dem Zweiten Weltkrieg sank. Zwischen 1974 und 1977 blieben Dollarkurs und die relativen Preise zwischen Erdöl und Industriewaren stabil. Die starke Abwertung der Weltwährung zwischen 1977 und 1979 führte zum zweiten Erdölpreisschock. In der Folge schrumpfte das Welthandelsvolumen neuerlich beträchtlich und löste so die Rezession Anfang der achtziger Jahre aus (Abbildung 1).

Während die Industrieländer ihre Importe in den siebziger Jahren real nur noch halb so rasch steigerten wie in den fünfziger und sechziger Jahren, hielten die nicht-erdöl-exportierenden Entwicklungsländer ihre Importdynamik aufrecht und finanzierten ihre Leistungsbilanzdefizite durch eine zunehmende Auslandsverschuldung. Da der Realzins für internationale Schulden stark negativ war (Abbildung 1), verschlechterte diese Entwicklung ihre Schuld-Export-Relation nicht.

Auf den zweiten Erdölpreisschock reagierten die Industrieländer, insbesondere die USA, mit einer restriktiven Geldpolitik. Der rasche Anstieg der Dollarzinsen leitete den Aufwertungsprozeß des Dollars ein, zwischen 1980 und 1985 stieg sein Wert gegenüber den vier anderen Reservewährungen um fast 70%. Dies ließ wiederum die Dollarpreise im Welthandel absolut zurückgehen, zwischen 1980 und 1981 erhöhte sich daher der Realzins für die in den siebziger Jahren akkumulierten Schulden der Entwicklungsländer um mehr als 20 Prozentpunkte (Abbildung 1). In der Folge brach 1982 die internationale Schuldenkrise aus, die eine drastische Importreduktion und eine mehrjährige Stagnation der Produktion in den lateinamerikanischen und afrikanischen Entwicklungsländern erzwang (Übersicht 2). Nicht zuletzt deshalb verringerte sich das Welthandelswachstum in der ersten Hälfte der achtziger Jahre auf den niedrigsten Wert der Nachkriegszeit.

Zwischen 1985 und 1987 sank der Wechselkurs der Weltwährung etwa so stark, wie er in den vorangegangenen Jahren gestiegen war. Darauf reagierte Saudi-Arabien mit

### Die wichtigsten Prognoseergebnisse im Überblick

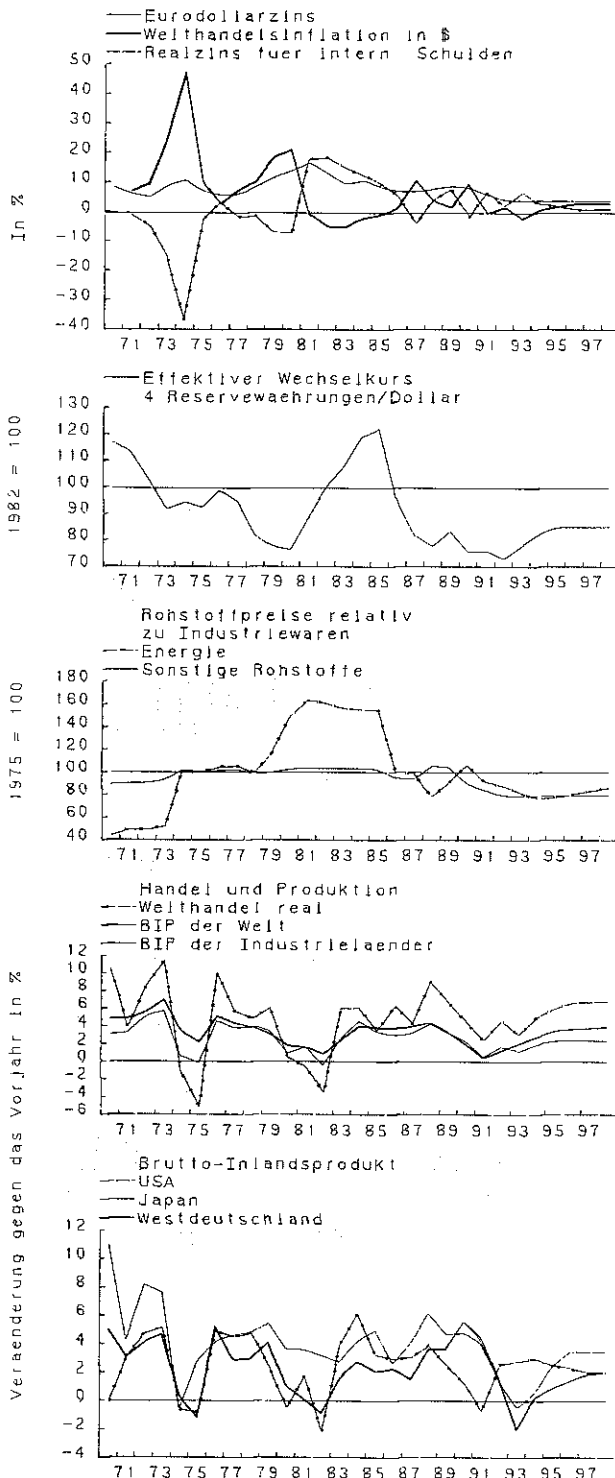
#### Übersicht 1

	1985/1973	1973/1979	1979/1985	1985/1993	1993/1998
	Durchschnittliche jährliche Veränderung in %				
Wechselkurs 4 Reservewährungen je Dollar	- 2,7	- 2,3	+ 8,7	- 5,2	+ 1,7
Eurodollarzins in %	7,1	8,4	12,1	6,6	3,9
Erdölpreis \$ je Barrel absolut		21,9	31,1	16,7	16,5
Welthandelspreise insgesamt	+ 6,0	+ 15,3	+ 0,7	+ 3,1	+ 2,5
Brennstoffe	+ 6,5	+ 28,5	+ 4,4	- 3,5	+ 3,2
Nahrungsmittel	+ 6,3	+ 13,7	- 0,3	+ 1,4	+ 2,9
Industrierohstoffe	+ 6,1	+ 14,1	+ 0,4	+ 0,6	+ 1,9
Industriewaren	+ 6,1	+ 12,5	- 0,3	+ 4,6	+ 2,0
Realzins für internationale Schulden <sup>1)</sup> in %	0,7	- 7,7	11,0	3,4	1,7
Welthandel real insgesamt	+ 8,6	+ 3,3	+ 1,9	+ 5,1	+ 6,2
Importe der Industrieländer	+ 9,3	+ 2,6	+ 1,4	+ 5,3	+ 5,6
Importe der Erdöl-exporteure	+ 9,9	+ 12,9	+ 1,2	+ 0,6	+ 5,5
Importe der sonstigen Entwicklungsländer	+ 7,0	+ 4,5	+ 4,3	+ 7,5	+ 8,0
Importe der Oststaaten	+ 6,5	+ 1,2	+ 1,6	- 1,0	+ 7,7
BIP real insgesamt	+ 5,5	+ 3,7	+ 2,4	+ 2,7	+ 3,7
Industrieländer	+ 4,6	+ 2,7	+ 2,1	+ 2,4	+ 2,3
Erdölexporteure	+ 9,0	+ 5,4	+ 0,9	+ 3,4	+ 3,9
Sonstige Entwicklungsländer	+ 5,3	+ 5,1	+ 4,2	+ 5,5	+ 5,9
Oststaaten	+ 7,1	+ 3,5	+ 1,6	- 3,8	+ 1,8
Ostmitteleuropa					+ 3,7
GUS					+ 1,1
OECD insgesamt	+ 4,6	+ 2,7	+ 2,1	+ 2,4	+ 2,3
OECD-Europa	+ 4,5	+ 2,5	+ 1,5	+ 2,2	+ 2,2
USA	+ 3,5	+ 2,5	+ 1,9	+ 2,2	+ 2,4
Japan	+ 9,7	+ 3,6	+ 3,7	+ 3,5	+ 2,7
BRD (Westdeutschland)	+ 4,1	+ 2,3	+ 1,1	+ 2,4	+ 1,4
Deutschland					+ 1,9

<sup>1)</sup> Eurodollarzins deflationiert mit den Welthandelspreisen insgesamt

Entwicklungstendenzen  
der Weltwirtschaft

Abbildung 1



Internationale Turbulenzen prägten die weltwirtschaftliche Entwicklung bis Mitte der achtziger Jahre. Auf die beiden Dollarabwertungen 1971/1973 und 1977/1979 folgten die zwei Erdölpreisschocks der Jahre 1973 und 1979. Dadurch beschleunigte sich die Gesamtinflation im Welthandel, der Realzins für internationale Schulden war zwischen 1970 und 1980 negativ. Die Dollaraufwertung 1980/1985 hatte eine Deflation im Welthandel zur Folge, der sprunghafte Anstieg der Realzinsen löste 1982 die internationale Schuldenkrise aus. Seit 1985 haben sich die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen stabilisiert, Zinssatz und Wechselkurs des Dollars sind stark gesunken, der Erdölpreis hat sich relativ zu den Industriewarenpreisen halbiert. Die Rezession zu Beginn der neunziger Jahre wurde daher nicht durch internationale Turbulenzen verursacht.

dem Versuch, durch eine Ausweitung seiner Erdölproduktion den Erdölpreis — vermeintlich nur kurzfristig — fallen zu lassen, um die übrigen OPEC-Länder zu einer Einhaltung ihrer Förderquoten zu zwingen und so die Voraussetzungen für einen neuerlichen Erdölpreisschock zu schaffen. Diese Strategie mündete wegen der geschwächten Marktposition der OPEC und insbesondere ihrer inneren Zerrissenheit in einem Desaster für die Erdölexporteure: Als Folge der Produktionsausweitungen Saudi-Arabiens halbierte sich der Erdölpreis zwischen 1985 und 1986 und ging bis 1988 wegen dauernder Überschreitungen der Förderquoten durch mehrere OPEC-Länder weiter zurück (Abbildung 1).

Seit Mitte der achtziger Jahre haben sich die Rahmenbedingungen für die Expansion des weltwirtschaftlichen Güter- und Finanzierungskreislaufs merklich verbessert. Der Eurodollarzins fiel auf seinen bisher tiefsten Wert, auch der Wechselkurs der Weltwährung ist bis 1992 deutlich gesunken, daher haben sich die Welthandelspreise im Vergleich zur Deflationsphase in der ersten Hälfte der achtziger Jahre belebt, sodaß der Realzins für internationale Schulden zwischen 1985 und 1993 nur 3,4% betrug (1980/1985 14,7%). Dies entschärfte die internationale Schuldenkrise und ermöglichte eine Beschleunigung des Importwachstums der meisten Entwicklungsländer, insbesondere in Lateinamerika, lediglich die afrikanischen Länder verharrten in einer tiefen Wirtschaftskrise (Übersicht 2).

Seit Mitte der achtziger Jahre haben sich die internationalen Rahmenbedingungen nicht nur stabilisiert, sondern gleichzeitig zugunsten der Industrieländer verändert. Insbesondere der starke Rückgang der Preise von Erdöl und sonstigen Rohstoffen ließ die Terms of Trade der Industrieländer um 1,9% pro Jahr steigen, jene der Erdölexporteure gingen um durchschnittlich 10,0% und jene der sonstigen Entwicklungsländer um 1,1% pro Jahr zurück. Daher kann die Rezession in den Industrieländern seit Ende der achtziger Jahre nicht durch spezifisch weltwirtschaftliche Entwicklungen erklärt werden. Einfacher Ausdruck dessen ist die Tatsache, daß sich das Welthandelsvolumen in den letzten Jahren viel besser entwickelte als die Produktion in den Industrieländern, im Gegensatz zu den Perioden 1974/75 und 1980/1982 (Abbildung 1).

### Längerfristige Tendenzen der Investitionsdynamik in den Industrieländern

Der ausgeprägte Rückgang des Wirtschaftswachstums in den Industrieländern seit Beginn der siebziger Jahre war neben der Abschwächung der Außenhandelsdynamik wesentlich durch eine Verlangsamung der Realkapitalbildung verursacht: Zwischen 1960 und 1972 stieg die reale Investitionsquote in den Industrieländern von 20% auf etwa 23%, bis 1992 ging sie auf etwa 21% zurück (in Westeuropa sank die Investitionsquote zwischen 1972 und 1992 noch stärker, nämlich von 25% auf weniger als 21%).

Einige Erklärungen für diese Investitionsschwäche lassen sich aus den längerfristigen Tendenzen der Verteilung der

Produktionseinkommen auf Löhne, Zinszahlungen für das eingesetzte Fremdkapital und die Unternehmereinkommen ableiten. Dieser Ansatz unterscheidet sich in zweifacher Hinsicht von der üblichen Darstellung der funktionellen Einkommensverteilung: Erstens werden die Zinseinkommen explizit ausgewiesen, und zweitens wird die Einkommensverteilung im privaten Unternehmenssektor untersucht (ohne Finanzsektor)<sup>1)</sup>. Im Zentrum der Untersuchung steht das Investitionsverhalten der privaten Unternehmer. Weiters soll geprüft werden, welchen Einfluß die Zinsentwicklung auf die Bereitschaft der Unternehmer hatte, Investitionen durch Kreditaufnahmen zu finanzieren. Schließlich werden die Konsequenzen einer sinkenden Verschuldungsbereitschaft des Unternehmenssektors für die mittelfristige Entwicklung der Staatsfinanzen beleuchtet. Diese Zusammenhänge werden am Beispiel der drei größten Industrieländer empirisch herausgearbeitet.

### Zinsentwicklung, Investitionsdynamik und Wirtschaftswachstum in den USA

Das zweite Diagramm von Abbildung 2 verdeutlicht, daß die Einkommensposition der privaten Unternehmer in den USA in hohem Maß von der Entwicklung der Zinsquote bestimmt wird, in erster Linie wegen der starken Schwankungen der nominellen Kreditzinsen (Prime Rate)<sup>2)</sup>. So stieg etwa zwischen 1965 und 1970 der nominelle Zinssatz um fast 75% (von 4,5% auf 7,8%); da gleichzeitig die Nettoverschuldung der Unternehmen zunahm (Abbildung 2), wuchsen die Zinszahlungen doppelt so rasch wie die gesamten Produktionseinkommen, die Zinsquote erhöhte sich von 2,3% auf 4,6%. Im selben Zeitraum wuchs die Lohnsumme um 8,1% rascher als die Gesamteinkommen, die Lohnquote stieg um 5,7 Prozentpunkte (von 70,6% auf 76,3%), die Unternehmerquote ging daher um 8,0 Prozentpunkte zurück (von 27,1% auf 19,1%).

Der Realzins (Nominalzins minus der Veränderungsrate des BIP-Deflators) blieb in diesen fünf Jahren etwa konstant, dennoch stiegen die Zinszahlungen weit überdurchschnittlich: Auch bei gleichbleibender Verschuldung und konstantem Realzins wachsen nämlich die Zinszahlungen als Folge eines inflationsbedingten Anstiegs der Nominalzinsen viel rascher als die Gesamteinkommen. Dies ergibt sich aus folgendem Akzeleratoreffekt: Jede nominelle Steigerung des Nominalzinssatzes  $i$  — gleichgültig ob durch Inflationsbeschleunigung oder Realzinsanstieg ausgelöst — erhöht die Finanzierungskosten des gesamten Bestands (stock) der Schuld  $D$  um  $(i_t - i_{t-1}) D$ , der „flow“

der Zinszahlungen wächst daher bei gleichbleibendem Schuldenstand um  $\frac{i_t - i_{t-1}}{i_{t-1}}$  und somit in jenem Ausmaß rascher als der absolute Zinsanstieg, in dem das Niveau der Zinszahlungen der Vorperiode kleiner ist als der Schuldenbestand  $\frac{1}{i_{t-1}}$ . Beschleunigt sich etwa die Inflation von 3% auf 6% und steigt der Nominalzins bei konstantem Realzins von 2% daher von 5% auf 8%, so wachsen die Zinszahlungen bei gleichbleibender Verschuldung um 60%  $\left(\frac{3}{5} \cdot 100\right)$ . Dieser Akzeleratoreffekt ergibt sich aus dem Konzept der Realzinsberechnung: Soll der reale Wert des „stock“ von Finanzvermögen und -verbindlichkeiten gleich bleiben, so muß der „flow“ der Zinszahlungen um den Faktor  $\left(\frac{1}{i_{t-1}}\right)$  rascher wachsen als die zusätzliche Inflation (= absolute Nominalzinssteigerung)

Da sich das Wachstum der Gesamteinkommen infolge der höheren Inflation *ceteris paribus* um nur 3 Prozentpunkte auf 6% beschleunigt, bewirkt ein Inflationsanstieg bei konstantem Realzins eine ausgeprägte Umverteilung von den Unternehmereinkommen zu den Zinseinkommen. Soll umgekehrt der Nominalzins verteilungsneutral an die Inflation angepaßt werden, so dürfte er ebenso wie Löhne und Gesamteinkommen nur im Ausmaß der Inflationsrate relativ steigen, im vorliegenden Beispiel also von 5,0% auf 5,3%. In diesem Fall würde allerdings nur der „flow“ der Zinszahlungen an die Inflation angepaßt, nicht aber der „stock“ von Finanzvermögen bzw. -verbindlichkeiten.

Dieser Akzeleratoreffekt ergibt sich analog dann, wenn die Nominalzinsen bei konstanter Inflation infolge höherer Realzinsen steigen — wie etwa in den USA zwischen 1977 und 1981 (Abbildung 2). Die Einkommen werden allerdings in diesem Fall stärker von den Unternehmern zu ihren Kreditgebern umverteilt als im Fall einer inflationsbedingten Nominalzinssteigerung, sofern sich nicht das reale Wirtschaftswachstum ebenso stark erhöht wie der Realzins.

Sinkt der Nominalzins infolge einer Inflationsabschwächung und/oder niedrigerer Realzinsen, so wirkt der Zinsakzelerator in umgekehrter Richtung: Die Zinszahlungen der Unternehmer sinken viel stärker als die Gesamteinkommen, ihre Einkommensposition verbessert sich daher<sup>3)</sup>.

Diese Zusammenhänge kommen in der Einkommensentwicklung in den USA seit 1970 besonders deutlich zum

<sup>1)</sup> Die Basis für die empirische Ermittlung eines „Volkseinkommens des privaten Unternehmenssektors“ bilden die „National Accounts — Volume 2“ welche laufend von der OECD publiziert werden — insbesondere Table 7.1 „Accounts for non-financial corporate and quasi-corporate enterprises“ (dieser Bereich umfaßt den privaten Unternehmenssektor ohne Finanzsektor und ohne Einzelunternehmen — für Westdeutschland sind allerdings auch die Einzelunternehmen in diesem Konto erfaßt). Diese Detailkonten ermöglichen es, den Betriebsüberschuß (operating surplus) in die von den privaten Unternehmen geleisteten Zinszahlungen (netto) und das Unternehmereinkommen als Restgröße aufzuschlüsseln. Dieses Unternehmereinkommen verteilt sich weiter auf die direkten Steuern der Unternehmen und die Gewinnentnahmen (einschließlich Dividendenzahlungen), der Rest (einschließlich der Netto-Transfereinnahmen) steht als Nettoersparnis gemeinsam mit der Netto-Kreditaufnahme (negatives Net Lending) zur Finanzierung der Nettoinvestitionen zur Verfügung.

Alle drei Einkommenskategorien — Lohnsumme, Zinszahlungen und Unternehmereinkommen — werden brutto erfaßt, also vor Abzug direkter Steuern.

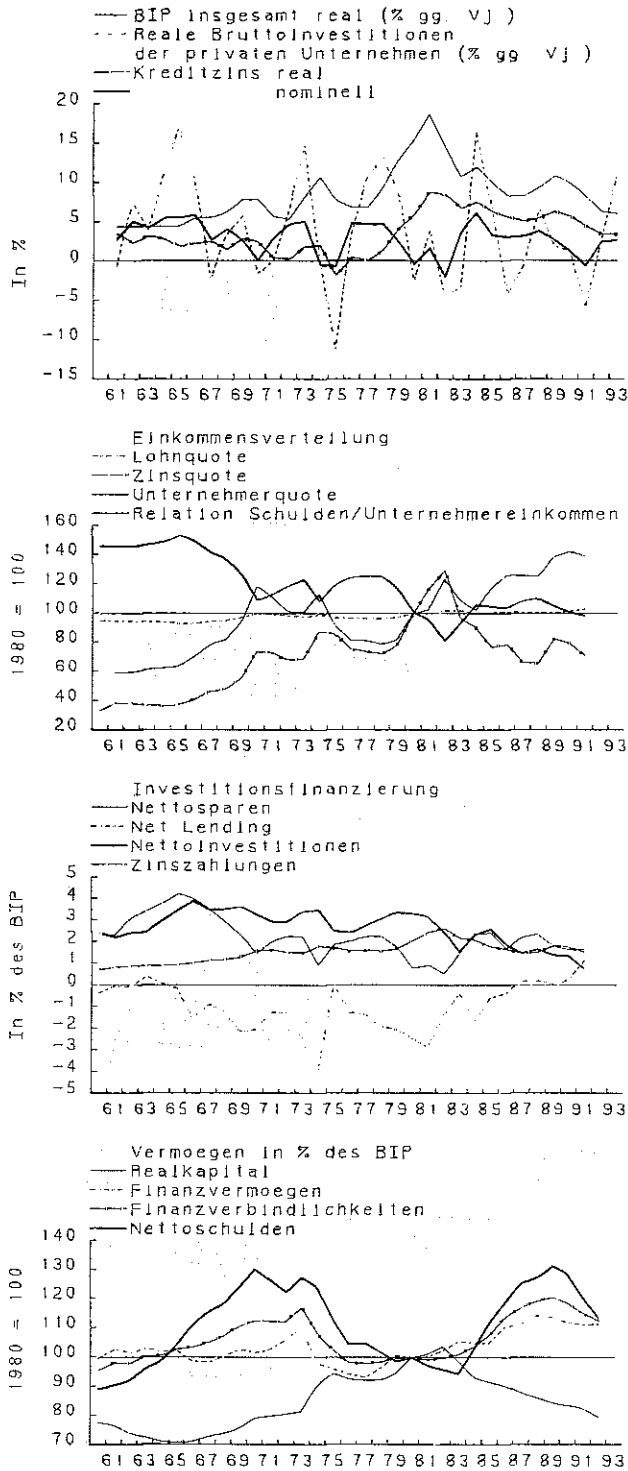
<sup>2)</sup> Die Prime Rate ist deshalb ein besserer Indikator für die Finanzierungskosten der Unternehmerinvestitionen als der üblicherweise verwendete Anleihezins, weil nur ein geringer Teil der Unternehmerverbindlichkeiten auf (festverzinsliche) Anleihen entfällt: In den USA betrug ihr Anteil 1992 etwa 30% in der BRD nur 5% (bezogen auf die gesamten Unternehmerverbindlichkeiten gegenüber dem Inland). Auch die hohen Korrelationskoeffizienten zwischen den Veränderungsdaten von Prime Rate und Zinszahlungen der privaten Unternehmen für die Periode 1960 bis 1991 bestätigen, daß der überwiegende Teil der Unternehmerverbindlichkeiten auf variabel verzinsten Bankkrediten entfällt: USA 0.83, Japan 0.73, BRD 0.79.

<sup>3)</sup> Diese Überlegungen unterstellen, daß der gesamte Schuldenbestand zu den jeweils gültigen Nominalzinsen verzinst wird; je höher der Anteil festverzinslicher Schulden an den Gesamtverbindlichkeiten, desto geringer ist der Akzeleratoreffekt von Nominalzinsschwankungen.

Zinssatz, Wachstumsrate und Investitionsdynamik im Unternehmenssektor

Abbildung 2

USA



Der Anteil der Unternehmer an den Produktionseinkommen wird in den USA in höherem Maß vom Zinsaufwand bestimmt als von den Lohnkosten. Zwischen 1965 und 1981 reagierten die Unternehmer auf die Verschlechterung ihrer Einkommensposition und damit auch ihrer Ersparnisbildung mit einer Ausweitung ihrer Kreditaufnahme (negatives Net Lending) und hielten so die Netto-Investitionsquote konstant. Seit 1981 hat sich die Einkommensposition der Unternehmer deutlich verbessert, dennoch gingen ihre Investitionen relativ zum BIP stark zurück: Seit 1980 liegt der Zinssatz dauernd über der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate, sodaß die Akkumulation von Finanzkapital im Vergleich zu Realkapital rentabler wurde. Die Unternehmer reduzierten daher ihre Investitionskreditaufnahme, ihr realer Kapitalstock wuchs deutlich langsamer als das BIP.

Ausdruck: Die Lohnquote ist seither nahezu konstant, die Einkommensposition der Unternehmer wurde daher überwiegend von den Schwankungen der Kreditzinsen bestimmt (parallele Entwicklung von Zinsquote und Nominalzins einerseits und gegenläufige Entwicklung von Zinsquote und Unternehmerquote andererseits; Abbildung 2). Zwischen 1970 und 1992 fiel die Unternehmerquote um 4,9 Prozentpunkte auf ihren bisher tiefsten Wert von 14,2%; infolge des starken Zinsanstiegs erhöhte sich die Zinsquote um 3,5 Prozentpunkte, die Lohnquote nahm im selben Zeitraum um nur 1,4 Prozentpunkte zu. Der starke Zinsrückgang in den achtziger Jahren ließ die Unternehmerquote bis 1988 rasch steigen, 1989 ging sie infolge eines deutlichen Zinsanstiegs, 1990 und 1991 infolge einer rezessionsbedingten Zunahme der Lohnquote wieder zurück.

Wie reagiert das Investitionsverhalten der Unternehmer auf die Schwankungen ihrer Einkommensposition? Da sich die Ersparnisbildung der privaten Unternehmen (Unternehmereinkommen plus Netto-Transfereinnahmen minus direkter Steuern und Gewinnentnahmen) parallel zum Unternehmereinkommen entwickelt (Abbildung 2), bedeutet jeder relative Rückgang des Einkommens der Unternehmer, daß auch ihre Ersparnisbildung relativ zum nominalen BIP sinkt. Unter diesen Bedingungen kann die Netto-Investitionsquote nur dann gehalten oder erhöht werden, wenn die Unternehmer bereit sind, ihre Kreditaufnahme zu steigern. Erwarten die Unternehmer, daß die Erträge ihrer Investitionsprojekte längerfristig höher sein werden als die Kosten ihrer Finanzierung, so werden sie ihr Investitionswachstum trotz eines relativen Einkommensrückgangs beibehalten und ihre Kreditaufnahme daher ausweiten. Verschlechtert sich ihre Einkommensposition jedoch infolge anhaltender Zinssteigerungen und einer dadurch mitverursachten Konjunkturabschwächung weiter, so steigt die Relation zwischen den Schulden und den Einkommen der Unternehmer sprunghaft und erzwingt eine Konsolidierung ihrer Finanzposition. Die Unternehmer werden daher ihre Kreditaufnahme und ihre Investitionen kurzfristig stark einschränken, und zwar auch dann, wenn sich ihre längerfristigen Ertragserwartungen nicht verschlechtern (auch als profitabel eingeschätzte Investitionsprojekte werden aus finanziellen Gründen zurückgestellt). Der Investitionsrückgang beschleunigt den Konjunkturabschwung und löst eine allgemeine Rezession aus. Im Konjunkturaufschwung verbessert sich die Einkommensposition der Unternehmer und damit auch ihre Ersparnisbildung; sind ihre längerfristigen Ertragserwartungen (weiterhin) optimistisch, so werden sie zusätzlich ihre Kreditaufnahme erhöhen, die Investitionen werden daher viel stärker expandieren als das BIP (die kurzfristig zurückgestellten Projekte werden realisiert). Haben sich die Wirtschaftserwartungen der Unternehmer im Verlauf der Rezession jedoch nachhaltig verschlechtert und erwarten sie insbesondere eine Abschwächung des längerfristigen Wirtschafts- und Ertragswachstums relativ zu den Fremdkapitalkosten (Zinsen), so werden sie ihre Investitionen und ihre Kreditaufnahme trotz einer verbesserten Einkommensposition nur unterdurchschnittlich wachsen lassen.

In der zweiten Hälfte der sechziger Jahre reagierten die Unternehmer in den USA auf den ausgeprägten Rück-

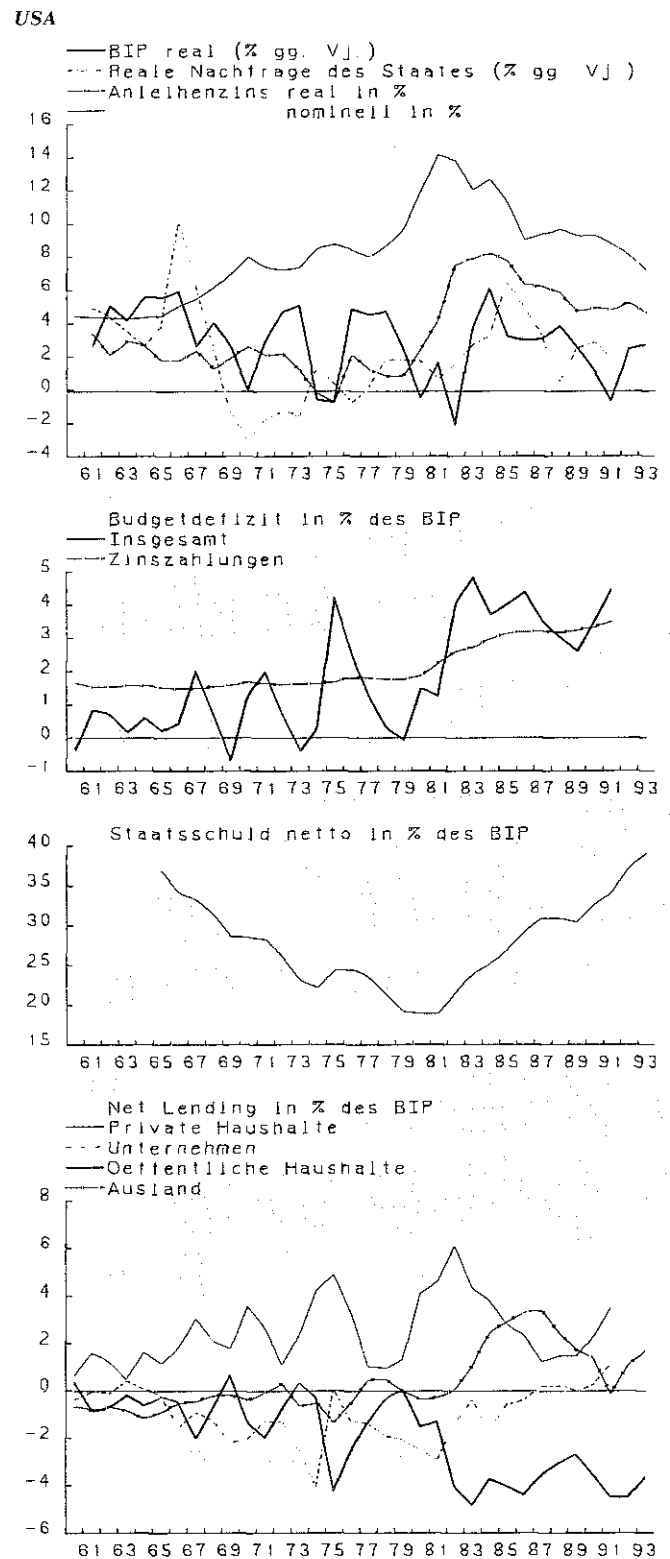
gang ihrer Einkommen und Ersparnisbildung (relativ zum BIP) mit einer starken Ausweitung der Kreditaufnahme; dadurch konnten sie ihre Investitionsnachfrage etwa im gleichen Tempo erhöhen wie die gesamtwirtschaftliche Produktion (Abbildung 2) Diese Entwicklung ließ allerdings die Relation zwischen den Nettoschulden und den Einkommen der Unternehmer rapide steigen, zwischen 1969 und 1971 schränkten sie daher ihre Kreditaufnahme relativ zum BIP deutlich ein (in erster Linie deshalb kam es 1970 zu einer Rezession; Abbildung 2)

Zwischen 1972 und 1974 weiteten die Unternehmer ihre Kreditaufnahme wieder stark aus, die Netto-Investitionsquote konnte so trotz eines Rückgangs der Ersparnisquote wieder erhöht werden. Da sich das Nominalzinsniveau zwischen 1972 und 1974 verdoppelte, verschlechterte sich die Einkommens- und Finanzposition der Unternehmer neuerlich, 1975 gingen Kreditaufnahme und Investitionen sprunghaft zurück und vertieften die Rezession (sie hatte bereits 1974 eingesetzt).

In der zweiten Hälfte der siebziger Jahre erhöhten die Unternehmer ihre Kreditaufnahme kontinuierlich, die Netto-Investitionsquote stieg bis 1979 und sank in den folgenden zwei Jahren nur geringfügig (trotz eines Rückgangs der Einkommens- und Ersparnisquote der Unternehmer seit 1978 als Folge der starken Nominalzinssteigerungen). Dies hatte wiederum eine ausgeprägte Verschlechterung der Finanzposition der Unternehmer zur Folge, die Relation zwischen Schulden und Einkommen nahm zwischen 1979 und 1982 um 50% zu. Darauf reagierten die Unternehmer 1982 und 1983 mit einer ausgeprägten Reduktion ihrer Kreditaufnahme und Investitionsnachfrage.

Im Gegensatz zu den Aufschwungphasen der sechziger und siebziger Jahre weiteten die Unternehmer nach 1982 ihre Kreditaufnahme zum Zweck der Investitionsfinanzierung nicht nur nicht aus (mit Ausnahme von 1984) sondern verringerten sie sogar deutlich. Obwohl ihre Einkommens- und Ersparnisquote infolge der starken Nominalzinssenkungen zwischen 1982 und 1988 merklich gestiegen war, erhöhten die Unternehmer die Netto-Investitionsquote lediglich 1984 deutlich, seit 1985 ist sie fast kontinuierlich auf das niedrigste Niveau seit dem Zweiten Weltkrieg gesunken. Offenbar hat sich in der Einschätzung der Unternehmer die Relation zwischen Realkapitalerträgen und den Kosten ihrer Finanzierung (Finanzkapitalerträgen) nachhaltig verschlechtert. Für diese Hypothese spricht die Tatsache, daß der Zinssatz seit 1979 dauernd über der Wachstumsrate der Gesamtwirtschaft lag, während er seit dem Zweiten Weltkrieg langfristig darunter geblieben war (lediglich in Rezessionen war das Zins-Wachstums-Differential positiv; Abbildung 2). Die Unternehmer haben sich diesen geänderten Bedingungen durch eine Umschichtung ihres Portefeuilles von Realkapital zu Finanzkapital angepaßt: Ihre Investitionen und damit ihr Realkapitalstock wuchsen zwischen 1982 und 1991 viel langsamer, ihr Finanzvermögen viel rascher als die Gesamtwirtschaft (Abbildung 2). Gleichzeitig weiteten sie ihre Finanzverbindlichkeiten deutlich aus; diese Kredite wurden aber nicht für die Realkapitalbildung verwen-

**Zinssatz, Wachstumsrate, öffentliche Nachfrage und gesamtwirtschaftliche Finanzierungssalden** Abbildung 3



Die sinkende Investitionsbereitschaft der Unternehmer und damit der Rückgang ihrer Kreditaufnahme seit 1981 trugen wesentlich dazu bei, daß das Budgetdefizit auf hohem Niveau verharrte und die Staatsschuld daher rascher wuchs als das BIP. Die öffentlichen Haushalte können ihre Defizite nur soweit reduzieren, als ein anderer Sektor, insbesondere der Unternehmenssektor, bereit ist, seine Defizite auszuweiten, also zusätzlich Investitionen durch Kreditaufnahme zu finanzieren. Überdies wurde die stimulierende Wirkung von Budgetdefiziten immer schwächer, da ein wachsender Teil auf Zinszahlungen für die Staatsschuld entfiel (eine Folge des seit 1980 positiven Zins-Wachstums-Differentials).

det, sondern in erster Linie zur Finanzierung von Unternehmensübernahmen (Merger Mania)<sup>4)</sup>.

Sinkt die Verschuldungsbereitschaft des privaten Unternehmenssektors und wird er sogar zum Netto-Kreditgeber, so müssen entweder der Staat oder das Ausland ihre Kreditaufnahme relativ zum BIP ausweiten, denn der Sektor der privaten Haushalte weist permanente und relativ stabile Finanzierungsüberschüsse auf<sup>5)</sup>.

Diese Zusammenhänge sollen am Beispiel der Entwicklung seit Ende der siebziger Jahre dargestellt werden. Zwischen 1979 und 1982 nahmen die Überschüsse der privaten Haushalte sprunghaft zu (um 4,7% des BIP) in erster Linie als Reaktion auf die steigenden Nominalzinsen und die damit verbundene Konjunkturabschwächung<sup>6)</sup> 1981 begann das Defizit des Unternehmenssektors (seine Nettokreditaufnahme) zu sinken. Die Leistungsbilanz blieb ausgeglichen, sodaß der Staat die wachsenden Überschüsse des gesamten Privatsektors übernehmen mußte und sein Defizit dementsprechend um mehr als 4% des BIP ausweitete

Zwischen 1982 und 1987 gingen Sparquote und Finanzierungsüberschüsse der privaten Haushalte kontinuierlich zurück. Gleichzeitig stieg das Leistungsbilanzdefizit der USA und somit der Überschuß des Auslands stark (nicht zuletzt wegen der Dollaraufwertung); überdies sanken die Defizite des Unternehmenssektors. Diese Verschiebungen der Finanzierungssalden glichen einander etwa aus, das Budgetdefizit verharrte daher auf hohem Niveau. Zwischen 1987 und 1989 blieben die Überschüsse der privaten Haushalte und Unternehmen konstant, das Budgetdefizit verringerte sich im Gleichschritt mit einer Verbesserung der Leistungsbilanz. Zwischen 1989 und 1991 nahmen die Überschüsse der privaten Haushalte und Unternehmen so rasch zu, daß sich das Budgetdefizit trotz einer anhaltenden Verbesserung der Leistungsbilanz neuerlich erhöhte.

Der nachhaltige Rückgang der Kreditaufnahme der privaten Unternehmen seit 1981 hat daher wesentlich dazu beigetragen, daß das Budgetdefizit in den USA auf hohem Niveau verharrte. Nach der Rezession 1974/75 war die Entwicklung umgekehrt verlaufen: Der Unternehmenssektor weitete seine Kreditaufnahme kontinuierlich aus und erleichterte so dem Staat, seinen Haushalt bis 1979 wieder auszugleichen.

Diese Interpretation unterstellt, daß der Staat innerhalb der Gesamtwirtschaft die Rolle des „spender of last resort“ übernimmt, daß also Veränderungen der Finanzierungssalden der übrigen Sektoren die Entwicklung des Budgetdefizits bestimmen und nicht umgekehrt: Wenn das Net Lending der übrigen Sektoren steigt und damit die effektive Nachfrage sinkt, nehmen die Transferzahlungen

des Staates zu und seine Steuereinnahmen ab (automatische Stabilisatoren).

Die Gegenthese, wonach der Staat durch wachsende Defizite dem Unternehmenssektor Finanzmittel entzieht und gleichzeitig einen Zinsanstieg verursacht, wird von den Daten nicht bestätigt. So stellte der Unternehmenssektor selbst zwischen 1980 und 1992 dem Staat in wachsendem Ausmaß Finanzmittel zur Verfügung (der Anteil von Staatsanleihen am Finanzvermögen des „non-financial business“ hat sich zwischen 1980 und 1992 verdoppelt). Weiters ging ein deutlicher Anstieg der Kreditzinsen jeweils einer Rezession voraus und damit auch den Phasen einer starken Ausweitung der Budgetdefizite (Abbildungen 2 und 3)

**Die Wachstumsabschwächung seit Anfang der achtziger Jahre ist in hohem Maß die Folge des gestiegenen Zinsniveaus: Zwischen 1980 und 1993 lagen die Kreditzinsen in den USA um etwa 3½ Prozentpunkte über dem BIP-Wachstum, davor waren sie langfristig deutlich darunter gelegen. Auf diesen „Regimewechsel“ reagierten die Unternehmer mit einer Verlagerung ihrer Aktivitäten von Realakkumulation zu Finanzakkumulation, ihre Kreditaufnahme zur Investitionsfinanzierung ging daher deutlich zurück. Statt des Unternehmenssektors mußte daher der Staat einen Teil der Finanzierungsüberschüsse der privaten Haushalte „übernehmen“, das Budgetdefizit blieb in den achtziger Jahren hoch, die Staatsschuld stieg viel rascher als die Gesamtproduktion. Das positive Zins-Wachstums-Differential beschleunigte den Anstieg der Staatsschuldenquote und bewirkte gleichzeitig, daß die Zinszahlungen einen wachsenden Teil der Budgetdefizite absorbierten.**

Seit Ende der siebziger Jahre konnte das hohe Budgetdefizit die Gesamtwirtschaft deshalb immer weniger stimulieren, weil ein wachsender Anteil auf Zinszahlungen entfiel, der Anteil des Primärdefizits (Gesamtdefizit ohne Zinszahlungen) ging dementsprechend zurück. So betrug der Überschuß der Staatsausgaben für Konsum, Investitionen und Transferzahlungen über die Steuereinnahmen 1983 noch 43% des Gesamtdefizits, 1991 aber nur noch 22%. Diese Entwicklung ergibt sich aus dem seit 1980 positiven Zins-Wachstums-Differential: Solange der Zinssatz höher ist als die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate wachsen Staatsschuld und Zinszahlungen auch dann rascher als das BIP, wenn die Primärbilanz mittelfristig ausgeglichen ist; erhöht der Staat in einer Rezession sein Gesamtdefizit, so wird daher davon umso mehr von den Zinszahlungen absorbiert, je länger der Zustand eines positiven Zins-Wachstums-Differentials bereits andauert (Abbildung 2).

<sup>4)</sup> Die im untersten Diagramm von Abbildung 2 dargestellten Größen umfassen den Gesamtbestand von Forderungen und Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors ohne Finanzsektor. Die Veränderung der Nettoschulden gibt daher die gesamte Netto-Kreditaufnahme wieder; das (negative) Net Lending der Volkseinkommensrechnung hingegen nur jenen Teil, der für die Investitionsfinanzierung verwendet wird.

<sup>5)</sup> Die Summe des Net Lending aller Sektoren (einschließlich des Finanzsektors sowie des Auslands) ist Null; das Net Lending des Finanzsektors ist klein und daher in Abbildung 2 nicht dargestellt.

<sup>6)</sup> In den USA schwanken die Finanzierungsüberschüsse der privaten Haushalte (einschließlich der Einzelunternehmen) viel stärker als in den meisten anderen Industrieländern und überdies ausgeprägt prozyklisch (die Überschüsse steigen im Konjunkturabschwung und sinken im Aufschwung relativ zum nominellen BIP). Dies dürfte einerseits darauf zurückgehen, daß das Sparen der privaten Haushalte deutlicher als in anderen Ländern auf Zinsschwankungen reagiert, andererseits aber auch auf die relativ instabile Kreditnachfrage der Einzelunternehmen (sie werden in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung mit den privaten Haushalten zu einem Sektor zusammengefaßt).

Die Konsequenzen einer solchen Konstellation für die Entwicklung der Staatsfinanzen läßt sich am einfachsten durch die dynamische Budgetbeschränkung der öffentlichen Haushalte darstellen ( $D_g, G, T, Y, g, i$  bezeichnen Nettoschulden, Ausgaben und Steuern der öffentlichen Haushalte, das nominelle BIP, seine Wachstumsrate und den Nominalzins):

$$d\left(\frac{D_g}{Y}\right) dt = \left(\frac{G}{Y} - \frac{T}{Y}\right) + (i - g) \frac{D_g}{Y}$$

Unter der Bedingung ( $i > g$ ) ergibt sich aufgrund dieses „dynamic budget constraint“ folgendes Dilemma: Entweder hält der Staat ein bestimmtes Primärdefizit zur Stabilisierung der Wirtschaft aufrecht ( $G > T$ ), dann wächst die

Staatsschuld rascher als das BIP  $\left[ d\left(\frac{D_g}{Y}\right) dt > 0 \right]$ , oder der

Staat stabilisiert die Relation zwischen Nettoschuld und BIP, dann muß er einen permanenten Überschuß in der Primärbilanz erzielen ( $G < T$ ). Dies wird wiederum dann einen kumulativen Kontraktionsprozeß der Gesamtwirtschaft bewirken, wenn die übrigen Sektoren nicht bereit sind, die Verringerung des Budgetdefizits durch eine Ausweitung der eigenen Defizite auszugleichen.

Mit diesem dynamic budget constraint begründen der Internationale Währungsfonds und die OECD in jüngerer Zeit ihre Forderung, die öffentlichen Haushalte in den Industrieländern müßten mittelfristig Überschüsse in der Primärbilanz erzielen, um so ein explosives Anwachsen der Staatsverschuldung zu vermeiden. Dabei wird als gegeben angenommen, daß der Zinssatz auch mittelfristig über der Wachstumsrate liegen wird. In Anbetracht der Tatsache, daß diese Bedingung gerade in jenen Phasen seit dem Zweiten Weltkrieg nicht gegeben war, in denen sich Gesamtproduktion, Staatsfinanzen und Arbeitsmarkt viel günstiger entwickelten als in den achtziger Jahren, ist zu prüfen, ob nicht ein positives Zins-Wachstums-Differential das eigentliche Problem bedeutet (und nicht eine unzureichende Anpassung der Fiskalpolitik an diese Bedingung). Um dies zu zeigen, soll die dynamische Budgetbeschränkung auf jenen Schuldnersektor angewendet werden, der für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung viel wichtiger ist als der Staat, nämlich der Unternehmenssektor ( $D_u, NI, UG$  bezeichnen Nettoschulden, Nettoinvestitionen und unverteilte Gewinne der privaten Unternehmer einschließlich Transfereinnahmen vor Abzug der Zinszahlungen):

$$d\left(\frac{D_u}{Y}\right) dt = \left[\frac{NI}{Y} - \frac{UG}{Y}\right] + (i - g) \frac{D_u}{Y}$$

Während die Unternehmen unter der Bedingung ( $i < g$ ) ein permanentes Defizit in der Primärbilanz halten können, ohne daß ihre Verschuldung langfristig rascher steigt als die Gesamtproduktion, müssen sie sich einem Übergang zu einem Regime ( $i > g$ ) durch eine Reduktion der Nettoinvestitionsquote anpassen (denn über seine Einkommensposition  $\frac{UG}{Y}$  hat der Unternehmenssektor in seiner Gesamtheit keine Kontrolle)<sup>7)</sup>

Während sich der Staat wegen seiner wirtschaftspolitischen Aufgaben gezwungen sehen kann, ein höchstmögliches Gesamtdefizit aufrechtzuerhalten (unter der Nebenbedingung einer langfristigen Stabilisierung seiner Schuldenquote), besteht für die Unternehmer keine solche Verpflichtung. Sie werden daher auf einen „Regimewechsel“ von einem langfristig negativen zu einem positiven Zins-Wachstums-Differential mit einer Umschichtung ihrer Vermögensbestände von Realkapital zu Finanzkapital reagieren und ihre Nettoinvestitionen in jenem Ausmaß reduzieren, das einem als optimal erachteten Bestandsgleichgewicht entspricht (und daher auch ihr Gesamtdefizit relativ zum BIP verringern). Dieser Fall trat in den achtziger Jahren in den USA ein: Die Netto-Investitionsquote der privaten Unternehmen sank von durchschnittlich 3,7% (1970/1980) auf 2,2% (1981/1991), der Anteil ihres Gesamtdefizits (Netto-Kreditaufnahme) am BIP ging von 1,8% auf 0,5% zurück. Dementsprechend wuchs ihr Realkapitalstock langsamer, ihr Finanzvermögen aber rascher als die Gesamtwirtschaft (Abbildung 2)

#### Zinsentwicklung, Investitionsdynamik und Wirtschaftswachstum in Westdeutschland

Die Zusammenhänge zwischen Zinssatz, Einkommen, Ersparnisbildung, Kreditaufnahme und Investitionsnachfrage der privaten Unternehmer waren in Westdeutschland noch deutlicher ausgeprägt als in den USA (Abbildung 4). Zwischen 1960 und 1975 verschlechterte sich die Einkommensposition der privaten Unternehmer stark, denn sowohl die Lohnsumme als auch die Zinszahlungen wuchsen weit überdurchschnittlich (allerdings lag die Unternehmerquote 1960 mit 42,4% auf sehr hohem Niveau, in den USA betrug sie 25,7%). Diese Umverteilung beschleunigte sich ab 1968, die Lohnquote nahm viel rascher zu als im bisherigen Verlauf der sechziger Jahre, ab 1972 stieg auch die Zinsquote rapide (der Nominalzins erhöhte sich zwischen 1972 und 1974 von 6,8% auf 12,1%, relativ also um etwa 80%). Trotz dieser Umverteilung zu ihren Lasten steigerten die privaten Unternehmer ihre Investitionen zwischen 1968 und 1971 stark überdurchschnittlich und finanzierten diesen Anstieg der Investitionsquote durch eine Ausweitung ihrer Kreditaufnahme. Da sich der relative Rückgang der Einkommen der Unternehmen jedoch fortsetzte, stieg die Relation zwischen ihren Schulden und ihren Einkommen sprunghaft. Darauf reagierten die Unternehmer ab 1972 mit einer ausgeprägten Verringerung der Kreditaufnahme und der Investitionsnachfrage (die Investitionsquote ging vier Jahre lang zurück; Abbildung 4)

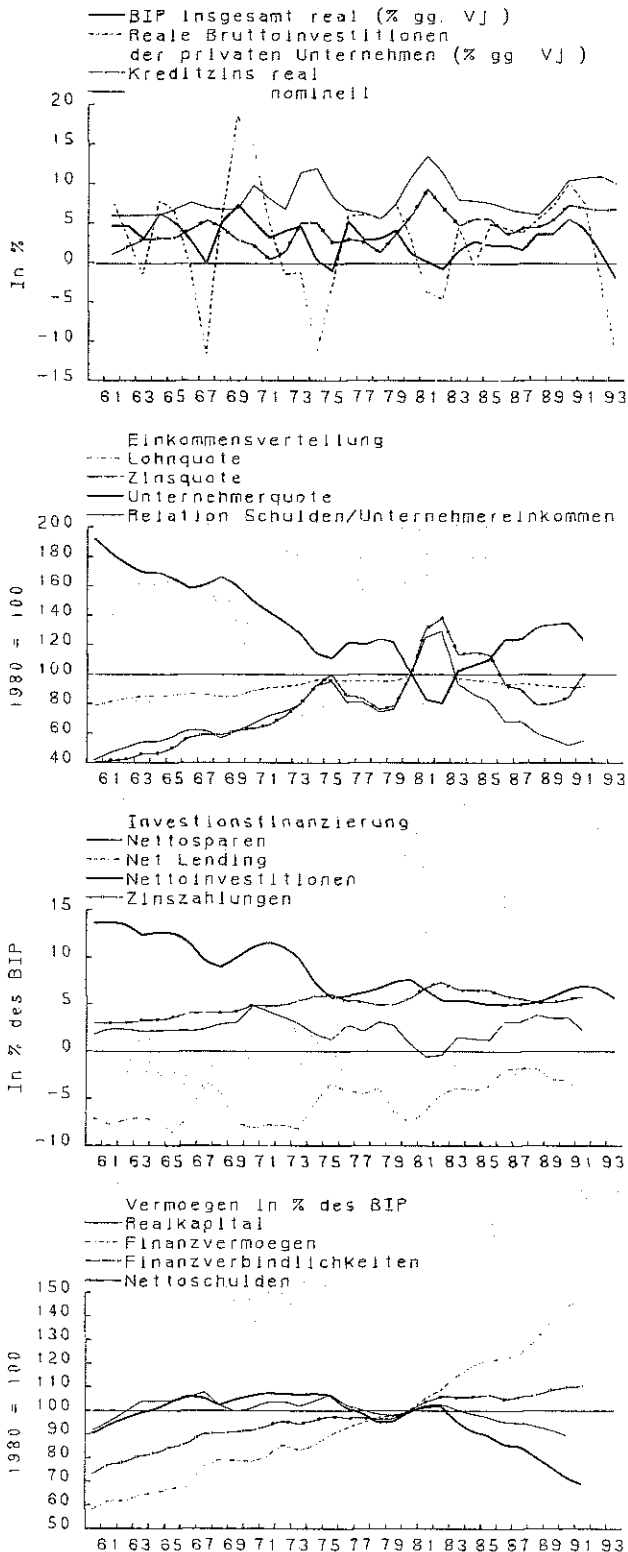
Zwischen 1975 und 1979 erhöhte sich die Unternehmerquote infolge eines deutlichen Rückgangs der Nominalzinsen und damit auch der Zinsquote (die Lohnquote blieb

<sup>7)</sup> Überdies ist die Relation  $\frac{UG}{Y}$  langfristig konstant; dies läßt sich aus Abbildung 2 ersehen. Die Summe von Ersparnisquote und Zinsquote (unverteilte Gewinne einschließlich Transfereinnahmen vor Abzug der Zinszahlungen) hat sich kaum verändert. Sie ist nicht von den stark schwankenden Zinszahlungen beeinflusst sondern im wesentlichen durch die Entwicklung der Lohnquote bestimmt.



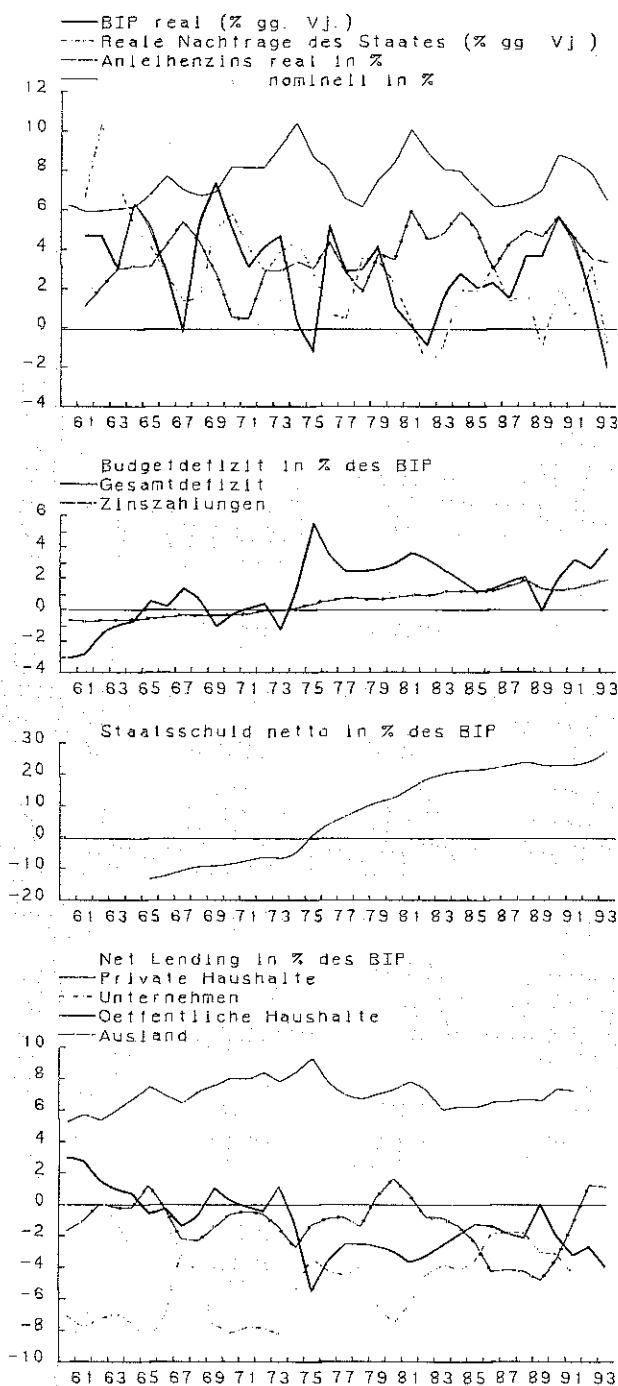
**Zinssatz, Wachstumsrate und Investitionsdynamik im Unternehmenssektor Westdeutschland**

Abbildung 4



**Zinssatz, Wachstumsrate, öffentliche Nachfrage und gesamtwirtschaftliche Finanzierungssalden Westdeutschland**

Abbildung 5



In den achtziger Jahren verringerte sich das Budgetdefizit in der BRD nur langsam, obwohl das Ausland bis 1986 einen wachsenden Teil der Überschüsse der privaten Haushalte „übernahm“ (die BRD erzielte steigende Leistungsbilanzüberschüsse). Gleichzeitig reduzierten die Unternehmer ihre Nachfrage nach Investitionskrediten. Lediglich 1989 konnte der Staat ausgeglichen bilanzieren, da die Unternehmer bereit waren, ihre Defizite wieder auszuweiten. Die wiederholten Steuererhöhungen seit 1991 reduzierten nicht das Budgetdefizit, sondern das Wirtschaftswachstum, weil gleichzeitig der Unternehmenssektor und das Ausland ihre Defizite verringerten (die privaten Investitionen sanken, die Leistungsbilanz „drehte“ sich von einem Überschuss in ein Defizit). Wegen des seit 1980 positiven Zins-Wachstums-Differentials entfiel überdies 1993 bereits die Hälfte des Budgetdefizits auf Zinszahlungen.

Auch in Westdeutschland hat sich die Einkommensposition der Unternehmer in den achtziger Jahren stark verbessert, sowohl die Lohnquote als auch die Zinsquote sind deutlich gesunken. Die Netto-Investitionsquote stagnierte jedoch bis 1988, da auch in Westdeutschland der Zinssatz seit 1980 dauernd über der Wachstumsrate lag, so daß die Unternehmer ihre überdurchschnittlich wachsenden Einkommen stärker in Finanzkapital als in Realkapital veranlagten: Während das Finanzvermögen der privaten Unternehmen viel rascher expandierte als das BIP, ging ihr Realkapital relativ zurück.

etwa konstant), die Unternehmer verstärkten wieder ihre Realkapitalbildung und finanzierten den Anstieg der Nettoinvestitionen bis 1978 mit den überdurchschnittlich wachsenden Ersparnissen; 1979 und 1980 erhöhten sie ihre Kreditaufnahme und glichen so den relativen Rückgang der Ersparnisquote aus (Abbildung 4)

Der enorme Zinsanstieg zwischen 1978 und 1981 (von 5,5% auf 13,6%, also um etwa 150%) ließ die Zinsquote von 8,1% (1979) auf 14,2% (1982) steigen, überdies nahm die Lohnquote rezessionsbedingt wieder zu (allerdings um nur 3,1 Prozentpunkte). Bis 1982 sank der Anteil der Unternehmer am Gesamteinkommen auf 17,6%; er war somit kaum noch größer als jener der „Rentiers“ (Besitzer von Finanzkapital). Diese Umverteilung ließ die Relation zwischen Schulden und Einkommen der Unternehmer bereits 1980 und 1981 so stark steigen, daß sie ihre Investitionen zwei Jahre lang einschränkten.

In den achtziger Jahren verbesserte sich die Einkommensposition der Unternehmer außerordentlich; zwischen 1982 und 1988 stieg die Unternehmerquote um fast 12 Prozentpunkte auf 29,3%, sowohl die Zinsquote als auch die Lohnquote sanken um je 6 Prozentpunkte. Trotz dieser Einkommensumverteilung zugunsten der Unternehmer stagnierte die Netto-Investitionsquote zwischen 1982 und 1988: Statt die überdurchschnittlich wachsenden Ersparnisse zur Finanzierung zusätzlicher Investitionen zu verwenden, reduzierten die Unternehmer in Deutschland (ebenso wie in den USA) ihre Netto-Kreditaufnahme. Auch in Deutschland lag der Zinssatz seit 1980 dauernd über der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate, Finanzakkumulation wurde so relativ zur Realakkumulation rentabler, die Unternehmer veranlagten daher — rationalerweise — ihre überdurchschnittlich steigenden Einkommen stärker in Finanzkapital als in Realkapital: Zwischen 1980 und 1990 ging das Realkapital des Unternehmenssektors erstmals seit dem Zweiten Weltkrieg relativ zum Brutto-Inlandsprodukt kontinuierlich zurück, während sein Finanzkapital viel rascher expandierte als in der Vergangenheit. Dementsprechend sanken die Nettoschulden der Unternehmen relativ zum BIP<sup>6)</sup>

Innerhalb des Finanzvermögens der Unternehmen stieg der Bestand an festverzinslichen Wertpapieren besonders stark (ihr Anteil hat sich zwischen 1980 und 1991 verdoppelt); unterstellt man, daß das Verhältnis von Staatsanleihen zu sonstigen Anleihen innerhalb des Portefeuilles des Unternehmenssektors jenem in der Gesamtwirtschaft entspricht, so haben die privaten Unternehmen in den achtziger Jahren in erheblichem Ausmaß dem Staat Mittel zur Finanzierung seines Budgetdefizits zur Verfügung gestellt (die von den Unternehmen gehaltenen Staatsanleihen entsprachen 1991 etwa 7% der Nettoschuld der öffentlichen Haushalte, 1980 waren es nur knapp 3% gewesen).

Dieses Veranlagungsverhalten der Unternehmen in den achtziger Jahren läßt sich unter Finanzierungsaspekten auch durch ihren dynamic budget constraint erklären: Auf die seit 1980 herrschende Bedingung ( $i > g$ ) reagierten

die Unternehmer mit einer Verringerung ihrer Netto-Investitionsquote: von 8,4% im Durchschnitt der siebziger Jahre auf 5,5% in den achtziger Jahren. Dementsprechend sank das Gesamtdefizit des Unternehmenssektors um fast 3% des BIP (Abbildung 4).

Der Rückgang der Netto-Kreditaufnahme der Unternehmer zwischen 1980 und 1988 war eine wesentliche Ursache für die Persistenz des Budgetdefizits. Zwar „übernahm“ das Ausland (insbesondere die USA) bis 1986 durch wachsende Leistungsbilanzdefizite (Überschüsse der BRD) einen zunehmenden Teil der Finanzierungsüberschüsse der privaten Haushalte, gleichzeitig gingen jedoch die Defizite des Unternehmenssektors zurück, das Budgetdefizit verringerte sich daher nur langsam. Lediglich 1989 bilanzierte der Staat ausgeglichen, da die Unternehmer gleichzeitig bereit waren, ihre Defizite zu erhöhen (Abbildung 5).

Die Investitionsdynamik in Westdeutschland wurde seit 1989 nachhaltig von der Wiedervereinigung geprägt. Die Währungsunion hatte eine enorme reale Aufwertung von Einkommen und Geldvermögen in Ostdeutschland (reale Abwertung der DM gegenüber der — ehemaligen — Ostmark) und damit eine Verlagerung der Nachfrage der ostdeutschen Bevölkerung von Gütern eigener Produktion zu westdeutschen Produkten zur Folge: Während die Wirtschaft im Westen florierte, geriet der Osten in eine tiefe Depression. In Westdeutschland weiteten daher die Unternehmer 1990 und 1991 ihre Investitionen stark aus, teilweise durch eine Erhöhung ihrer Kreditaufnahme finanziert. Nicht zuletzt als Folge eines deutlichen Anstiegs der Kreditzinsen nahmen die Einkommen der Unternehmer relativ zum Gesamteinkommen bereits 1991 ab; diese Umverteilung verschärfte sich 1992 und 1993 mit der raschen Taifahrt der Konjunktur bei anhaltend hohen Kreditzinsen und zwang die Unternehmer zu einer starken Rücknahme ihrer Investitionen (Abbildung 4).

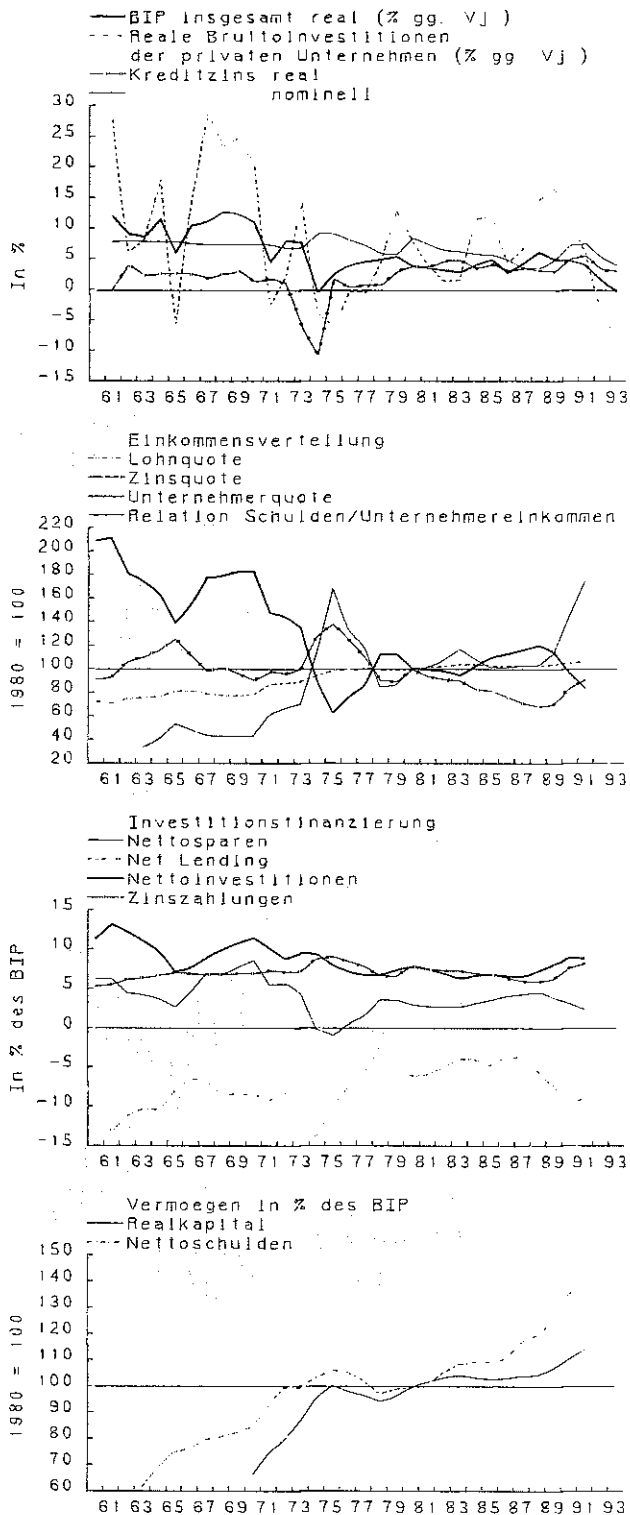
Die Wirtschaftskrise in Ostdeutschland nach der Wiedervereinigung ließ die Transferzahlungen der öffentlichen Haushalte und damit auch das Budgetdefizit zwischen 1989 und 1991 beträchtlich steigen. Darauf reagierte der Staat mit kräftigen Steuererhöhungen, insbesondere der Einführung des „Solidarzuschlags“ zur Lohn- und Einkommensteuer. Dieser Versuch des Staates, sein Defizit abzubauen, scheiterte jedoch, da gleichzeitig kein anderer Sektor bereit war, sein Defizit auszuweiten: Das Ausland reduzierte sein Defizit gegenüber Deutschland (die Leistungsbilanz der BRD verschlechterte sich infolge des „Wiedervereinigungsbooms“ und der realen DM-Aufwertung zwischen 1989 und 1992 um 6,1% des BIP; und auch die privaten Unternehmer verringerten ihr Finanzierungsdefizit 1992 und 1993 stark (genaue Daten sind noch nicht verfügbar, doch läßt sich dies aus der Investitionsentwicklung ableiten). Daher verschärfte der Versuch des Staates, zu einem Zeitpunkt zu sparen, zu dem auch die anderen Sektoren der Gesamtwirtschaft ihre Überschußnachfrage reduzierten, die Rezession, wodurch wiederum das Sparziel des Staates nicht erreicht werden konnte: Das Budgetde-

<sup>6)</sup> Die Daten für das Realkapital erfassen den „net capital stock“ laut den von der OECD laufend publizierten National Accounts — Volume II (Table 14). Sie beziehen sich auf den Sektor „Industry plus Transportation and Communication“ und erfassen daher nicht den gesamten privaten Unternehmenssektor. Die Daten über Finanzvermögen und -verbindlichkeiten stammen aus der Geldvermögensrechnung der Deutschen Bundesbank für den Bereich „Produktionsunternehmen“ (ohne Wohnungswirtschaft).

Zinssatz, Wachstumsrate und Investitionsdynamik im Unternehmenssektor

Abbildung 6

Japan



Die Finanzierungsbedingungen für die Investitionen sind in Japan ungleich stabiler als in den anderen Industrieländern. Zwischen 1960 und 1988 stieg der Nominalzins lediglich zweimal geringfügig und kurzzeitig, die Einkommensposition der Unternehmer und ihre Ersparnisbildung schwankten daher viel weniger als in den USA oder in der BRD. Die aktuelle Rezession ist in hohem Maß durch die Verdoppelung des Zinsniveaus zwischen 1988 und 1991 verursacht: Die Einkommensquote der Unternehmer ging stark zurück, die Relation zwischen ihren Schulden und ihren Einkommen stieg sprunghaft, sie haben daher ihre Investitionen 1992 und 1993 deutlich eingeschränkt.

fit hat sich seit 1991 nicht verringert, die Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen wurden durch die automatischen Stabilisatoren ausgeglichen (durch die Rezession gingen die Steuereinnahmen zurück, gleichzeitig stiegen die Transferausgaben kräftig) Überdies waren die stabilisierenden Effekte des Budgetdefizits viel schwächer als in vergangenen Rezessionen. Infolge des anhaltend positiven Zins-Wachstums-Differentials absorbierte der Zinsaufwand 1993 etwa 50% des Budgetdefizits, 1981 waren es nur 28% gewesen

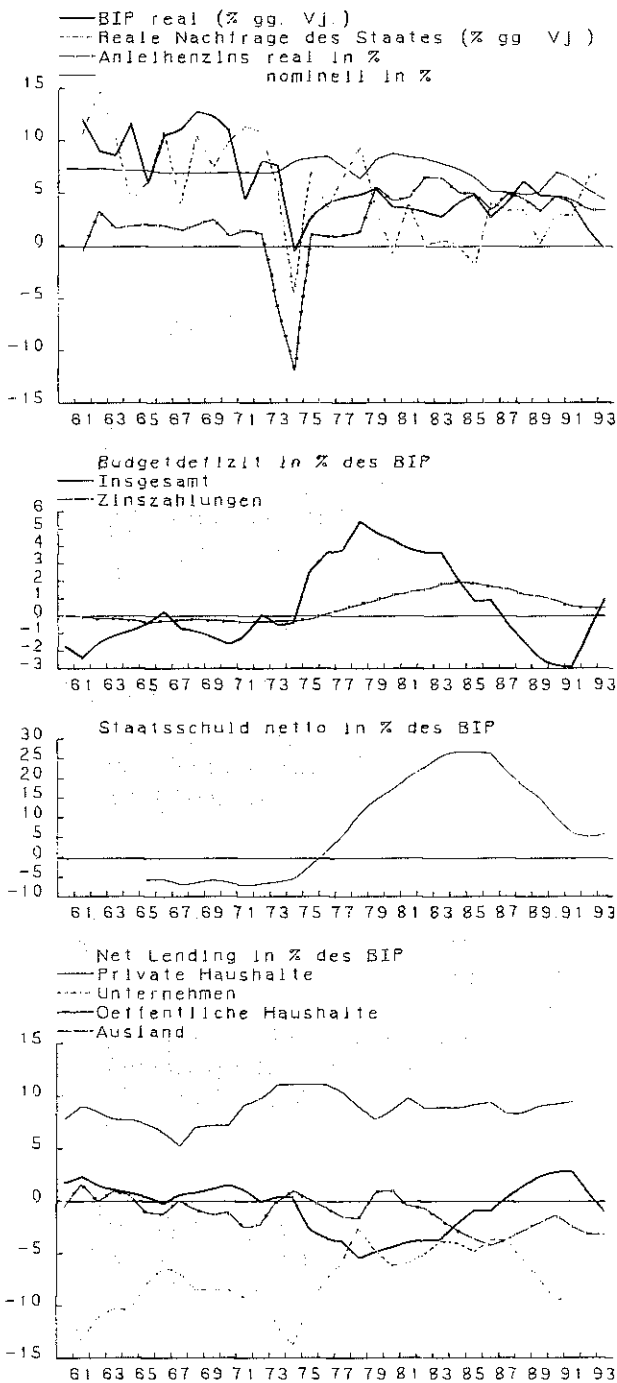
Zinsentwicklung, Investitionsdynamik und Wirtschaftswachstum in Japan

Die Bedingungen für die Investitionsfinanzierung sind in Japan ungleich stabiler als in den USA oder in Deutschland. Zwischen 1960 und 1988 stieg der Nominalzins lediglich zweimal geringfügig und kurzzeitig, in der Folge ging er jeweils über mehrere Jahre kontinuierlich zurück (Abbildung 6) Den Schwankungen der Inflation paßten sich somit in erster Linie die realen, nicht aber die nominalen Zinssätze an. Die Einkommensposition der Unternehmer und damit ihre Ersparnisbildung entwickelte sich daher viel stabiler als in den USA oder in Deutschland (lediglich Nominalzinsveränderungen verursachen infolge des Akzeleratoreffekts starke Schwankungen der Zins- und Unternehmerquote) Der kontinuierliche Rückgang der Nominalzinsen in den siebziger und achtziger Jahren trug überdies dazu bei, daß der Anteil der Zinszahlungen an den Gesamteinkommen langfristig konstant blieb, während er sich in den USA und in Deutschland etwa verdoppelte.

Wie reagierten das Investitionsverhalten der Unternehmer und die Wirtschaftspolitik in Japan auf die internationalen Rezessionen 1974/75 und 1980/1982? Auch in Japan verschlechterte sich die Einkommensposition der Unternehmer Ende der sechziger Jahre stark. Zwischen 1969 und 1975 stieg die Lohnquote um 13,8 Prozentpunkte, zusätzlich stieg auch die Zinsquote zwischen 1973 und 1975 deutlich, sodaß sich die Relation zwischen den Schulden und den Einkommen der Unternehmer in der ersten Hälfte der siebziger Jahre enorm erhöhte. Darauf reagierten sie mit einer merklichen Einschränkung ihrer Investitionen. Das rasche Abflauen der Inflation von 20,0% (1974) auf 2,7% (1979) ließ überdies den Realzins trotz rückläufiger Nominalzinsen stark steigen und damit auch das Zins-Wachstums-Differential (Abbildung 6): War der Zinssatz bis 1975 um durchschnittlich 9 Prozentpunkte niedriger gewesen als die Wachstumsrate, so verringerte sich der Unterschied in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre auf 3 Prozentpunkte. Auf diese geänderten Wachstums- und Finanzierungsbedingungen reagierten die Unternehmer mit einer nachhaltigen Einschränkung der Investitionen und der Kreditaufnahme (Abbildung 6).

In dieser Situation sprang der Staat ein und glich die Abschwächung der Verschuldungs- und Investitionsbereitschaft des Unternehmenssektors durch eine Ausweitung seiner Konsum- und Investitionsnachfrage und damit durch ein wachsendes Budgetdefizit aus (Abbildung 7);

**Zinssatz, Wachstumsrate, öffentliche Nachfrage und gesamtwirtschaftliche Finanzierungssalden** Abbildung 7  
Japan



Auf den ersten Erdölpreisschock und die starke Verringerung der Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate reagierten die japanischen Unternehmer mit einer nachhaltigen Einschränkung ihrer Kreditnachfrage. In dieser Situation glied der Staat die Investitionsschwäche des Unternehmenssektors durch eine Ausweitung seiner Konsum- und Investitionsnachfrage aus, das Budgetdefizit stieg bis 1978 auf 5,5% des BIP. Nach dem zweiten Erdölpreisschock hielt Japan an einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik fest, die Zinsen stiegen nur geringfügig, das Budgetdefizit blieb hoch. Als einziges Industrieland hat daher Japan die Rezession Anfang der achtziger Jahre nicht mitgemacht. Erst indem zunächst das Ausland und in der Folge auch der Unternehmenssektor ihre Defizite erhöhten, reduzierte der Staat sein Defizit; die öffentlichen Finanzen konnten so ohne Wachstumseinbußen für die Gesamtwirtschaft konsolidiert werden.

dieses stieg bis 1978 auf 5,5% des BIP. Im Gegensatz zu den USA und Deutschland hielt Japan in den Jahren nach dem zweiten Erdölpreisschock an einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik fest. Die Zinsen stiegen kaum, das Budgetdefizit blieb anhaltend hoch. Japan machte daher als einziges Industrieland die Rezession Anfang der achtziger Jahre nicht mit (die Entwicklung der Außenwirtschaft leistete dazu keinen nennenswerten Beitrag, die japanische Leistungsbilanz war zwischen 1979 und 1982 ausgeglichen; Abbildung 7).

Erst in dem Maß, in dem andere Sektoren bereit waren, die anhaltend hohen Finanzierungsüberschüsse der privaten Haushalte zu „übernehmen“, verringerte der Staat sein Defizit: Ab 1982 stieg das Defizit des Auslands kräftig (Japan erzielte wachsende Leistungsbilanzüberschüsse), zusätzlich weiteten die Unternehmer ihre Investitionen und damit ihr Finanzierungsdefizit zwischen 1987 und 1990 stark aus (die Exporterfolge der japanischen Unternehmen dürften ihre mittelfristigen Ertragserwartungen bedeutend verbessert haben). Unter diesen Bedingungen konnte der Staat seine Finanzlage ohne Wachstumseinbußen für die Gesamtwirtschaft konsolidieren: der Saldo der öffentlichen Haushalte „drehte“ sich von einem Defizit von 3,6% des BIP (1983) in einen Überschuß von 3,0% des BIP (1990); dadurch konnte die bis 1983 explosiv steigende Staatsschuld nahezu vollständig abgebaut werden (Abbildung 7).

Die aktuelle Rezession in Japan ist in hohem Maß durch die Zinsentwicklung verursacht. Zwischen 1988 und 1991 haben sich die Kreditzinsen mehr als verdoppelt (von 3,4% auf 7,6%), es war dies der stärkste Zinsanstieg seit Anfang der fünfziger Jahre. Die Einkommen der Unternehmer gingen daher relativ zurück, gleichzeitig nahmen ihre Schulden infolge des Investitionsbooms zwischen 1988 und 1990 deutlich zu, die Relation zwischen Schulden und Einkommen stieg sprunghaft (ähnlich stark hatte sie sich lediglich zwischen 1973 und 1975 erhöht). Zusätzlich verschlechterte die beträchtliche Yen-Aufwertung seit 1991 die mittelfristigen Ertragserwartungen der Unternehmer; 1992 und 1993 schränkten sie daher ihre Investitionen um insgesamt 12,2% ein.

Die Beziehungen zwischen Zinsentwicklung, Investitionsdynamik und Wirtschaftswachstum lassen sich folgendermaßen zusammenfassen: Während die Wachstumsabschwächung in den Industrieländern in den siebziger Jahren in erster Linie durch weltwirtschaftliche Turbulenzen verursacht wurde, war sie in den achtziger Jahren in hohem Maß die Folge des erhöhten Zinsniveaus: Zwischen 1980 und 1993 lagen die Realzinsen in allen großen Industrieländern (mit Ausnahme von Japan) um einige Prozentpunkte über der realen Wachstumsrate der Gesamtproduktion (und die nominellen Zinsen über dem nominalen Wachstum), in den fünfziger, sechziger und siebziger Jahren war das Zinsniveau langfristig deutlich unter der Wachstumsrate gelegen (Übersicht 2). Auf diesen Regimewechsel reagierten die Unternehmer mit einer Verlagerung ihrer Aktivitäten von Realakkumulation zu Finanzakkumulation, ihre Kreditaufnahme zur Investitionsfinanzierung ging daher deutlich zurück. Statt des Unternehmenssektors mußte daher der Staat einen Teil der Finanzie-

## Langfristige Entwicklungstendenzen der Weltwirtschaft

Übersicht 2

	1950/1960	1960/1970	1970/1980	1980/1993	1980/1985	1985/1993
	Durchschnittliche jährliche Veränderung in %					
Dollarkurs 4 Reservewährungen je Dollar	+ 0,6	- 0,1	- 3,9	+ 0,7	+ 11,0	- 5,2
Eurodollarzins	in % 2,5	5,7	8,5	8,6	11,7	6,6
Rohstoffpreise insgesamt	- 0,9 <sup>1)</sup>	+ 1,3	+ 20,0	- 3,3	- 2,7	- 3,8
Erdöl	+ 0,3 <sup>1)</sup>	- 0,8	+ 27,3	- 3,0	- 2,3	- 3,5
Sonstige Rohstoffe	- 1,3 <sup>1)</sup>	+ 0,5	+ 21,2	- 1,8	- 2,7	- 1,2
Welthandelspreise insgesamt	- 0,5 <sup>1)</sup>	+ 1,1	+ 15,4	+ 0,7	- 3,0	+ 3,1
Realzins für internationale Schulden	in % 3,3 <sup>1)</sup>	4,5	- 7,5	7,7	14,7	3,4
Welthandel real insgesamt	+ 8,6 <sup>1)</sup>	+ 8,0	+ 4,3	+ 4,0	+ 2,2	+ 5,1
Importe der Industrieländer	+ 6,9	+ 9,3	+ 3,8	+ 4,1	+ 2,1	+ 5,3
Importe der Entwicklungsländer		+ 7,6 <sup>2)</sup>	+ 6,9	+ 4,6	+ 2,2	+ 6,1
Asien		+ 7,2 <sup>2)</sup>	+ 8,8	+ 10,6	+ 6,1	+ 13,6
Lateinamerika		+ 8,4 <sup>2)</sup>	+ 6,5	+ 2,3	- 8,1	+ 9,4
Afrika	+ 5,5	+ 4,8	+ 4,1	- 0,3	- 1,8	+ 0,7
BIP real insgesamt		+ 5,1	+ 3,8	+ 2,6	+ 2,5	+ 2,7
Industrieländer	+ 4,2	+ 4,8	+ 3,1	+ 2,4	+ 2,4	+ 2,4
Entwicklungsländer		+ 5,3	+ 5,6	+ 4,2	+ 3,1	+ 4,9
Asien		+ 4,6	+ 5,3	+ 6,2	+ 5,3	+ 6,9
Lateinamerika		+ 5,8	+ 6,0	+ 1,5	+ 0,2	+ 2,3
Afrika		+ 5,0	+ 4,5	+ 1,6	+ 1,1	+ 2,0
USA						
Wirtschaftswachstum	+ 3,0	+ 3,8	+ 2,8	+ 2,4	+ 2,5	+ 2,3
Realzins						
Anleihen	in % 0,4	2,3	1,2	6,0	7,1	5,3
Prime Rate	in % 0,8	2,5	1,4	5,9	7,5	4,9
Japan						
Wirtschaftswachstum	+ 8,7	+ 10,5	+ 4,5	+ 3,5	+ 3,7	+ 3,4
Realzins						
Anleihen	in % 5,6 <sup>1)</sup>	1,7	- 0,1	4,6	5,5	4,0
Prime Rate	in % 6,3 <sup>1)</sup>	2,3	- 0,4	4,0	4,2	3,9
BRD (Westdeutschland)						
Wirtschaftswachstum	+ 7,9	+ 4,5	+ 2,7	+ 2,0	+ 1,1	+ 2,6
Realzins						
Anleihen	in % 4,1 <sup>1)</sup>	3,0	2,9	4,6	5,2	4,2
Prime Rate	in %		3,1	6,0	6,4	5,7

1) 1953/1960 — 2) 1963/1970

rungsüberschüsse der privaten Haushalte „übernehmen“, die Budgetdefizite blieben in den achtziger Jahren hoch, die Staatsschuld stieg viel rascher als die Gesamtproduktion. Das positive Zins-Wachstums-Differential beschleunigte den Anstieg der Staatsschuldenquote und bewirkte gleichzeitig, daß die Zinszahlungen einen wachsenden Teil der Budgetdefizite absorbierten. Diese Tendenzen kennzeichneten nicht nur die gesamtwirtschaftliche Entwicklung seit 1980 in den USA und in Deutschland, sondern auch in den meisten anderen Industrieländern (mit Ausnahme von Japan)<sup>9)</sup>

## Divergierende Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern bis 1998

Das mittelfristige Wachstumstempo wird in den Industrieländern wesentlich davon abhängen, wieweit die Wirtschaftspolitik das Budgetdefizit in einer Weise reduzieren kann, welche die gesamtwirtschaftlichen Wachstumsver-

ste minimiert. Dies erfordert zweierlei: einerseits eine erhöhte Bereitschaft der privaten Unternehmer, ihre Investitionen und ihre Kreditaufnahme zu steigern (ihre zusätzlichen Defizite gleichen dann den Defizitabbau des Staates aus), und andererseits eine Kombination von Steuererhöhungen und Ausgabensenkungen, welche die Endnachfrage möglichst wenig dämpft. Eine nachhaltige Belebung der Investitionsbereitschaft der Unternehmer setzt wiederum voraus, daß die Realakkumulation relativ zur Finanzakkumulation mittelfristig rentabler wird.

Die Bedingungen für das mittelfristige Wachstum sind in den USA günstig. Seit 1989 sind die Nominalzinsen stark gesunken, die Einkommensposition der Unternehmer hat sich seit 1991 deutlich gebessert. Der Realzins liegt derzeit bei 3% und entspricht damit etwa der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate (in den achtziger Jahren war er um mehr als 4 Prozentpunkte über der Wachstumsrate gelegen). Die Realakkumulation wurde so relativ zur Finanzakkumulation wieder attraktiver: 1992 stiegen die Investitionen des Unternehmenssektors real um 2,9%, 1993 um 10,8%.

<sup>9)</sup> Verkürzt, aber griffig formuliert: Das „Kippen“ von einem negativen in ein positives Zins-Wachstums-Differential bewirkte, daß das Sparen der privaten Haushalte in relativ geringerem Maß in zusätzliche Maschinen (und Arbeitsplätze) transformiert wurde und in relativ höherem Maß in Staatsanleihen.

In diesen ersten zwei Jahren eines relativ langsamen Konjunkturaufschwungs blieb die Fiskalpolitik expansiv. Erst ab 1994 soll der Bundeshaushalt durch folgende Maßnahmen konsolidiert werden: Steuersatz und Sozialversicherungsbeiträge der obersten Einkommensklasse werden

**In den USA wird das Wirtschaftswachstum zwischen 1993 und 1998 aus zwei Gründen etwas höher ausfallen als seit Mitte der achtziger Jahre: Erstens wird die Geldpolitik (mäßig) expansiv bleiben, das Zinsniveau dürfte daher etwa der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate entsprechen und damit viel niedriger sein als in den achtziger Jahren. Zweitens ist die Fiskalpolitik bestrebt, das Budgetdefizit längerfristig und kontinuierlich zu senken, in Abstimmung mit der Konjunkturentwicklung. Daher setzen die Sparmaßnahmen erst 1994 ein, also zu einem Zeitpunkt, zu dem sich der Konjunkturaufschwung bereits gefestigt hat. Überdies treffen die Steuererhöhungen nur die oberste Einkommensklasse, deren Konsumneigung relativ gering ist, sodaß dadurch die effektive Nachfrage kaum gedämpft wird.**

erhöht (ihre effektive Steuerbelastung wird von 31% auf mehr als 42% angehoben). Zusätzlich wird der Spitzensteuersatz für Kapitalgesellschaften um 1 Prozentpunkt auf 35% hinaufgesetzt. Auf der Ausgabenseite wird in erster Linie an Verteidigungsausgaben und am Aufwand für öffentlich Bedienstete gespart. Da einerseits die Ausgabenkürzungen auf mehrere Jahre verteilt werden und andererseits die Steuererhöhungen nur jene Einkommenschichten betreffen, deren Konsumneigung relativ niedrig ist, werden diese Maßnahmen die Gesamtnachfrage nicht nachhaltig dämpfen.

In Anbetracht einer mittelfristig (mäßig) restriktiven Fiskalpolitik wird die Geldpolitik relativ expansiv bleiben, zumal sich auch die Inflation nicht nennenswert beschleunigen wird. Die Prognose unterstellt einen leichten Anstieg der Nominalzinsen bis 1995 (um weniger als 1 Prozentpunkt).

Unter diesen Bedingungen dürfte die Wirtschaft in den USA zwischen 1993 und 1998 um durchschnittlich 2½% pro Jahr wachsen und damit etwas rascher als seit Mitte der achtziger Jahre (Übersicht 1).

In Westdeutschland sind die Ausgangsbedingungen für das Wachstum ungünstig. Der nominelle Kreditzins beträgt seit einigen Jahren unverändert 9% (Abbildung 4): Im Gegensatz zu den USA oder Japan hat die Bundesbank die Leitzinsen im Vergleich zur Wirtschaftsentwicklung nur leicht gesenkt, überdies gaben die Banken diesen mäßigen Rückgang ihrer Refinanzierungskosten nicht in vollem Ausmaß an ihre Schuldner weiter (und verbesserten so ihre eigene Ertragslage deutlich). Der reale Kreditzins liegt derzeit bei etwa 6% und ist damit wesentlich höher als in den USA (3%) oder in Japan (2%), das Realzinsniveau ist trotz der schweren Rezession seit 1990 konstant (Abbildung 4). Die Bundesbank sucht die Inflation durch hohe Zinsen zu bekämpfen, wobei sie sich an der Entwicklung der Verbraucherpreise orientiert. Die allgemeine Problematik der Strategie, die Inflation durch hohe Produktions-

kosten zu bremsen (der Zinsaufwand ist nach den Löhnen der zweitwichtigste Kostenfaktor), wird am Beispiel des Wohnbaus besonders deutlich: Wegen der Zuwanderung aus Ostdeutschland wurde Wohnraum in Westdeutschland immer knapper und damit teurer. Der überdurchschnittliche Anstieg der Mieten (1993 + 6%) hat daher wesentlich dazu beigetragen, daß der allgemeine Preisauftrieb trotz der Rezession nur langsam nachgab. Will man den Mietenanstieg und damit die Inflation dämpfen, so erfordert dies eine Erhöhung des Angebotes an Wohnungen und daher eine Senkung ihrer Produktionskosten insbesondere des Zinsaufwands.

Nicht zuletzt infolge der Hochzinspolitik der Bundesbank und der dadurch mitverursachten Turbulenzen im Europäischen Währungssystem ist der reale Wechselkurs der DM seit 1991 um etwa 13% auf sein höchstes Niveau seit dem Zweiten Weltkrieg gestiegen. Diese Verschlechterung der internationalen Konkurrenzfähigkeit zwang die deutsche Industrie, ihre Preise 1992 und 1993 etwa konstant zu halten; dies bedeutet wiederum, daß der reale Kreditzins für die Exportwirtschaft derzeit etwa 9% beträgt. Die restriktive Geldpolitik hat daher durch ihre Zins- und Wechselkurseffekte

**Die westdeutsche Wirtschaft wird bis Ende der neunziger Jahre um nur etwa 1½% pro Jahr wachsen und damit langsamer als die der anderen Industrieländer. Dies ist im wesentlichen das Ergebnis des Zusammenwirkens von restriktiver Geldpolitik und Fiskalpolitik während der schwersten Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg. Die Bundesbank sucht die Inflation durch hohe Zinsen zu bremsen; die deshalb hohen Produktionskosten dämpfen aber die Investitionen und damit das mittelfristige Angebotswachstum. Die restriktive Geldpolitik trägt überdies dazu bei, daß der reale Wechselkurs der DM auf dem höchsten Niveau seit dem Zweiten Weltkrieg verharrt. Dadurch haben sich die Produktionsbedingungen für den Standort Westdeutschland nachhaltig verschlechtert. Die Unternehmer werden daher ihre Investitionen 1994 nicht ausweiten und ihre Kreditaufnahme weiter senken. Die Strategie einer kurzfristigen Budgetkonsolidierung durch Sparmaßnahmen, die auf die dadurch ausgelösten Nachfrageausfälle kaum Bedacht nehmen, wird einen möglichen Konjunkturaufschwung dämpfen und verzögern und so auch das mittelfristige Wachstum bremsen.**

fekte die Produktionsbedingungen des Standorts Deutschland nachhaltig verschlechtert.

Unter diesen Bedingungen werden die privaten Unternehmer in Westdeutschland ihre Investitionen 1994 nicht erhöhen und ihre Kreditaufnahme weiter senken. Der Versuch des Staates, das Budgetdefizit relativ zum BIP bereits 1994 zu verringern, wird daher den Konjunkturaufschwung dämpfen und verzögern. Dies gilt insbesondere auch deshalb, weil die Sparmaßnahmen des Staates auf die dadurch ausgelösten Nachfrageausfälle kaum Bedacht nehmen. So treffen etwa die Steuererhöhungen alle Einkommensschichten in ähnlichem Ausmaß, also unabhängig von ihrer unterschiedlichen Konsumneigung. Die Kürzung von Sozialausgaben wie etwa der Arbeitslosenunterstüt-

zung trifft sogar eine Einkommensgruppe besonders, deren Konsumneigung stark überdurchschnittlich ist<sup>10)</sup>

Die anhaltende Rezession wird den Preisauftrieb dämpfen, beide Entwicklungen werden es der Bundesbank erleichtern, die Leitzinsen in größeren Schritten als bisher zurückzunehmen. Die Prognose unterstellt, daß die Kreditzinsen bis 1995 von 9% auf 6% fallen. Diese Zinssenkung wird eine deutliche Abwertung der DM gegenüber dem Dollar bewirken, nicht aber gegenüber den anderen europäischen Währungen, da deren Zinsen im Gleichschritt mit jenen der DM sinken (die Prognose nimmt an, daß der Wechselkurs des Dollars gegenüber der DM bis 1995 auf 1,90 steigt). Dadurch profitieren die deutschen Exporte stärker als bisher vom Aufschwung in den USA. Die Zinssenkungen verbessern die Einkommensposition der Unternehmer stark und tragen gemeinsam mit der Exportbelebung dazu bei, daß die privaten Investitionen 1995 wieder deutlich wachsen. Gleichzeitig dämpft jedoch die Wiedereinführung des Zuschlags von 7,5% auf die Lohn- und Einkommensteuer die Nachfrage der privaten Haushalte, so daß die westdeutsche Wirtschaft 1995 um nur etwa 1% wachsen wird. In den folgenden Jahren beschleunigt sich das Wachstum auf 2% pro Jahr, insgesamt dürfte die westdeutsche Wirtschaft zwischen 1993 und 1998 im Durchschnitt um nur knapp 1½% pro Jahr expandieren. Für Ostdeutschland unterstellt die Prognose eine Fortsetzung des Aufholprozesses, allerdings werden die Wachstumsdifferenziale gegenüber Westdeutschland mittelfristig kleiner. Für Deutschland insgesamt ergibt dies ein durchschnittliches Wachstum bis 1998 von kaum 2% pro Jahr (Übersicht 1).

In den anderen europäischen Industrieländern belebt sich die Konjunktur früher und etwas stärker als in Westdeutschland. Ähnlich wie in den USA macht ihre Strategie, das Budgetdefizit erst mittelfristig zu reduzieren, Sparmaßnahmen erst dann nötig, wenn sich die Konjunktur bereits belebt hat und die Investitions- und Verschuldungsbereitschaft der Unternehmen daher gestiegen ist. Darüber hinaus werden die europäischen Weichwährungsländer (Großbritannien, Italien, Spanien, Finnland, Schweden) ihre Zinsautonomie gegenüber der deutschen Bundesbank nutzen und das Niveau ihrer Realzinsen stärker senken als die Hartwährungsländer. Insgesamt dürfte die Wirtschaft in den europäischen Industrieländern bis 1998 um durchschnittlich 2¼% pro Jahr wachsen und damit etwa ebenso rasch wie seit Mitte der achtziger Jahre.

Die japanische Wirtschaft wird mittelfristig langsamer expandieren als bisher, in erster Linie wegen einer deutlichen Abschwächung der Investitions- und Exportdynamik. Die japanische Industrie hat durch den Investitionsboom Ende der achtziger Jahre hohe Kapazitäten geschaffen, die nur unter der Bedingung anhaltender Marktanteilsgewinne voll genutzt werden können. Diese Bedingung wird aber in den kommenden Jahren nicht in dem ursprünglich erwarteten Ausmaß realisiert: Seither hat sich die japanische Währung dramatisch verteuert (der Yen hat seit 1990 real um etwa 50% aufgewertet), überdies werden es die USA und insbesondere die EU in Anbetracht eines mäßi-

gen Wachstums und hoher Arbeitslosigkeit eine ähnlich rasche Expansion der Importe aus Japan wie in den achtziger Jahren nicht zulassen.

Zwar wird die japanische Wirtschaftspolitik versuchen, durch ein wachsendes Budgetdefizit den privaten Konsum zu stimulieren, um den Rückgang des Export- und Investitionswachstums auszugleichen, dies wird jedoch nur langsam gelingen: Sparen und Arbeiten hatten für die privaten Haushalte über Jahrzehnte einen so hohen Stellenwert im Vergleich zu Konsum und Freizeit, daß der Prozeß des

**Die durch den Investitionsboom Ende der achtziger Jahre geschaffenen Überkapazitäten und die starke reale Aufwertung des Yen Anfang der neunziger Jahre dämpfen die mittelfristige Investitions- und Exportdynamik der japanischen Wirtschaft merklich. Zwar wird die Wirtschaftspolitik versuchen, durch ein wachsendes Budgetdefizit den privaten Konsum zu stimulieren, um den Rückgang des Export- und Investitionswachstums auszugleichen; Sparen und Arbeiten hatten aber für die privaten Haushalte über Jahrzehnte einen so hohen Stellenwert im Vergleich zu Konsum und Freizeit, daß der Prozeß des „Umlernens“ mehrere Jahre in Anspruch nehmen dürfte. Die japanische Wirtschaft wird daher zwischen 1993 und 1998 um nur 2¾% pro Jahr wachsen.**

„Umlernens“ mehrere Jahre in Anspruch nehmen dürfte. Die Prognose geht davon aus, daß sich das Wachstum in Japan erst 1995 belebt und bis 1996 auf durchschnittlich 3½% pro Jahr steigt. Unter diesen Annahmen würde die japanische Wirtschaft zwischen 1993 und 1998 um 2¾% pro Jahr expandieren (Übersicht 1).

## Belebung des Welthandelwachstums

Die Rahmenbedingungen für einen relativ friktionsfreien Ablauf des weltwirtschaftlichen Güter- und Finanzungskreislaufs dürften bis Ende der neunziger Jahre merklich stabiler sein als in den siebziger und achtziger Jahren. Zinssatz und Wechselkurs des Dollars werden von ihrem niedrigen Niveau nur geringfügig steigen, Rohstoffe und insbesondere Erdöl verteuern sich nur mäßig, starke Terms-of-Trade-Verschiebungen und damit hohe außenwirtschaftliche Ungleichgewichte zwischen den wichtigsten Ländergruppen scheinen daher wenig wahrscheinlich. Weiterhin niedrige Realzinsen für internationale Schulden entlasten die Entwicklungsländer und erleichtern die Finanzierung von Ungleichgewichten im Welthandelskreislauf. Die schrittweise Realisierung des jüngsten GATT-Abkommens wird eine Ausweitung der internationalen Arbeitsteilung fördern. Unter diesen Bedingungen dürfte der Welthandel bis 1998 um etwas mehr als 6% pro Jahr wachsen (Übersicht 1).

Dieser Prognose liegen folgende Annahmen über Produktion und Außenhandel in den einzelnen Ländergruppen zu-

<sup>10)</sup> Eine solche Maßnahme mag langfristig durchaus zu einer Verringerung der Arbeitslosigkeit beitragen, kurzfristig — insbesondere in einer Rezession — überwiegt aber der negative Effekt einer Nachfragedämpfung.

grunde: Wie die Produktion nehmen auch die Importe der Industrieländer bis 1998 kaum rascher zu als seit Mitte der achtziger Jahre (+5½%), die Exporte dürften geringfügig langsamer expandieren. Weiterhin dynamisch entwickeln sich Produktion und Außenhandel der nicht-erdölexportierenden Entwicklungsländer. Im Gegensatz zu den achtziger Jahren dürfte auch die Wirtschaft der lateinamerikanischen Entwicklungsländer kräftig wachsen, nicht zuletzt dank günstiger Finanzierungsbedingungen für ihre Auslandsschulden und wachsender Direktinvestitionen (diese Produktionsverlagerungen wurden auch durch die zunehmende politische Stabilität in Lateinamerika gefördert). Insgesamt dürfte die Wirtschaft in den nicht-erdölexportierenden Entwicklungsländern bis 1998 um durchschnittlich 6% pro Jahr wachsen (Exporte +9%, Importe +8%). Die erdölexportierenden Entwicklungsländer werden von einer leicht überdurchschnittlichen Entwicklung der Energieprei-

se profitieren, bei einem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum von 4% steigen ihre Importe um 5½%

Die Entwicklung in den ehemaligen Planwirtschaften wird unterschiedlich verlaufen. In Ostmitteleuropa beschleunigt sich das Wirtschaftswachstum von 2% (1994) auf etwa 5% (1998), in der GUS dürfte die Produktion 1994 noch stark sinken und erst ab 1996 merklich zunehmen. Im gesamten Prognosezeitraum steigt die Produktion in den Oststaaten um etwas weniger als 2% pro Jahr (Ostmitteleuropa +4%, GUS +1%). Der Außenhandel der Oststaaten dürfte wesentlich rascher expandieren: Hohe Marktanteilsgewinne, insbesondere der Länder Ostmitteleuropas, ermöglichen ein Exportwachstum von fast 9% pro Jahr; dies wird es diesen Ländern auch ohne westliche Finanzhilfe erlauben, ihre Importe um knapp 8% pro Jahr zu steigern.

# Ueberreuter Offsetdruck

*Wo Service  
kein Fremdwort  
ist!*

AKTIEN  
BROSCHUREN  
BUCHER  
FLUGBLÄTTER  
GESCHÄFTSBERICHTE  
GESCHÄFTSDRUCKSORTEN  
KALENDER  
KATALOGE  
PROSPEKTE  
WERTPAPIERE  
ZEITSCHRIFTEN

2100 KORNEUBURG, INDUSTRIESTRASSE 1

0 22 62/55 55-0