

Westliche Industrieländer  
Weltweiter Zinsanstieg — Ballast für den Aufschwung ..... 667

# DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

## WOCHENBERICHT 39/94

Berlin

29. September 1994

61. Jahrgang

### Westliche Industrieländer Weltweiter Zinsanstieg — Ballast für den Aufschwung

*Die konjunkturelle Entwicklung in den westlichen Industrieländern ist im Verlauf dieses Jahres einheitlicher geworden. In den Vereinigten Staaten hielt die kräftige Expansion nahezu unvermindert an. In Japan hat sich die Konjunktur, wenn auch zunächst nur zögerlich, von der Talsohle gelöst. Überraschend ist die kräftige Aufwärtsbewegung in einer Reihe von kontinentaleuropäischen Ländern seit Beginn des Jahres. Hier war nur mit einer sehr moderaten Belebung gerechnet worden. Die Investitionsnachfrage ist dabei offenbar die treibende Kraft, und dies, obwohl die Konsumnachfrage insgesamt weiter sehr verhalten ist.*

Die kräftige Erholung der Investitionsnachfrage in Europa muß vor dem Hintergrund eines seit Anfang dieses Jahres völlig veränderten Umfeldes bei der Investitionsfinanzierung gesehen werden. Die langfristigen Zinsen sind seit Februar in einem Ausmaß gestiegen wie noch nie zu Beginn einer konjunkturellen Aufwärtsbewegung. Am Kapitalmarkt, der letztlich für Investitionsentscheidungen maßgeblich ist, kam es innerhalb eines halben Jahres in Europa zu einem Anstieg der Renditen in einer Spannweite von 2 Prozentpunkten (Deutschland) und fast 5 Prozentpunkten (Schweden). Da die Investoren in diesen Ländern — dem Muster früherer Zyklen entsprechend — mit einem weiteren Rückgang der Inflationsraten rechnen konnten, gilt dies mindestens in gleichem Maße für die Realzinsen.

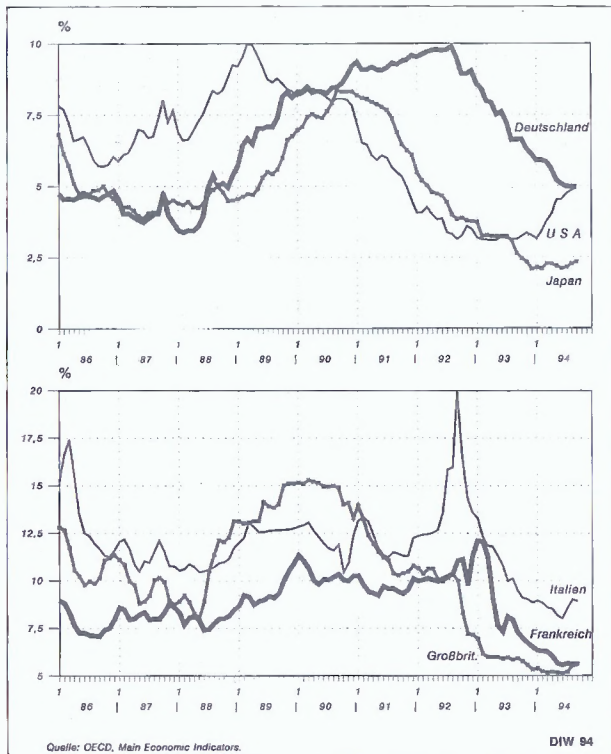
Diese Zinsentwicklung, die offensichtlich von der Wende in der Entwicklung der kurzfristigen amerikanischen Zinsen angestoßen wurde, hat auf die Konjunktur in Europa einen zweifachen Effekt: Einerseits hat sie die Konjunktur kräftig angetrieben, denn aus Sicht der europäischen Investoren bot sich Anfang dieses Jahres die letzte Chance, bei günstigen Refinanzierungskosten ohnehin geplante Investitionsprojekte zu realisieren. Andererseits ist schon das jetzt erreichte Niveau der Realzinsen eine enorme Belastung für den Aufschwung. Die Investoren

können nur für eine kurze Zeit damit rechnen, Realzinsen von 5% oder mehr mit ihren Projekten zu verdienen. Lediglich in der Anfangsphase des Aufschwungs kommt es regelmäßig zu einer Umverteilung der Einkommen zugunsten der Gewinneinkommen und damit zu Renditen für Sachanlagen, die über der Wachstumsrate der Gesamteinkommen liegen. Früher oder später werden auch andere Ansprüche an das Realeinkommen — insbesondere die der Lohneinkommensbezieher — wieder Ausmaße erreichen, die der Wachstumsrate des gesamten Realeinkommens entsprechen. Spätestens dann wird sich auch die Rendite der Investitionen wieder normalisieren.

Eine Erklärung der Zinsdynamik mit dem Aufschwung selbst und die damit verbundene Feststellung, der Zinsanstieg sei eine durchaus normale Begleiterscheinung der konjunkturellen Entwicklung, tragen nicht weit. Einerseits ist damit weder erklärt, warum der Aufschwung in Europa, der auch anhand der Temposteigerung in der Nachfrage nach deutschen Investitionsgütern im Ausland sichtbar wird, erst im Februar dieses Jahres einsetzte, noch wird die Frage beantwortet, warum die langfristigen Zinsen weltweit erst kräftig anzogen, nachdem die amerikanische Geldpolitik ihren Kurs geändert hatte. Andererseits gab es Phasen weit höherer Kapazitätsauslastung und einer weit dynami-

Schaubild 1

Kurzfristige Zinsen



scheren Investitionsnachfrage in der Weltwirtschaft bei niedrigeren Zinsen und einem weit geringeren Zinsanstieg. Die beginnende Boomphase der Jahre 1987 und 1988 ist dafür ein herausragendes Beispiel.

Schließlich — und das ist vielleicht das Wichtigste — darf man aus einer Erklärung der Entwicklung am Kapitalmarkt nicht die Portfolioentscheidungen der Anleger von kurz- und langfristigen Mitteln ausblenden. Von besonderer Bedeutung sind dabei die Erwartungen über den geplanten geldpolitischen Kurs und die Wahrscheinlichkeit, mit der die Zentralbanken ihn einhalten. Der Anstieg der Kapitalmarktzinsen kann als Reflex von Unsicherheiten hinsichtlich des künftigen geldpolitischen Kurses westeuropäischer Zentralbanken gedeutet werden. Unsicherheiten aber finden ihren Niederschlag im Portfoliokalkül international disponierender Anleger. Wer Kursverluste erwartet, wird den Kapitalmarkt meiden und geldnahe Forderungstitel bevorzugen. Das allein treibt den langfristigen Zins womöglich stärker nach oben, als es die Zentralbanken mit ihrer Politik am kurzen Ende des Marktes beabsichtigten. Diese Bewegungen zeigen sich an allen Kapitalmärkten der Welt, überall schichten die Anleger von lang- in kurzfristige Anlagen um. Die Bundesbank berichtet, daß allein in den ersten drei Monaten nach der Zinswende ausländische Investoren 56 Mrd. DM aus langfristigen in kurzfristige Anlagen transferiert haben<sup>1</sup>. Portfolioentscheidungen der internationalen Anleger über ihre finanziellen Bestände sind für den Preis am Kapitalmarkt sicher von

sehr viel größerer Bedeutung als nur der Zuwachs der Kapitalnachfrage infolge der konjunkturellen Belebung. Da diese Entscheidungen so großes Gewicht haben, kann durchaus am Kapitalmarkt ein Zinsniveau entstehen, das für eine mittelfristig gesunde Investitionstätigkeit prohibitiv ist.

USA: Konjunktur am Scheideweg

In den USA setzte sich die konjunkturelle Expansion im ersten Halbjahr 1994 nahezu ungebrochen fort. Nach wie vor gingen dabei die stärksten Impulse von den privaten Investitionen aus. Auch der private Verbrauch nahm infolge der stark wachsenden Beschäftigung und der merklichen Lohnsteigerungen kräftig zu. Begünstigt durch einen schwachen Dollar und konjunkturelle Erholungstendenzen in Europa stiegen auch die Exporte. Gleichwohl hielt die Passivierung der Handelsbilanz an, da sich der Importsog angesichts der günstigen inländischen Nachfragebedingungen ungebremst fortsetzte.

Sowohl die Kapazitätsauslastung als auch die Arbeitslosenquote näherten sich jenen Werten, die sie zum Höhepunkt des vergangenen Zyklus aufwiesen. So waren die Produktionsanlagen im verarbeitenden Gewerbe zuletzt mit über 83 vH ausgelastet. Die Arbeitslosenquote betrug

<sup>1</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht September 1994, S. 69.

Schaubild 2

Langfristige Zinsen

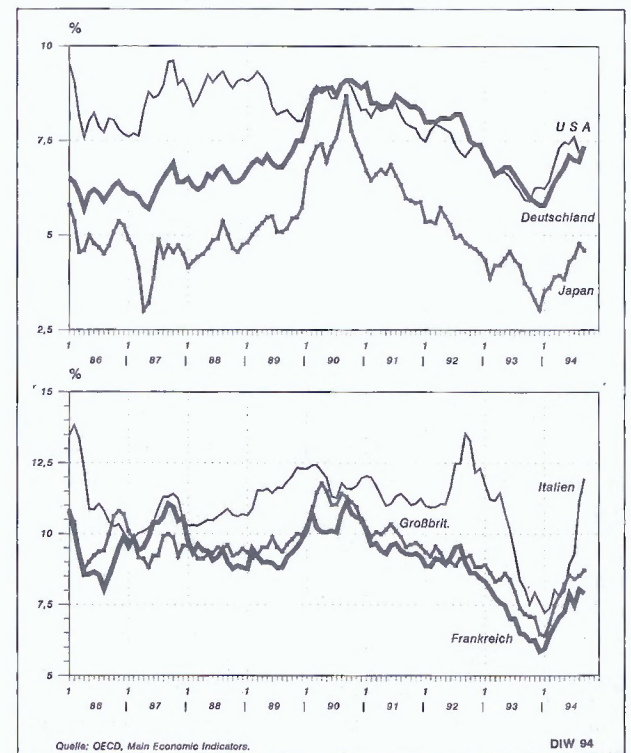
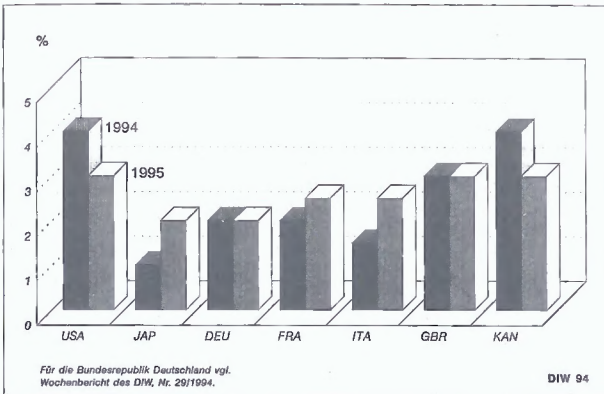


Schaubild 3

**Prognose des BIP-Wachstums der G-7-Länder  
in vH**



etwa 6 vH<sup>2</sup>. Der Preisauftrieb hat sich im ersten Halbjahr 1994 kaum beschleunigt und liegt immer noch deutlich unter 3 vH.

Dieses scheinbar unverändert positive Konjunkturbild wird freilich durch die Erwartungen über die weitere Entwicklung zunehmend eingetrübt. Insbesondere herrscht seit Jahresbeginn auf den Geld- und Kapitalmärkten die Überzeugung vor, der anhaltend kräftige Aufschwung habe inzwischen zu Spannungen auf den Güter- und Arbeitsmärkten geführt, die sich alsbald in Preissteigerungen niederschlagen könnten. Für diese Überlegung sprechen die gut ausgelasteten Kapazitäten und die sich beschleunigenden Lohnsteigerungen, die mittlerweile das Produktivitätswachstum deutlich übersteigen. Vor diesem Hintergrund stiegen die langfristigen Zinsen und verminderte sich die Nachfrage nach langfristigen Kapitalanlagen.

Das Fed hat Anfang Februar mittels Zinserhöhung eine Kurskorrektur in der Geldpolitik vollzogen. In mehreren Schritten hat es seither das kurzfristige Zinsniveau erhöht — von 3% auf nunmehr fast 5%. Eine wesentliche Beruhigung der Kapitalmärkte ist damit aber noch nicht gelungen. Dies spiegelte sich darin wider, daß sich die langfristigen Zinsen zunächst sogar stärker als die kurzfristigen erhöhten. Damit hat der Kurswechsel der Geldpolitik den durch die Konjunkturentwicklung angelegten Zinsanstieg beschleunigt.

Das erhöhte Zinsniveau hinterläßt bereits erste Spuren in der amerikanischen Wirtschaft. So haben zuletzt die Investitionen im Wohnungsbau deutlich weniger stark zugenommen als zuvor, und die Arbeitslosenquote ist sogar wieder leicht gestiegen. Zudem hat sich die Lagerhaltung beträchtlich erhöht. Ob sich diese Spuren im Verlauf noch weiter vertiefen, hängt von den künftigen Zinsbewegungen ab. Vieles spricht dafür, daß das Fed seine Politik fortsetzt und die kurzfristigen Zinsen weiter erhöht. Unter diesen Umständen würde die Investitionsdynamik im Verlauf dieses und des nächsten Jahres nachlassen. Die konjunkturelle Dynamik hätte dann ihren Höhepunkt bereits über-

schritten. In der Folge käme zunehmend dem privaten Verbrauch eine stützende Funktion für die Konjunkturerholung zu. Darüber hinaus dürfte tendenziell die konjunkturelle Erholung in den westlichen Industrieländern zu einer Beschleunigung des Exports der USA beitragen. Der Importsog hingegen dürfte wegen der verhalteneren Binnenkonjunktur nachlassen. Insgesamt wird die amerikanische Wirtschaft in diesem Jahr vermutlich um knapp 4 vH wachsen. Für 1995 ist nur noch mit einer gesamtwirtschaftlichen Produktionszunahme von knapp 3 vH zu rechnen.

**Japan: Leichte Erholung**

Die japanische Wirtschaft scheint sich allmählich aus der Talsohle zu lösen; immerhin hat das Bruttoinlandsprodukt zu Beginn des Jahres expandiert. Getragen wird die Erholung im wesentlichen vom privaten Verbrauch und von den Investitionen im Wohnungsbau. Die verbrauchsstimulierende einmalige Steuerrückzahlung und die im internationalen Vergleich immer noch niedrigen Zinsen dürften hierfür ausschlaggebend sein. Die Ausrüstungsinvestitionen zeigen aber weiterhin Schwächetendenzen, und die Exporte leiden immer noch unter der drastischen Aufwertung des Yen.

Im weiteren Verlauf dieses Jahres und insbesondere 1995 dürften auch die Ausrüstungsinvestitionen an Dynamik gewinnen. Mit der konjunkturellen Erholung in den Industrieländern wird sich die Exportnachfrage beleben. Zudem wird die Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar zum Stillstand kommen, wenn sich der Zinsanstieg in den USA fortsetzt und es gelingt, die japanischen Zinsen im Vergleich zu denen der USA niedrig zu halten. Insgesamt wird die japanische Wirtschaft 1994 wohl um 1 vH und 1995 um gut 2 vH wachsen.

**Westeuropa: Aufschwung bleibt labil**

Während in Großbritannien die Aufwärtsbewegung bis zuletzt noch kräftig war und Irland und Dänemark im Konjunkturzyklus dichtauf folgen, hat sich in Deutschland, Frankreich und Italien erst in diesem Jahr eine Aufwärtsentwicklung durchgesetzt. Auch Schweden, Finnland und Spanien sind auf dem Weg aus der Rezession.

In *Großbritannien* setzt sich der Aufschwung schon im dritten Jahr fast ungebrochen fort. Im ersten und zweiten Quartal 1994 lag das reale Bruttoinlandsprodukt jeweils um 3 vH über dem entsprechenden Vorjahresstand. Noch etwas rascher expandierte mit etwa 3,5 vH der private Verbrauch, dessen Entwicklung vor allem durch die

<sup>2</sup> Seit Januar 1994 ist ein Vergleich der Arbeitslosenquote mit früheren Werten aufgrund eines revidierten Verfahrens nur noch begrenzt möglich. Schätzungen zeigen, daß die Ergebnisse nach dem neuen Verfahren etwa 0,5 vH über denen des früher angewendeten liegen.

Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts und der Inlandsnachfrage in den westlichen Industrieländern

| Länder                                    | Gewichte <sup>1)</sup> 1992<br>in vH |                     | B I P real                          |      |      | Inlandsnachfrage <sup>2)</sup> real |      |      | Verbraucherpreise <sup>3)</sup> |      |      |
|-------------------------------------------|--------------------------------------|---------------------|-------------------------------------|------|------|-------------------------------------|------|------|---------------------------------|------|------|
|                                           | BIP                                  | deutsche<br>Ausfuhr | Veränderung in vH gegenüber Vorjahr |      |      |                                     |      |      |                                 |      |      |
|                                           |                                      |                     | 1993                                | 1994 | 1995 | 1993                                | 1994 | 1995 | 1993                            | 1994 | 1995 |
| Deutschland                               | 10,7                                 |                     | -1,2                                | 2,0  | 2,0  | -1,4                                | 1,0  | 1,5  | 4,0                             | 3,0  | 2,5  |
| Westdeutschland                           | 9,8                                  |                     | -1,9                                | 1,5  | 1,5  | -2,6                                | 0,0  | 0,5  | 3,4                             | 3,0  | 2,0  |
| Ostdeutschland                            | 0,8                                  |                     | 7,1                                 | 8,5  | 8,5  | 6,0                                 | 4,5  | 4,5  | 7,9                             | 4,0  | 3,0  |
| Frankreich                                | 7,3                                  | 16,5                | -1,0                                | 2,0  | 2,5  | -1,9                                | 1,5  | 2,5  | 2,0                             | 2,0  | 1,5  |
| Italien                                   | 6,7                                  | 11,8                | -0,7                                | 1,5  | 2,5  | -5,0                                | 1,0  | 2,5  | 4,2                             | 4,0  | 3,5  |
| Großbritannien                            | 5,8                                  | 9,8                 | 2,0                                 | 3,0  | 3,0  | 2,0                                 | 3,5  | 3,5  | 1,6                             | 3,0  | 3,0  |
| Spanien                                   | 3,2                                  | 5,2                 | -1,0                                | 1,0  | 2,5  | -3,6                                | 0,0  | 2,5  | 4,6                             | 4,5  | 4,0  |
| Niederlande                               | 1,8                                  | 10,6                | 0,2                                 | 1,5  | 2,5  | -0,5                                | 1,0  | 1,5  | 2,6                             | 2,0  | 2,0  |
| Belgien                                   | 1,2                                  | 9,4                 | -1,5                                | 1,5  | 2,5  | -2,4                                | 0,5  | 2,0  | 2,8                             | 2,5  | 2,5  |
| Dänemark                                  | 0,8                                  | 2,5                 | 1,4                                 | 4,0  | 3,5  | 0,5                                 | 5,5  | 4,5  | 1,3                             | 2,0  | 2,5  |
| Portugal                                  | 0,5                                  | 1,4                 | -1,0                                | 1,0  | 2,0  | -1,3                                | 1,5  | 3,0  | 6,5                             | 5,5  | 4,5  |
| Griechenland                              | 0,4                                  | 1,4                 | -1,0                                | 0,5  | 1,5  | -0,6                                | 0,5  | 1,5  | 14,4                            | 11,0 | 9,0  |
| Irland                                    | 0,3                                  | 0,6                 | 2,5                                 | 4,0  | 5,0  | 1,9                                 | 3,0  | 4,5  | 1,4                             | 3,0  | 3,0  |
| EG                                        | 38,5                                 |                     | -0,4                                | 2,0  | 2,5  | -1,7                                | 1,5  | 2,4  | 3,3                             | 3,1  | 2,8  |
| EG ohne Deutschland                       | 27,9                                 |                     | -0,1                                | 2,0  | 2,6  | -1,8                                | 1,7  | 2,7  | 3,1                             | 3,2  | 2,9  |
| EG ohne Deutschland <sup>4)</sup>         |                                      | 69,1                | -0,3                                | 1,9  | 2,6  | -1,7                                | 1,5  | 2,5  | 3,0                             | 3,0  | 2,7  |
| Schweden                                  | 1,4                                  | 2,8                 | -2,1                                | 2,5  | 3,0  | -4,9                                | 0,0  | 2,0  | 4,7                             | 2,5  | 3,5  |
| Schweiz                                   | 1,3                                  | 6,7                 | -0,6                                | 1,5  | 2,5  | -1,4                                | 1,0  | 2,0  | 3,2                             | 1,5  | 2,5  |
| Österreich                                | 1,0                                  | 7,6                 | -0,3                                | 2,0  | 3,0  | -0,1                                | 1,5  | 3,0  | 3,6                             | 3,0  | 2,5  |
| Norwegen                                  | 0,6                                  | 1,1                 | 2,3                                 | 3,5  | 3,0  | 3,2                                 | 2,5  | 3,0  | 2,3                             | 1,5  | 2,0  |
| Finnland                                  | 0,6                                  | 1,1                 | -2,0                                | 2,0  | 5,5  | -6,4                                | -0,5 | 5,5  | 2,2                             | 1,5  | 2,0  |
| Europ. Industrieländer                    | 43,5                                 |                     | -0,5                                | 2,0  | 2,5  | -1,8                                | 1,4  | 2,4  | 3,3                             | 3,0  | 2,7  |
| Europ. Industriel. ohne BRD               | 32,8                                 |                     | -0,2                                | 2,0  | 2,7  | -1,9                                | 1,5  | 2,7  | 3,1                             | 3,0  | 2,8  |
| Europ. Industriel. ohne BRD <sup>4)</sup> |                                      | 88,4                | -0,4                                | 1,9  | 2,7  | -1,6                                | 1,4  | 2,5  | 3,1                             | 2,8  | 2,7  |
| USA                                       | 33,2                                 | 8,1                 | 3,1                                 | 4,0  | 3,0  | 3,9                                 | 4,5  | 3,0  | 3,0                             | 3,0  | 3,5  |
| Kanada                                    | 3,1                                  | 0,8                 | 2,2                                 | 4,0  | 3,0  | 1,8                                 | 3,5  | 3,5  | 1,8                             | 2,0  | 2,5  |
| Japan                                     | 20,2                                 | 2,8                 | 0,1                                 | 1,0  | 2,0  | 0,3                                 | 1,5  | 2,0  | 1,2                             | 0,5  | 1,0  |
| Außereurop. Industrieländer               | 56,5                                 |                     | 2,0                                 | 2,9  | 2,6  | 2,5                                 | 3,4  | 2,7  | 2,3                             | 2,1  | 2,6  |
| Außereurop. Industrieländer <sup>4)</sup> |                                      | 11,6                | 2,3                                 | 3,3  | 2,8  | 2,9                                 | 3,7  | 2,8  | 2,5                             | 2,3  | 2,8  |
| Insgesamt                                 | 100,0                                |                     | 0,9                                 | 2,5  | 2,6  | 0,7                                 | 2,5  | 2,6  | 2,7                             | 2,5  | 2,6  |
| Insgesamt ohne Deutschland                | 89,3                                 |                     | 1,2                                 | 2,6  | 2,7  | 0,9                                 | 2,7  | 2,7  | 2,6                             | 2,4  | 2,7  |
| Insgesamt ohne Deutschland <sup>4)</sup>  |                                      | 100,0               | -0,0                                | 2,1  | 2,7  | -1,1                                | 1,7  | 2,6  | 3,1                             | 2,8  | 2,7  |

<sup>1)</sup> Auf Dollarbasis zu Wechselkursen von 1992 (Jahresdurchschnitt). — <sup>2)</sup> Verbrauch und Investitionen des Inlands. — <sup>3)</sup> Für Deutschland Preisindex für den privaten Verbrauch. — <sup>4)</sup> Gewichtet gemäß Anteilen an der deutschen Warenausfuhr 1992.

Quellen: Nationalstatistiken sowie Schätzungen offizieller und privater Institutionen und des DIW. Geschätzte und prognostizierte Veränderungsraten gerundet. Für die Bundesrepublik Deutschland vgl. Wochenbericht des DIW, Nr. 29/1994.

Gebrauchsgüternachfrage bestimmt wurde. Die kräftigen Zinssenkungen in den letzten drei Jahren haben für die privaten Haushalte eine spürbare Entlastung bei den Zinszahlungen für Konsumentenkredite und Hypotheken gebracht, so daß Mittel für den privaten Verbrauch freigesetzt wurden. Die Erhöhung einiger indirekter Steuern gingen zu Lasten der Ersparnisbildung. Die privaten Investitionen haben dagegen relativ spät, nämlich erst im Verlauf des Jahres 1993, zum Aufschwung beigetragen. Sie waren in den Jahren zuvor allerdings auch weniger zurückgegangen als während der letzten Rezession zu Beginn

der 80er Jahre. Mit der zunehmenden Auslastung der Sachkapazitäten und der verbesserten Ertragslage hat sich auch die Investitionstätigkeit spürbar belebt. Im zweiten Quartal dürften die Anlageinvestitionen um reichlich 6 vH über dem Vorjahresniveau gelegen haben. Die Ausfuhr stiegen ebenfalls kräftig. Noch stärker nahmen freilich die Importe zu.

Bemerkenswert am gegenwärtigen Konjunkturzyklus ist die frühe und spürbare Reaktion des Arbeitsmarktes. Seit Anfang 1993 hat die Zahl der gemeldeten Arbeitslosen in einer Größenordnung von 300 000 Personen abgenom-

Entwicklung der Komponenten des Bruttoinlandsprodukts in den westlichen Industrieländern  
reale Veränderung in vH gegenüber Vorjahr

| Länder                                                | Privater Verbrauch |      |      | Öffentlicher Verbrauch |      |      | Bruttoanlageinvestitionen |      |      | Exporte von Waren und Dienstleistungen |      |      | Importe |      |      |
|-------------------------------------------------------|--------------------|------|------|------------------------|------|------|---------------------------|------|------|----------------------------------------|------|------|---------|------|------|
|                                                       | 1993               | 1994 | 1995 | 1993                   | 1994 | 1995 | 1993                      | 1994 | 1995 | 1993                                   | 1994 | 1995 | 1993    | 1994 | 1995 |
| Deutschland <sup>1)</sup>                             | 0,1                | -0,5 | -0,5 | -0,7                   | -0,5 | 0,0  | -3,3                      | 4,0  | 5,5  | -9,5                                   | 8,0  | 5,5  | -10,0   | 3,5  | 3,5  |
| Westdeutschland                                       | 0,0                | -1,0 | -0,5 | -1,3                   | -0,5 | 0,0  | -6,9                      | 1,0  | 2,5  | -6,1                                   | 6,5  | 5,0  | -9,5    | 4,0  | 3,5  |
| Ostdeutschland                                        | 1,5                | 2,0  | 1,0  | 2,6                    | 0,0  | 0,0  | 15,6                      | 15,5 | 16,0 | -1,0                                   | 12,0 | 14,0 | 3,6     | 3,0  | 3,5  |
| Frankreich                                            | 0,7                | 1,5  | 2,5  | 0,5                    | 1,5  | 2,0  | -5,1                      | 1,5  | 5,0  | 0,1                                    | 5,0  | 4,0  | -3,2    | 4,0  | 4,5  |
| Italien                                               | -2,1               | 0,5  | 2,0  | 0,8                    | 0,5  | 1,0  | -11,1                     | 0,0  | 5,0  | 10,0                                   | 6,0  | 5,5  | -7,3    | 4,0  | 5,0  |
| Großbritannien                                        | 2,5                | 3,0  | 3,0  | 0,6                    | 2,0  | 1,5  | 0,3                       | 4,5  | 5,0  | 3,0                                    | 5,5  | 5,5  | 2,9     | 6,5  | 7,5  |
| Spanien                                               | -2,3               | 0,5  | 2,0  | 1,6                    | -1,0 | 0,5  | -10,3                     | 1,0  | 2,0  | 8,8                                    | 7,5  | 7,5  | -3,2    | 3,0  | 7,0  |
| Niederlande                                           | 0,8                | 1,0  | 1,5  | 0,4                    | 0,5  | 1,0  | -2,9                      | 2,0  | 2,5  | 0,6                                    | 4,5  | 5,0  | -0,6    | 3,5  | 3,5  |
| Belgien                                               | -1,0               | 1,0  | 2,0  | 2,0                    | 1,0  | 2,0  | -5,0                      | 1,0  | 4,0  | -3,0                                   | 3,5  | 4,5  | -4,0    | 2,5  | 4,0  |
| Dänemark                                              | 2,7                | 5,0  | 4,5  | 3,9                    | 2,0  | 2,5  | -1,9                      | 6,5  | 6,5  | -1,4                                   | 4,0  | 6,0  | -4,2    | 8,0  | 8,5  |
| Portugal                                              | 0,5                | 2,0  | 2,5  | 0,5                    | 1,0  | 1,5  | -1,0                      | 1,0  | 5,0  | 0,0                                    | 4,5  | 6,0  | -1,0    | 5,0  | 7,0  |
| Griechenland                                          | 0,5                | 1,0  | 2,5  | 0,0                    | 0,5  | 2,0  | -1,0                      | 0,5  | 5,0  | 2,5                                    | 5,0  | 5,5  | 2,0     | 3,5  | 4,5  |
| Irland                                                | 2,5                | 3,5  | 4,0  | 2,0                    | 2,0  | 2,0  | 1,0                       | 4,0  | 5,0  | 4,0                                    | 6,0  | 7,0  | 3,5     | 5,5  | 7,0  |
| EG <sup>2)</sup>                                      | 0,1                | 1,0  | 1,7  | 0,4                    | 0,6  | 1,0  | -5,1                      | 2,4  | 4,8  | -0,4                                   | 5,9  | 5,3  | -4,2    | 4,1  | 5,0  |
| EG ohne Deutschland <sup>2)</sup>                     | 0,0                | 1,5  | 2,4  | 0,9                    | 1,1  | 1,5  | -5,9                      | 1,7  | 4,4  | 2,7                                    | 5,2  | 5,2  | -2,2    | 4,4  | 5,5  |
| Schweden                                              | -3,8               | 1,0  | 1,5  | -0,7                   | -1,0 | -1,0 | -16,2                     | -3,0 | 7,0  | 7,2                                    | 11,0 | 7,5  | -0,4    | 5,0  | 6,0  |
| Schweiz                                               | -0,8               | 1,0  | 2,0  | -0,4                   | 0,5  | 1,5  | -4,3                      | 4,5  | 5,0  | 0,8                                    | 4,0  | 4,5  | -1,2    | 3,0  | 3,0  |
| Österreich                                            | 0,5                | 2,0  | 2,5  | 1,5                    | 1,5  | 2,5  | -2,0                      | 2,0  | 4,0  | -3,0                                   | 4,0  | 5,5  | -2,5    | 3,0  | 5,0  |
| Norwegen                                              | 1,7                | 3,5  | 3,0  | 1,8                    | 2,5  | 2,0  | 15,2                      | 3,0  | 5,0  | 1,8                                    | 6,0  | 4,5  | 3,3     | 5,0  | 5,5  |
| Finnland                                              | -4,0               | -0,5 | 4,5  | -5,4                   | -4,0 | 0,0  | -19,0                     | 10,0 | 16,0 | 16,6                                   | 11,0 | 8,0  | 0,3     | 5,0  | 8,0  |
| Europäische Industrieländer <sup>2)</sup>             | -0,1               | 1,0  | 1,7  | 0,3                    | 0,5  | 1,0  | -5,1                      | 2,5  | 5,0  | 0,1                                    | 6,0  | 5,3  | -3,7    | 4,1  | 5,0  |
| Europ. Industrieländer ohne Deutschland <sup>2)</sup> | -0,2               | 1,5  | 2,4  | 0,6                    | 0,9  | 1,3  | -5,9                      | 1,8  | 4,7  | 2,8                                    | 5,4  | 5,3  | -1,9    | 4,3  | 5,4  |
| USA                                                   | 3,3                | 3,5  | 3,5  | -1,5                   | -1,0 | 0,5  | 10,1                      | 9,5  | 4,0  | 4,1                                    | 6,5  | 8,0  | 10,7    | 11,5 | 8,0  |
| Kanada                                                | 1,6                | 3,5  | 4,5  | 0,5                    | 0,0  | 1,0  | -0,2                      | 4,5  | 3,0  | 10,4                                   | 10,0 | 7,0  | 8,8     | 8,5  | 8,0  |
| Japan                                                 | 1,1                | 3,0  | 2,5  | 3,2                    | 2,5  | 2,0  | -1,3                      | -1,5 | 2,0  | 1,0                                    | 2,5  | 4,0  | 3,1     | 5,5  | 4,0  |
| Außereuropäische Industrieländer <sup>2)</sup>        | 2,5                | 3,3  | 3,2  | -0,2                   | -0,1 | 0,9  | 3,7                       | 3,6  | 2,9  | 3,9                                    | 5,7  | 6,6  | 8,5     | 9,5  | 7,0  |
| Insgesamt <sup>2)</sup>                               | 1,4                | 2,4  | 2,6  | 0,1                    | 0,2  | 0,9  | -0,0                      | 3,1  | 3,8  | 1,5                                    | 5,9  | 5,8  | 0,5     | 6,0  | 5,7  |
| Insgesamt ohne Deutschland <sup>2)</sup>              | 1,6                | 2,7  | 2,9  | 0,2                    | 0,3  | 1,1  | 0,4                       | 3,0  | 3,5  | 3,3                                    | 5,5  | 5,8  | 2,3     | 6,4  | 6,0  |

1) Angaben um innerdeutsche Transaktionen bereinigt. — 2) Gewichte 1992 auf Dollarbasis zu Wechselkursen von 1992 (Jahresdurchschnitt).

Quellen: Nationalstatistiken sowie Schätzungen offizieller und privater Institutionen und des DIW. Geschätzte und prognostizierte Veränderungsdaten gerundet. Für die Bundesrepublik Deutschland vgl. Wochenbericht des DIW, Nr. 29/1994.

men. Obwohl ein Teil der neugeschaffenen Arbeitsplätze offenbar im Teilzeitbereich liegt, hat die Beschäftigungszunahme die Expansion des privaten Verbrauchs bis in die Gegenwart gestützt.

Die Nachfrage der privaten Konsumenten und Investoren sowie die Wende im Lagerzyklus dürften den Aufschwung auch im weiteren Verlauf dieses Jahres tragen. Belastet wird die Entwicklung durch den Anstieg der langfristigen Zinsen. Die Bank von England hat ihren geldpolitischen Kurs in jüngster Zeit deutlich verschärft. Sie hat dies getan, obwohl die Lohnabschlüsse in den letzten Monaten

mit knapp 4 vH immer noch sehr moderat waren. Der Preisauftrieb lag mit knapp 3 vH zuletzt unter dem europäischen Durchschnitt.

In Frankreich hat die Wirtschaft noch bis zum letzten Quartal 1993 stagniert. Erst im ersten Halbjahr 1994 hat sich die Binnennachfrage spürbar belebt, wobei der private Verbrauch im zweiten Quartal dadurch zusätzliche Impulse erhielt, daß mittels einer Verschrottungsprämie deutliche Anreize für die Neuanschaffung von PKW geschaffen wurden. Erste Daten für die wirtschaftliche Entwicklung nach der Jahresmitte scheinen darauf hinzudeuten, daß sich der

**Entwicklung des Bruttoeinkommens, des Stückgewinns und der Lohnstückkosten in den westlichen Industrieländern**  
Veränderung in vH gegenüber Vorjahr

| Länder                                                | Bruttoeinkommen aus               |      |      |                        |      |      | Stückgewinn <sup>1)</sup> |      |      | Lohnstückkosten <sup>2)</sup> |      |      |        |
|-------------------------------------------------------|-----------------------------------|------|------|------------------------|------|------|---------------------------|------|------|-------------------------------|------|------|--------|
|                                                       | Unternehmertätigkeit und Vermögen |      |      | unselbständiger Arbeit |      |      |                           |      |      |                               |      |      | in SZR |
|                                                       | in Landeswährung                  |      |      |                        |      |      |                           |      |      |                               |      |      |        |
|                                                       | 1993                              | 1994 | 1995 | 1993                   | 1994 | 1995 | 1993                      | 1994 | 1995 | 1993                          | 1994 | 1995 | 1993   |
| Deutschland                                           | -3,6                              | 9,5  | 7,5  | 2,2                    | 1,5  | 3,0  | -2,4                      | 7,5  | 5,5  | 3,6                           | 0,0  | 1,0  | -1,3   |
| Westdeutschland                                       | -5,5                              | 8,5  | 5,5  | 1,3                    | 1,0  | 2,5  | -3,7                      | 7,0  | 4,0  | 3,3                           | -0,5 | 1,0  | -1,6   |
| Ostdeutschland                                        | .                                 | .    | .    | 8,4                    | 6,5  | 6,0  | .                         | .    | .    | 1,7                           | -1,5 | -2,0 | -3,1   |
| Frankreich                                            | 0,1                               | 7,5  | 7,5  | 1,7                    | 2,5  | 4,0  | 1,1                       | 5,5  | 5,0  | 2,7                           | 0,5  | 1,5  | -3,2   |
| Italien                                               | 12,2                              | 7,0  | 6,5  | 1,1                    | 4,5  | 5,0  | 12,9                      | 5,5  | 3,5  | 1,7                           | 3,0  | 2,5  | -19,7  |
| Großbritannien                                        | 15,0                              | 12,5 | 9,5  | 3,1                    | 4,5  | 5,5  | 12,7                      | 9,0  | 6,0  | 1,1                           | 1,5  | 2,5  | -13,2  |
| Spanien                                               | 2,7                               | 7,5  | 6,5  | 4,0                    | 4,0  | 5,0  | 3,7                       | 6,5  | 3,5  | 5,1                           | 3,0  | 2,5  | -14,7  |
| Niederlande                                           | -1,0                              | 5,5  | 7,0  | 2,1                    | 2,5  | 3,5  | -1,2                      | 4,0  | 4,0  | 1,8                           | 1,0  | 1,0  | -2,8   |
| Belgien                                               | -3,7                              | 5,0  | 6,0  | 4,0                    | 3,5  | 4,0  | -2,3                      | 3,5  | 3,0  | 5,6                           | 2,0  | 1,5  | -1,0   |
| Dänemark                                              | 7,5                               | 6,0  | 6,5  | 1,3                    | 6,0  | 6,0  | 6,0                       | 2,0  | 2,5  | -0,1                          | 2,0  | 2,5  | -6,2   |
| Portugal                                              | 3,9                               | 6,5  | 6,5  | 7,5                    | 6,5  | 6,5  | 5,0                       | 5,5  | 4,5  | 8,6                           | 5,5  | 4,5  | -8,0   |
| Griechenland                                          | 11,8                              | 14,0 | 12,5 | 12,0                   | 11,0 | 11,0 | 12,9                      | 13,5 | 10,5 | 13,1                          | 10,5 | 9,5  | -5,1   |
| Irland                                                | 7,4                               | 9,0  | 10,5 | 3,5                    | 4,5  | 5,0  | 4,8                       | 4,5  | 5,5  | 1,0                           | 0,5  | 0,0  | -12,4  |
| EG <sup>3)</sup>                                      | 4,4                               | 8,3  | 7,4  | 2,4                    | 3,2  | 4,3  | 3,0                       | 6,2  | 4,7  | 2,9                           | 1,2  | 1,7  | -6,6   |
| EG ohne Deutschland <sup>3)</sup>                     | 6,7                               | 8,0  | 7,4  | 2,5                    | 3,9  | 4,8  | 5,2                       | 5,7  | 4,4  | 2,7                           | 1,8  | 2,0  | -8,8   |
| Schweden                                              | -0,9                              | 13,5 | 12,5 | 1,0                    | 2,5  | 4,5  | 1,3                       | 10,5 | 9,0  | 3,2                           | 0,0  | 1,5  | -22,1  |
| Schweiz                                               | 5,8                               | 10,0 | 10,5 | 0,8                    | 2,0  | 4,0  | 6,4                       | 8,5  | 7,5  | 1,4                           | 0,5  | 1,5  | -2,7   |
| Österreich                                            | 0,7                               | 5,0  | 7,0  | 4,3                    | 5,0  | 5,0  | 0,9                       | 3,0  | 4,0  | 4,6                           | 3,0  | 2,0  | -0,3   |
| Norwegen                                              | 11,9                              | 4,5  | 7,0  | 1,3                    | 4,0  | 5,0  | 9,4                       | 1,0  | 3,5  | -1,0                          | 0,5  | 2,0  | -12,5  |
| Finnland                                              | 13,4                              | 13,0 | 16,0 | -4,5                   | 2,0  | 5,0  | 15,7                      | 11,0 | 10,0 | -2,6                          | 0,0  | -0,5 | -23,0  |
| Europ. Industrieländer <sup>3)</sup>                  | 4,4                               | 8,4  | 7,6  | 2,2                    | 3,1  | 4,3  | 3,3                       | 6,3  | 5,0  | 2,8                           | 1,2  | 1,7  | -7,2   |
| Europ. Industrieländer ohne Deutschland <sup>3)</sup> | 6,5                               | 8,1  | 7,7  | 2,2                    | 3,7  | 4,8  | 5,3                       | 5,9  | 4,8  | 2,5                           | 1,6  | 1,9  | -9,2   |
| USA                                                   | 9,1                               | 7,5  | 7,0  | 5,3                    | 7,0  | 6,5  | 5,8                       | 3,5  | 4,0  | 2,1                           | 3,0  | 3,5  | 3,0    |
| Kanada                                                | 5,8                               | 14,0 | 7,0  | 2,5                    | 3,5  | 4,5  | 3,5                       | 9,5  | 4,0  | 0,3                           | -0,5 | 1,5  | -5,2   |
| Japan                                                 | 4,6                               | 3,5  | 6,5  | 2,0                    | 1,0  | 2,0  | 4,5                       | 2,5  | 4,0  | 1,9                           | -0,2 | 0,0  | 17,1   |
| Außereuropäische Industrieländer <sup>3)</sup>        | 7,3                               | 6,3  | 6,8  | 4,0                    | 4,7  | 4,8  | 5,0                       | 4,0  | 4,0  | 1,8                           | 1,3  | 1,9  | 7,0    |
| Insgesamt <sup>3)</sup>                               | 6,0                               | 7,3  | 7,2  | 3,3                    | 4,1  | 4,6  | 3,9                       | 5,5  | 4,6  | 2,4                           | 1,2  | 1,8  | -2,1   |
| Insgesamt ohne Deutschl. <sup>3)</sup>                | 6,9                               | 7,0  | 7,2  | 3,4                    | 4,4  | 4,8  | 5,1                       | 5,1  | 4,5  | 2,2                           | 1,5  | 1,9  | -2,3   |

1) Bruttoeinkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen je Einheit des realen Bruttoinlandsprodukts. — 2) Bruttoeinkommen aus unselbständiger Arbeit je Einheit des realen Bruttoinlandsprodukts. — 3) Gewichte 1992 auf Dollarbasis zu Wechselkursen von 1992 (Jahresdurchschnitt). Für 1) und 2): Gewichtet nach Exportanteilen, wie sie — mit Ausnahme der USA — der Berechnung des SZR zugrunde liegen.

Quellen: OECD, Economic Outlook; SAEG, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; Nationalstatistiken und Schätzungen des DIW. Geschätzte und prognostizierte Veränderungsdaten gerundet. Für die Bundesrepublik Deutschland vgl. Wochenbericht des DIW, Nr. 29/1994.

Aufschwung fortgesetzt hat. Nach Befragungen hat sich zudem das Konsum- und Geschäftsklima weiter verbessert. Allerdings war das Wachstum der verfügbaren Einkommen bisher mäßig.

Die niedrigen Zinsen haben seit der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres vor allem die Wohnungsbauinvestitionen stimuliert; hinzu kamen Maßnahmen des Staates zur Wohnungsbauförderung. Dagegen steigen die Investitio-

nen im Unternehmensbereich erst seit einigen Monaten wieder etwas an. Wie fast überall in Kontinentaleuropa dürfte auch in Frankreich die Erwartung weiter steigender Zinsen die Investitionstätigkeit zunächst angeregt haben; hinzu kam der kräftige Anstieg der Auslandsnachfrage. Die Kapazitätsauslastung ist in vielen Bereichen aber noch gering, so daß ein Investitionsaufschwung auf breiter Basis erst dann zu erwarten ist, wenn die Expansion der Binnennachfrage andauert und sich weiter verstärkt.

Insgesamt gewinnt der Aufschwung nur sehr allmählich an Breite. Mit den Zinssteigerungen der letzten Monate sind daher erhebliche Risiken verbunden. Hinzu kommt, daß für 1995 angestrebt wird, das Defizit des Staatshaushalts, das derzeit bei rund 6 vH des Bruttoinlandsprodukts liegt, deutlich zu reduzieren. Das Aufschwungstempo wird sich infolgedessen im nächsten Jahr kaum beschleunigen. Der Preisanstieg könnte sich bei dieser Entwicklung noch einmal verringern, er wird mit rund 1,5 vH dann der niedrigste aller westeuropäischen Länder sein.

In *Italien* war die konjunkturelle Lage 1993 äußerst labil. Erst im letzten Quartal kam der zuvor starke Rückgang der Binnennachfrage zum Stillstand. Hatte 1993 die dynamische Entwicklung der Ausfuhren — als Folge des beträchtlichen Wertverlustes der Lira — dafür gesorgt, daß der wirtschaftliche Rückgang nicht wesentlich kräftiger ausfiel, so zeichnet sich nunmehr auch eine leichte Belebung der privaten Verbrauchsnachfrage ab. Hierzu trug vor allem die unerwartet geringe Inflation bei. Die verfügbaren realen Einkommen gingen kaum noch zurück, und die Konsumenten reduzierten ihre Sparquote.

Die Industrieproduktion lag im ersten Halbjahr 1994 leicht über dem Vorjahresstand, und die Kapazitätsauslastung hat sich geringfügig erhöht. Die Erholung der gesamtwirtschaftlichen Produktion steht allerdings weiter im Zeichen der außenwirtschaftlichen Entwicklung. Immer noch nehmen die Exporte deutlich stärker als die Importe zu. Die italienischen Unternehmen weisen auf ein reges Exportgeschäft auch mit Ländern außerhalb der europäischen Gemeinschaft hin. Mit etwa 2 vH des Bruttoinlandsprodukts ist der Leistungbilanzüberschuß relativ höher als in Frankreich.

Allerdings schwächt sich die außenwirtschaftliche Dynamik allmählich ab, weil die Effekte der Abwertung abklingen. Mit der konjunkturellen Erholung schließt sich die Schere in der Entwicklung von Exporten und Importen. Um den Aufschwung zu konsolidieren, müßten daher privater Verbrauch und Investitionen stärker als bisher expandieren. Beide Nachfragekomponenten haben erst in diesem Jahr ihren Tiefpunkt überwunden. Zwar hat sich die Ertragslage der Unternehmen, insbesondere der exportierenden Unternehmen, in den letzten zwei Jahren verbessert, doch sind in Italien auch die langfristigen Zinsen besonders stark gestiegen. Bei schwacher Binnennachfrage dürfte die Investitionstätigkeit nur relativ moderat zunehmen. Der Staat wird seine Konsolidierungsziele — vor allem ein Budgetdefizit von deutlich unter 9 vH des Bruttoinlandsprodukts — angesichts der gegenwärtigen politischen Entwicklung kaum realisieren können.

### **Klarer Kurs der Geldpolitik gefragt**

Ob die Festigung des Aufschwungs in Kontinentaleuropa gelingt, hängt in entscheidender Weise vom künftigen Kurs der Geldpolitik ab. Bei der Eindämmung des Zinsauftriebs auf den Kapitalmärkten in Europa fällt der Bundesbank

eine Schlüsselrolle zu. Nach einer Periode schrittweiser Zinssenkungen verharrt die deutsche Geldpolitik derzeit aber in abwartender Haltung. Unklar ist, ob die Bundesbank ihre Politik fortsetzt und die Leitzinsen weiter zurückführt oder zu einer Strategie übergeht, die darauf abstellt, schon in einem sehr frühen Stadium gegen potentielle Preissteigerungsgefahren vorzugehen.

Zur aktuellen Verunsicherung dürfte maßgeblich beigetragen haben, daß die Bundesbank im Verlauf der letzten Monate klare zinspolitische Signale zu vermeiden suchte, um den Finanzmärkten keinerlei Anlaß zu der Vermutung zu geben, die deutsche Geldpolitik könnte es bei der Verfolgung des Zieles der Preisniveaustabilität an Nachdruck fehlen lassen. Inzwischen aber rächt sich die Politik der „Trippelschritte“. Sie hat zur Folge, daß die Akteure an den Finanzmärkten verunsichert jede Sitzung des Zentralbankrates erwarten, um zu erfahren, welchen Kurs die Geldpolitik künftig einschlagen wird. Wer jederzeit mit einer geldpolitischen Trendwende rechnen muß, reagiert mit wachsender Nervosität auf Neuigkeiten — z.B. auf die Änderung des geldpolitischen Kurses des Fed — von denen anzunehmen ist, daß sie den Meinungsbildungsprozeß des Zentralbankrates beeinflussen. Das aber läuft einer mittelfristig orientierten Geldpolitik zuwider, die gerade bestrebt sein sollte, Erwartungen zu stabilisieren. Diese Politik führt zu Portfolioentscheidungen zugunsten kurzfristiger Titel und beeinträchtigt damit die Investitionstätigkeit.

Sollen diese Unsicherheiten der Marktteilnehmer die konjunkturelle Entwicklung nicht weiter belasten, muß die Bundesbank ihre abwartende Haltung aufgeben und Entscheidungen treffen, die keinen Zweifel über den künftigen Kurs der Geldpolitik zulassen. Angesichts eines nach wie vor fragilen Aufschwunges sind klare Zinssenkungsschritte erforderlich. Auf diese Weise würden die Erträge aus geldnahen Forderungstiteln verringert und die Bereitschaft der Anleger gestärkt, Kapitalmarkttitel zu erwerben und damit zu einer Senkung der Kapitalmarktzinsen beizutragen. Sinkende Umlaufrenditen könnten dann dem Aufschwung Kraft verleihen.

Gegen eine solche Strategie wird häufig ins Feld geführt, daß eine Politik fortgesetzter Zinssenkungen das Vertrauen auf die Stabilität des Geldwertes beeinträchtigen und zu Abwertungserwartungen Anlaß geben könnte. Die Anleger, so das Argument, würden Kapitalmarkttitel dann erst recht meiden, was den langfristigen Zins sogar weiter ansteigen lasse. Die Geldpolitik hätte dann das Gegenteil dessen erreicht, was beabsichtigt war. Dieses Argument vermag in der gegenwärtigen Situation nicht zu überzeugen. Daß „irgendwann“ im weiteren Verlauf des Konjunkturzyklus der Rückgang der Preissteigerung von einem Anstieg abgelöst wird, ist zwar nicht unwahrscheinlich, stellt aber keine zureichende Begründung dafür dar, den Aufschwung bereits in einer Frühphase zu bremsen.

Ein anderes Argument gegen eine weitere Zinssenkungspolitik der Bundesbank lautet: Die Bundesrepublik

könne sich — im Alleingang oder im Verein mit anderen westeuropäischen Ländern — insoweit nicht von dem Anstieg der Kapitalmarktzinsen in der übrigen Welt abkoppeln, wie dieser Anstieg nicht auf einer Zunahme der Inflationserwartungen beruhe, sondern eine konjunktur- und wachstumsbedingte Erhöhung der Realzinsen darstelle. Dieses Argument trifft zweifellos für einen Währungsraum mit fixen Paritäten zu. Es gilt aber nur mit Einschränkungen gegenüber Ländern mit Währungen, deren Wechselkurse grundsätzlich flexibel sind (z.B. USA und Großbritannien). Denn die Wirkung einer Erhöhung der Realzinsen in diesen Ländern auf die Realzinsen in anderen Ländern wird in der Regel zu einem erheblichen Teil durch eine Höherbewertung der Währungen der Länder mit steigenden Realzinsen kompensiert. Ein Beispiel hierfür ist die Entwicklung im ersten Halbjahr 1992, einer Periode, in der die weltweite Integration der Finanzmärkte beträchtlich vorangeschritten war und die Inflationserwartungen in Deutschland und in den USA ähnlich gewesen sein dürften. Damals gelang es der Bundesbank, den deutschen Anleihezins vom rückläufigen amerikanischen Anleihezins abzukoppeln; das Realzinsgefälle konnte immerhin um zwei Prozentpunkte erweitert werden — „zu Lasten“ eines Rückgangs des Dollarkurses von 1,60 DM auf 1,40 DM. Nichts spricht dagegen, daß das, was damals möglich war, mit umgekehrtem Vorzeichen auch heute, nur zweieinhalb Jahre später, bei einer konsequenten Ermäßigung der Notenbankzinsen gelingen könnte: eine Senkung des nominalen und des realen Anleihezinses in Deutschland und in einigen Nachbar-

ländern, in denen ebenfalls die Zeichen auf eine weitere Verringerung der Inflationsraten stehen. Daß dabei der Rückgang des Dollarkurses durch einen Kursanstieg abgelöst werden könnte, sollte kein Hemmschuh für eine solche Politik sein; die Wirkungen einer Dollaraufwertung auf das inländische Preisniveau dürften sich in tolerierbaren Grenzen halten. Dieser DM-Abwertungseffekt ist nur vorübergehender Natur, und begründet keinen dauerhaften Vertrauensverlust. Eine Vertrauenskrise gegenüber der D-Mark ist vielmehr dann zu erwarten, wenn eine geldpolitische Strategie verfolgt würde, die der konjunkturellen Situation nicht gerecht wird. Gelingt es aber, die Wachstumskräfte zu stärken, wird das Vertrauen der Anleger in die D-Mark sogar gefestigt.

### Fazit

Die jüngeren Entwicklungen auf den internationalen Kapitalmärkten haben zunächst den Aufschwung angetrieben, drohen ihn aber nunmehr zu belasten. Will man die Antriebskräfte stärken und die Gefahren für die konjunkturelle Erholung, die von den steigenden Kapitalmarktzinsen ausgehen, vermindern, sind niedrigere Zinsen und auch eine größere Sicherheit über den künftigen geldpolitischen Kurs erforderlich. Dies spricht für eine Politik deutlicher Zinssignale seitens der Bundesbank. Nur entschlossene Zinssenkungen sind geeignet, die Investitionsdynamik zu stützen und den Aufschwung in Europa zu festigen.

---

Herausgeber: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Königin-Luise-Str. 5, D-14195 Berlin  
Telefon (0 30) 89 789-0 — Telefax (0 30) 89 789-200

Präsident: Prof. Dr. Lutz Hoffmann.

Abteilungsleiterkollegium: Dr. Heiner Flassbeck, Dr. Fritz Franzmeyer, Dr. Kurt Hornschild,  
Prof. Dr. Wolfgang Kirner, Prof. Dr. Eckhard Kutter, Dr. Rolf-Dieter Postlep, Dr. Wolfram Schrettl, Dr. Bernhard Seidel, Dr. Hans-Joachim Ziesing.

Präsident und Abteilungsleiter sind gemeinsam für die wissenschaftliche Leitung verantwortlich.

Schriftleitung: Dr. Klaus Henkner, in Vertretung Kurt Geppert.

*Westliche Industrieländer. Weltweiter Zinsanstieg — Ballast für den Aufschwung.* Bearbeitet von Heiner Flassbeck, Gustav A. Horn, Marcel Stremme und Joachim Voiz.

Verlag Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9, D-12165 Berlin, Telefon (0 30) 7 90 00 60.

Nachdruck und sonstige Verbreitung — auch auszugsweise — nur mit Quellenangabe zulässig.

Druck: ZIPPEL-Druck, Oranienburger Str. 170, D-13437 Berlin.

Bezugspreis für den Jahrgang DM 150,—, vierteljährlich DM 45,—, Einzelnummer DM 5,—.

Zuzüglich Versandkosten

ISSN 0012-1304