

## ■ WÄHRUNGSUNION FÖRDERT WACHSTUM IN DER EU

### MITTELFRISTIGE PROGNOSE DER WELTWIRTSCHAFT BIS 2001

*Seit Anfang der neunziger Jahre wächst die Wirtschaft in Westeuropa mittelfristig erstmals in der Nachkriegszeit deutlich langsamer als in den USA. Die wichtigsten Ursachen für diese Diskrepanz wie die Hochzinspolitik der Deutschen Bundesbank 1990/1992, die nachfolgenden Wechselkursstürbulenzen, die Spaltung der EU in Hart- und Weichwährungsländer, aber auch die vom Maastricht-Vertrag „synchronisierte“ Sparpolitik werden durch die Verwirklichung der „großen“ Währungsunion überwunden oder zumindest gemildert. Anhaltend niedrige Nominalzinsen, feste Wechselkurse zwischen dem Euro und den anderen europäischen Währungen, also stabile monetäre Rahmenbedingungen für Investitionen und Handel innerhalb der EU, und eine etwas geringere Überbewertung des ECU bzw. Euro gegenüber dem Dollar als in den letzten Jahren werden Westeuropa zwischen 1996 und 2001 mit +2½% etwa die gleiche Wachstumsrate ermöglichen wie den USA und Japan.*

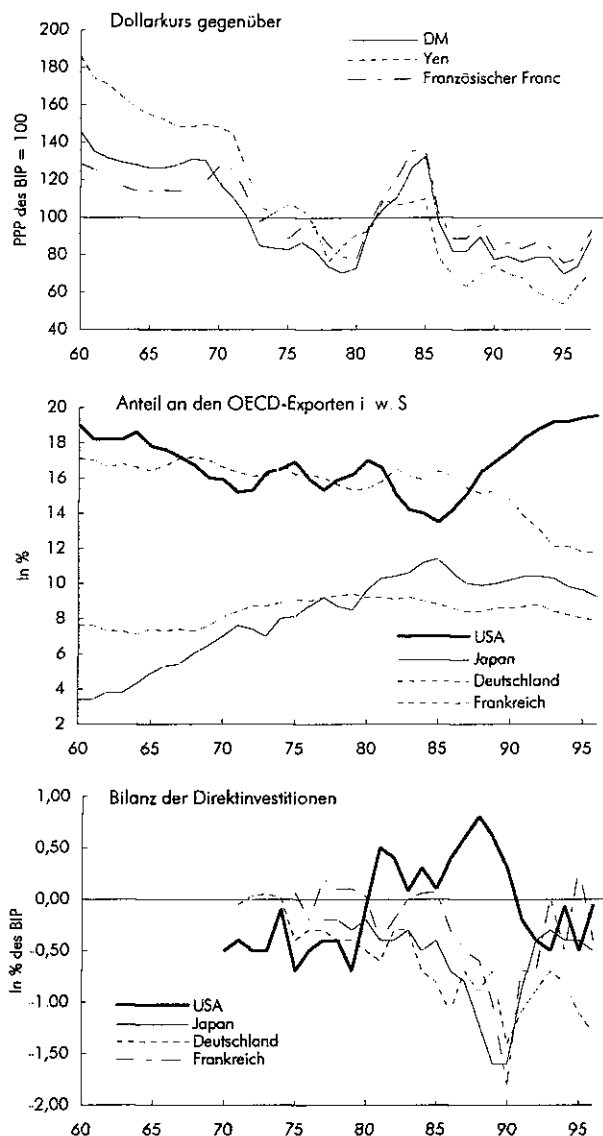
Anfang der neunziger Jahre übernahmen die USA – erstmals in der Nachkriegsgeschichte – die Führung in der Wachstumsdynamik der „Triade“: Zwischen 1991 und 1996 wuchs das BIP der USA um 2,9% pro Jahr und damit fast doppelt so rasch wie jenes von Westeuropa (+1,6%). Am geringsten fiel das Wirtschaftswachstum in jenem Land aus, das langfristig die größte Dynamik entfaltet hatte: In Japan nahm die Gesamtproduktion zwischen 1991 und 1996 um nur 1,2% pro Jahr zu.

### KOHÄRENTE WIRTSCHAFTSPOLITIK IN DEN USA

In der ersten Hälfte der achtziger Jahre hatte eine monetaristische Wirtschaftspolitik als Kombination hoher Realzinsen, eines steigenden Dollarkurses und einer Fiskalpolitik, welche die Steuern der Bestverdiener senkte und gleichzeitig Sozialleistungen kürzte, die Position der USA auf den Finanzmärkten gestärkt, auf den Gütermärkten aber geschwächt:

Der Autor dankt Markus Marterbauer, Fritz Schebeck und Ewald Walterskirchen für wertvolle Anregungen und Hinweise. Aufbereitung und Analyse der Daten erfolgten mit Unterstützung von Eva Sokoll.

Abbildung 1: Wechselkurs, Exporte und Direktinvestitionen



- Als Folge der hohen Realzinsen und des überbewerteten Dollarkurses stagnierten sowohl die Investitionen als auch die Exporte der USA zwischen 1980 und 1985
- Da auch die Konsumnachfrage gedämpft blieb (nicht zuletzt wegen der wachsenden Einkommensungleichheit), wurde die Rezession Anfang der achtziger Jahre zur längsten der Nachkriegszeit
- Erst 1983 konnte ein Konjunkturaufschwung durch eine enorme Ausweitung des Budgetdefizits eingeleitet werden; diese verursachte allerdings gemeinsam mit dem überbewerteten Dollarkurs eine drastische Verschlechterung der Leistungsbilanz.

Die negativen Auswirkungen der „Reaganomics“ veranlaßten die Notenbank der USA zu einem Kurswechsel: Zwischen 1984 und 1986 wurden die Leitzinsen um etwa 3 Prozentpunkte gesenkt; dies leitete eine Dollarabwertung ein, welche angesichts des hohen Leistungs-

bilanzdefizits weit über den realwirtschaftlichen Gleichgewichtskurs der Kaufkraftparität hinausschoß (Abbildung 1)

Die Unterbewertung des Dollars ermöglichte nicht nur anhaltende Marktanteilsgewinne, sondern machte die USA auch für Direktinvestitionen wieder attraktiv: Zwischen 1985 und 1991 investierten ausländische Unternehmen in den USA deutlich mehr als inländische im Ausland, eine genau entgegengesetzte Entwicklung ergab sich in den (nunmehrigen) Hartwährungsländern Deutschland, Frankreich und Japan (Abbildung 1)

Nachdem ein Anstieg von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars zwischen 1988 und 1990 wesentlich zur Rezession 1990/91 beigetragen hatte, entwickelten die USA eine expansive Gesamtstrategie, welche aus mehreren, einander ergänzenden Komponenten bestand:

- Die Notenbank senkte den Diskontsatz auf das niedrigste Niveau der Nachkriegszeit und behielt dieses drei Jahre lang bei
- Diese Politik ließ gemeinsam mit einem – besonders gegen Japan gerichteten – „talking the dollar down“ den Dollarkurs bis 1995 auf einen historischen Tiefstand fallen (Abbildung 1): Er lag im Durchschnitt der Jahre 1992/1996 gegenüber der DM um 25,6% unter der Kaufkraftparität des BIP, gegenüber dem Yen sogar um 40,0%
- Die Geldpolitik tolerierte eine Inflation von etwa 3%. Der Realzins überstieg die Wachstumsrate nicht nennenswert, was wiederum eine wesentliche Voraussetzung für eine hohe Investitionsbereitschaft der Unternehmen ist (Schulmeister, 1996B)
- Die diskretionären Maßnahmen zur Budgetkonsolidierung betrafen primär die Einnahmenseite. Sie bestanden im wesentlichen in einer Erhöhung des Grenzsteuersatzes um etwa 10 Prozentpunkte (OECD, 1993). Zusätzlich trug die durch die Wirtschaftspolitik und den niedrigen Dollarkurs geförderte Wachstumsdynamik über die automatischen Stabilisatoren zur Reduktion des Budgetdefizits bei.
- Die Kaufkraft der „working poor“ wurde durch eine Ausweitung der negativen Einkommensteuer gestärkt.
- Die Budgetkonsolidierung wurde erst zu einem Zeitpunkt in Angriff genommen, zu dem der Konjunkturaufschwung schon selbsttragend geworden war (1994).

Die Kohärenz der Geld- und Fiskalpolitik ermöglichte den USA seit 1991 ein von allen Nachfragekomponenten getragenes Wirtschaftswachstum: Die Exporte i w. S. wuchsen bis 1996 um 6,6% pro Jahr, die Bruttoinvestitionen um 5,9% und der private Konsum um 2,7%. Unter diesen Bedingungen gelang es, die Arbeitslosenquote von 6,8% auf 5,4% und das Budgetdefizit von 3,3% des BIP auf 1,6% zu senken; die Staatsschulden-

quote (brutto) nahm nur noch geringfügig von 59,5% auf 63,9% zu

## HOCHZINSPOLITIK, WECHSELKURSTURBULENZEN UND SPARPOLITIK IN EUROPA

In der ersten Hälfte der achtziger Jahre gab die kräftige Zunahme der Importnachfrage der USA den europäischen Volkswirtschaften die stärksten Impulse; während etwa in Deutschland die Bruttoinvestitionen um 1,6% pro Jahr zurückgingen und der private Konsum stagnierte (+0,6%), expandierten die Exporte zwischen 1980 und 1985 um 5,2%

Die Abschwächung der Importnachfrage der USA und die Marktanteilsgewinne ihrer Exporte seit 1985 beschränkten das Expansionspotential der europäischen Ausfuhr; dieser Effekt der Dollarabwertung wurde durch verbesserte Rahmenbedingungen innerhalb der EU wettgemacht, insbesondere durch einen Rückgang des Realzinsniveaus gegenüber den frühen achtziger Jahren und den Übergang zu einem System fester EWS-Wechselkurse (diese wurden zwischen Jänner 1987 und September 1992 konstant gehalten)

Die Stabilisierung der monetären Rahmenbedingungen für Investitionen und Außenhandel trug nicht nur zu einer Erhöhung des mittelfristigen Wachstums und damit einem Rückgang von Budgetdefizit und Arbeitslosigkeit bei, sondern auch zu einer Senkung des Preisauftriebs und der Inflationsdifferenziale zwischen den einzelnen EU-Ländern (Schulmeister, 1996A). Diese positiven Erfahrungen veranlaßten Großbritannien, Spanien und Portugal, dem EWS beizutreten, und förderten das Projekt einer Europäischen Währungsunion

Wenige Monate nach Unterzeichnung des Maastricht-Vertrags (Februar 1992) brach das System fester Wechselkurse zusammen, die EU spaltete sich in einen Hartwährungsblock im Zentrum und die Weichwährungsländer an der Peripherie. Die wichtigste Ursache dieser Entwicklung lag in einer Hochzinspolitik der Deutschen Bundesbank, welche nur auf die Inflationsbekämpfung in Deutschland abzielte und die Folgen für die internationale Wirtschaft vernachlässigte:

- Bis zum Juli 1992 hatte die Bundesbank den Diskontsatz in mehreren Schritten auf das höchste Niveau der Nachkriegszeit angehoben. Da gleichzeitig in den USA der Diskontsatz auf dem niedrigsten Niveau lag, nahm der Druck auf den Wechselkurs des Dollars zu. Zwischen März und August 1992 sank er gegenüber den EWS-Währungen um etwa 15%
- Diese Entwicklung erhöhte die Spannungen innerhalb des EWS, der spekulative Abwertungsdruck stieg insbesondere gegenüber den Währungen jener Länder, die sich – wie Großbritannien oder Schweden – bereits in einer Rezession befanden.

Der Zusammenbruch des Systems fester EWS-Kurse hatte zwei Haupteffekte (siehe dazu im Detail Schulmeister, 1996A):

---

*Die Hochzinspolitik der Deutschen Bundesbank 1990/1992, der dadurch mitverursachte Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse, die nachfolgende Spaltung der EU in die Weichwährungsländer an der Peripherie und den zentralen Hartwährungsblock und die gleichschrittige Sparpolitik ließen in ihrem Zusammenwirken das mittelfristige Wirtschaftswachstum in Westeuropa auf das niedrigste Niveau der Nachkriegszeit sinken.*

---

- Exporte, Investitionen und Gesamtproduktion entwickelten sich in den Weichwährungsländern viel günstiger als im Hartwährungsblock (dies erleichterte es Ländern wie Italien oder Spanien, ihr hohes Budgetdefizit deutlich zu reduzieren, während es in Ländern wie Deutschland oder Frankreich auf seinem – freilich niedrigeren – Niveau verharrte).
- Die realwirtschaftliche Performance der EU in ihrer Gesamtheit wurde durch die Destabilisierung der monetären Rahmenbedingungen beeinträchtigt: Die Wechselkursturbulenzen vertieften die Rezession 1993 und dämpften den nachfolgenden Aufschwung; zwischen 1991 und 1996 wuchs das BIP der EU um nur noch 1,5% pro Jahr (1985/1991 +3,0%)

Die zur Erreichung der Maastricht-Kriterien „synchronisierte“ Sparpolitik beschränkte die Wirtschaftsdynamik der EU zusätzlich – der Staat kann sein Defizit nur dann ohne Wachstumsverluste senken, wenn gleichzeitig der Unternehmenssektor und das Ausland ihr Defizit erhöhen oder der Haushaltssektor seine Überschüsse senkt, also weniger spart und mehr konsumiert: die Unternehmen waren angesichts hoher Realzinsen und gesteigerter Wechselkursunsicherheit nicht bereit, sich mehr zu verschulden. Eine wesentliche Verbesserung der Leistungsbilanz gelang fast ausschließlich den Weichwährungsländern. Deshalb wäre es besonders in den Hartwährungsländern nötig gewesen, die öffentlichen Haushalte primär durch Beiträge jener Haushalte zu konsolidieren, welche darauf stärker mit einer Verringerung ihres Sparens als ihres Konsums reagieren, also der Bestverdiener (wie in den USA). Tatsächlich wurde aber in vielen Ländern versucht, das Budgetdefizit durch Kürzung von Sozialleistungen zu senken; dies dämpfte die Kaufkraft gerade jener Schichten, welche ihr Einkommen fast vollständig für den Konsum verwenden

Unter den großen EU-Ländern war die an „Reaganomics“ erinnernde Kombination von hohen Realzinsen, einem steigenden und zunehmend überbewerteten

Wechselkurs sowie einem anhaltend hohen Budgetdefizit in Deutschland am stärksten ausgeprägt. Dementsprechend entwickelte sich die deutsche Wirtschaft zwischen 1991 und 1996 besonders ungünstig: Die Bruttoinvestitionen stagnierten real (+0,5% pro Jahr), die Exporte von Gütern und Dienstleistungen nahmen um nur 2,6% pro Jahr zu, der private Konsum um 1,4%.

## ANHALTENDE WACHSTUMSSCHWÄCHE IN JAPAN

Die mittelfristige Wirtschaftsentwicklung wird in Japan in hohem Maß von den Schwankungen der Wechselkurse beeinflusst: So trug etwa die Dollaraufwertung zwischen 1980 und 1985 entscheidend dazu bei, daß die japanische Wirtschaft ihre Exporte trotz weltweiter Wachstumschwäche um 7,6% pro Jahr steigern konnte und damit auch ihren Weltmarktanteil (Abbildung 1)

Diese Entwicklung zog eine von der Investitionsdynamik vorangetriebene Wachstumsbeschleunigung nach sich: Zwischen 1985 und 1990 expandierten die Bruttoinvestitionen um 8,6% und der private Konsum um 4,4% pro Jahr, die Gesamtproduktion stieg um 4,6%; die Exporte wuchsen allerdings als Folge der Dollarabwertung nur noch um 3,0% pro Jahr, der Marktanteil Japans ging erstmals seit den fünfziger Jahren deutlich zurück (Abbildung 1). Zwar konnte die Industrie den Wechselkursbedingungen Verlust an Konkurrenzfähigkeit durch eine Senkung der Exportpreise in Yen mildern (1985/1990 -2,9% pro Jahr), doch dämpfte diese Strategie wiederum die Unternehmensgewinne

Anfang der neunziger Jahre ließ das Wachstum der japanischen Wirtschaft abrupt nach; dafür war das Zusammenwirken mehrerer Faktoren bestimmend:

- Als Folge einer weiteren Abwertung des Dollars gegenüber dem Yen begann der Exportmarktanteil Japans 1992 neuerlich zu sinken (Abbildung 1).
- Angesichts der schwachen Exportentwicklung erwies sich der Investitionsboom in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre als „Überakkumulation“. Bei freien Kapazitäten nahmen die Bruttoinvestitionen zwischen 1991 und 1996 nicht mehr nennenswert zu (+1,0% pro Jahr)
- Nach einem spekulativen Boom Ende der achtziger Jahre sanken die Aktienkurse an der Börse von Tokio zwischen 1990 und 1992 um etwa 60% und die Grundstückspreise um fast 25%. Diese in der Nachkriegszeit einmalige Entwicklung erschütterte das Vertrauen der Anleger nachhaltig, zumal Sparen und Vermögensbildung in der japanischen Gesellschaft einen besonders hohen Stellenwert haben
- Obwohl die Regierung das Budgetdefizit enorm ausweitete (1991/1996 +7,3% des BIP), nahm die Konsumnachfrage seit 1991 um nur 2,0% pro Jahr zu

(auch der für Japan relativ starke Anstieg der Arbeitslosenquote von 2,1% auf 3,3% dürfte zu einer Verunsicherung der Konsumenten beigetragen haben)

Unter diesen Bedingungen sank das mittelfristige Wachstum in Japan auf das niedrigste Niveau der Nachkriegszeit: Zwischen 1991 und 1996 nahm das BIP um nur 1,2% pro Jahr zu.

## WECHSELKURSE, KAUFKRAFTPARITÄTEN UND DER EURO

Die künftige Wirtschaftsentwicklung wird in der „Triade“ in hohem Maß davon abhängen, mit welchen Konversionskursen die Teilnehmer an der Währungsunion den Euro übernehmen und wie sich der Wechselkurs des Euro gegenüber Dollar und Yen entwickeln wird; daher wird im folgenden das Ausmaß der gegenwärtigen Über- bzw. Unterbewertung der wichtigsten EU-Währungen, des Dollars und des Yen untersucht

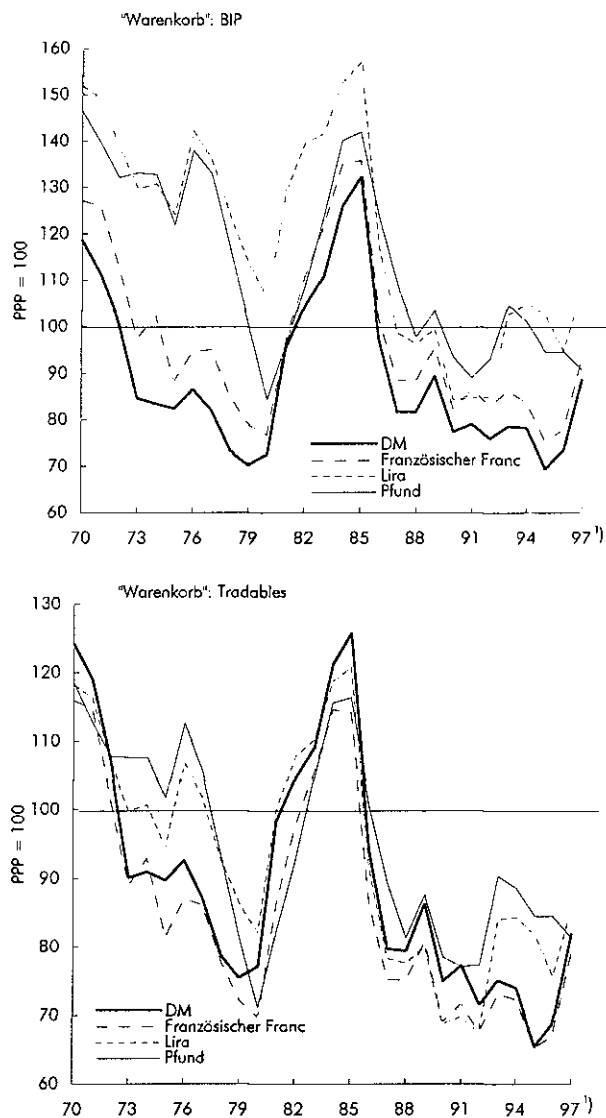
Die Kaufkraftparität zwischen zwei Währungen wird an zwei Warenkörben gemessen, an der Gesamtheit der Güter und Dienstleistungen (BIP) sowie an den international gehandelten Gütern (aus dem Bereich des privaten Konsums Nahrungs- und Genußmittel, Bekleidung und Schuhe, Haushaltsgeräte und Verkehrsmittel sowie alle Ausrüstungsinvestitionen)<sup>1)</sup> Für Vergleiche des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus und der Realeinkommen bildet die Kaufkraftparität des BIP den relevanten Maßstab, für Vergleiche der internationalen (kostenbestimmten) Konkurrenzfähigkeit aber die Kaufkraftparität der Tradables (jeweils in Relation zum Wechselkurs)<sup>2)</sup>.

Abbildung 2 zeigt die Abweichungen des Dollarkurses von der Kaufkraftparität gegenüber den beiden wichtigsten europäischen Hartwährungen (DM und französischer Franc) und Weichwährungen (Lira und Pfund). Bis Anfang der siebziger Jahre war der Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen überbewertet (am stärksten gegenüber dem Yen; Abbildung 1), das Ausmaß der Überbewertung und damit des Unterschieds im Preisni-

<sup>1)</sup> Im Rahmen des „International Comparison Project“ ermitteln OECD und Eurostat Kaufkraftparitäten für den Warenkorb aller Güter und Dienstleistungen (BIP) sowie für mehr als 50 Teilpositionen (Ausgabenarten). Das jüngste „benchmark year“, für das eine Vollerhebung durchgeführt wurde, ist 1993; die nach der EKS-Methode für 1993 ermittelten Kaufkraftparitäten für die fünf Sachgütergruppen wurden mit Hilfe der entsprechenden Deflatoren fortgeschrieben („rolling benchmark approach“). Mit Hilfe dieser Zeitreihen wurden bilaterale Kaufkraftparitäten für Tradables zwischen den USA und den einzelnen anderen OECD-Ländern errechnet, indem ein gewichteter Mittelwert der Kaufkraftparitäten der fünf Sachgütergruppen als Fisher-Index gebildet wurde (zu Methode der Aggregation von Kaufkraftparitäten und den verwendeten Daten siehe OECD, 1995)

<sup>2)</sup> Bestimmte Dienstleistungen im Bereich der Informationsverarbeitung, der Vermögensverwaltung bzw. des Gastgewerbes (über den Tourismus) werden zwar auch international gehandelt, der überwältigende Teil wird jedoch für den Binnenmarkt produziert und daher nicht den „Tradables“ zugerechnet

Abbildung 2: Dollarkurs und Kaufkraftparitäten



<sup>1)</sup> Die Wechselkurse für 1997 entsprechen dem Stand von Ende August – Die Relation zwischen dem Wechselkurs und der Kaufkraftparität (PPP) gibt an, in welchem Maß eine Währung relativ zu einer anderen überbewertet („hart“) oder unterbewertet („weich“) ist, in welchem Maß also ein Warenbündel in einem Land teurer oder billiger ist als im anderen. So war etwa eine Einheit des BIP der USA 1995 in einheitlicher Währung um 30% billiger als in Deutschland und eine Einheit international gehandelter Sachgüter (Tradables) sogar um etwa 35%; der Dollar war somit gegenüber der DM um 30% bzw. 35% unterbewertet. Generell ist das Ausmaß der Unterbewertung des Dollars seit 1986 auf Basis der Tradables größer als auf Basis der Summe aller Güter und Dienstleistungen. Nach den Wechselkursen von Ende August 1997 waren Sachgüter aus den USA noch um etwa 20% billiger als solche aus den vier größten EU-Ländern – Wechselkurse 1997: Ende August

veau war auf Basis eines BIP-Warenkorbs höher als für die Tradables: 1970 war etwa „eine Einheit BIP“ der USA in einheitlicher Währung um ungefähr 50% teurer als jene von Italien oder Großbritannien, eine Einheit von Tradables hingegen um nur knapp 20%; dies spiegelt die generelle Tendenz wider, nach der das relative Preisverhältnis zwischen Dienstleistungen und Sachgütern mit dem Entwicklungsniveau der Wirtschaft steigt (Dienstleistungen verteuern sich langfristig überdurchschnittlich, da ihre Produktivität langsamer zunimmt als die der Industrieproduktion).

Aus den Abweichungen zwischen Wechselkurs und Kaufkraftparität zweier Währungen gegenüber dem Dol-

lar läßt sich ihre bilaterale Über- oder Unterbewertung ermitteln; so war etwa die Produktion (BIP) der USA 1980 je Einheit um 27,5% billiger als jene Deutschlands und um 5,9% teurer als jene Italiens: Der Index der Relation zwischen Wechselkurs und Kaufkraftparität des Dollars lag gegenüber der DM bei 72,5 und gegenüber der Lira bei 105,9 (Abbildung 2); auf der Basis eines BIP-Warenkorbs war der Dollar gegenüber der DM stark über- und gegenüber der Lira leicht unterbewertet. Daraus folgt, daß das gesamtwirtschaftliche Preisniveau in Italien 1980 um 31,5% ( $72,5/105,9 - 1$ ) niedriger war als in Deutschland; auf Basis eines Warenkorbs der Tradables war die Lira 1980 gegenüber der DM um nur 6,1% unterbewertet ( $77,1/82,1 - 1$ ), also viel weniger als auf Grundlage aller Güter und Dienstleistungen (BIP).

Generell waren die vier wichtigsten Währungen in Europa in ihrem Verhältnis zueinander auf Basis der Tradables merklich weniger über- bzw. unterbewertet als auf Basis des BIP (in Abbildung 2 liegen die Linien im unteren Diagramm näher zusammen als im oberen). Dies entspricht den Erwartungen der Theorie, wonach auf einem räumlich abgegrenzten und ökonomisch durch EG bzw. EU zunehmend integrierten Markt die Preise der handelbaren Güter in einheitlicher Währung weniger stark voneinander abweichen als die der Dienstleistungen

---

*Der Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse in Europa 1992/93 veränderte die Konkurrenzfähigkeit erheblich: In einheitlicher Währung sanken Produktionskosten und Preise in den Weichwährungsländern relativ zu den Hartwährungsländern deutlich.*

---

Zwischen Ende der siebziger und Anfang der neunziger Jahre verschob sich das relative Preisniveau zwischen den vier größten EU-Ländern nur geringfügig (dies gilt abgeschwächt auch für die meisten anderen EU-Länder), die Wechselkursänderungen entsprachen somit etwa den Inflationsdifferenzialen – letztere gingen in der Phase fester Kurse zwischen Anfang 1987 und September 1992 stark zurück. Die nachfolgenden Währungsturbulenzen veränderten die Konkurrenzverhältnisse innerhalb der EU dramatisch: 1992 waren Sachgüter in Italien um etwa 6% teurer und in Großbritannien um 7½% billiger als in Deutschland, 1995 waren hingegen italienische und englische Produkte in einheitlicher Währung um 20% bzw. 22½% billiger als Sachgüter aus der BRD (Abbildung 2). Ähnliche Preisverschiebungen ergaben sich zwischen 1992 und 1995 generell zwischen dem zentraleuropäischen Hartwährungsblock und den an der Peripherie der EU gelegenen Weichwährungsländern (siehe dazu *Schulmeister, 1996A*).

Übersicht 1: Wechselkurs und Kaufkraftparitäten 1997

	Dollar			ECU bzw. EURO			
	Wechselkurs <sup>1)</sup>	Kaufkraftparität		Wechselkurs <sup>1)</sup>	Leitkurs	Kaufkraftparität	
		BIP	Tradables			BIP	Tradables
DM	1 800	2 030	2 194	1 972	1 926	2 112	1 986
Französischer Franc	6 065	6 503	7 651	6 644	6 459	6 766	6 924
Pfund	0 617	0 679	0 759	0 675	0 793	0 707	0 686
Lira	1 760 710	1 634 464	2 057 566	1 928 598	1 906 480	1 700 546	1 861 984
Holländischer Gulden	2 026	2 063	2 347	2 220	2 170	2 146	2 124
Belgischer Franc	37 160	37 340	43 346	40 703	39 719	38 850	39 226
Peseta	152 030	126 775	157 132	166 526	163 826	131 901	142 196
Schwedische Krone	7 851	9 860	10 555	8 600	.	10 259	9 552
Schilling	12 668	13 991	15 634	13 876	13 549	14 557	14 148
Schweizer Franken	1 484	1 995	2 128	1 626	.	2 076	1 926
Dollar	1 000	1 000	1 000	1 095	.	1 040	0 905
Kanadischer Dollar	1 388	1 218	1 394	1 521	.	1 268	1 262
Yen	120 290	170 597	201 067	131 760	.	177 494	181 954

Q: WIFO-Datenbank – <sup>1)</sup> Ende August 1997

Seit 1995 haben Aufwertungen von Lira, Pfund und den meisten anderen Weichwährungen die Währungsdisparitäten innerhalb der EU weitgehend korrigiert: Ende August 1997 lagen nicht nur die Wechselkurse von DM, französischem Franc, Lira und Pfund annähernd auf dem Niveau der (bilateralen) Kaufkraftparität der Tradables (Abbildung 2), sondern auch jene der anderen wichtigen EU-Währungen (Übersicht 1) – sie waren in annähernd gleichem Maß gegenüber dem US-Dollar überbewertet

Für keine Währung sind die Diskrepanzen zwischen Wechselkurs und Kaufkraftparität so stark ausgeprägt wie für den Dollar, gleichzeitig ist der Dollar auf Basis der Tradables immer stärker unterbewertet bzw. schwächer überbewertet als auf Basis des BIP (in den USA als der höchstentwickelten Volkswirtschaft sind Sachgüter relativ zu Dienstleistungen billiger als in den anderen Ländern). Nach einer Phase dauernder Überbewertung unter dem Weltwährungssystem von Bretton Woods folgten in den siebziger Jahren eine überschießende Abwertung und in der ersten Hälfte der achtziger Jahre eine neuerlich überschießende Aufwertung; seit 1986 ist der Dollar ständig unterbewertet. Dieser wechselkursbedingte Preisvorteil von Sachgütern aus den USA wurde durch die Dollaraufwertung seit 1995 nur teilweise korrigiert. So kosten Tradables, deren Preis in den USA 1 \$ ausmacht, in Deutschland 2,19 DM (die Kaufkraftparität beträgt 2,19). Ende August war daher der Dollar bei einem Kurs von 1,80 zur DM noch um 17,8% unterbewertet und die Konsum- und Investitionsgüter aus den USA entsprechend billiger als jene aus Deutschland (Übersicht 1).

Auch im Vergleich zu fast allen anderen Industrieländern genießen Sachgüter aus den USA einen wechselkursbedingten Preisvorteil (Abbildung 2, Übersicht 1): Gegenüber Franc, Pfund und Schilling war der Dollar zu den Wechselkursen von Ende August 1997 um etwa 20% unterbewertet, gegenüber der Lira, dem holländischen Gulden und dem belgischen Franc um nicht ganz 15%,

gegenüber dem Schweizer Franken um etwa 30% und gegenüber dem Yen sogar um 40%. Von allen wichtigen Währungen lag der Dollarkurs lediglich gegenüber der Peseta und dem kanadischen Dollar annähernd auf dem Niveau der Kaufkraftparität.

Die seit Mitte der achtziger Jahre anhaltende Unterbewertung des Dollars ist der wichtigste Grund für den kontinuierlichen Anstieg der Exportmarktanteile der USA seither (Abbildung 1)

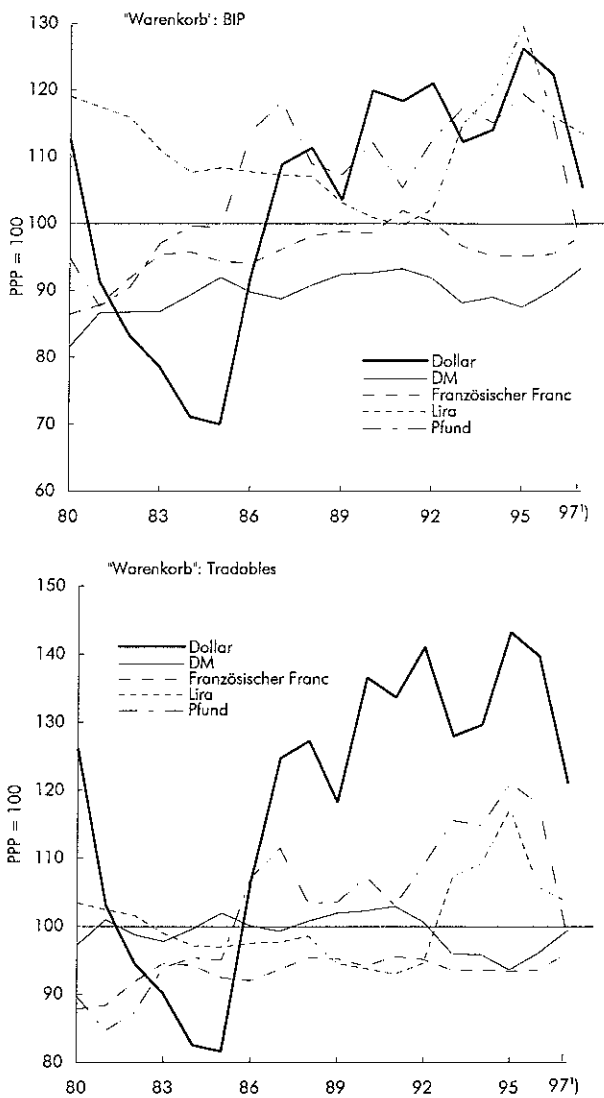
Die Wechselkurse, mit denen die Teilnehmerländer an der Währungsunion den Euro übernehmen, werden jene gegenüber dem ECU sein. Allerdings werden diese Konversionskurse erst im Laufe des Jahres 1998 festgelegt, wobei die Markt- bzw. Leitkurse des ECU die wichtigste Richtgröße liefern. Wegen der großen Bedeutung von (wechselkursbedingten) Preisvorteilen bzw. -nachteilen wird im folgenden geprüft, welche Währungen bei der Übernahme des Euro unterbewertet und welche überbewertet wären, wenn die Wechselkurse von Ende August 1997 als Konversionskurse verwendet würden. Untersucht wird auch, wie weit in diesem Fall der Euro gegenüber dem Dollar und dem Yen über- oder unterbewertet wäre.

Dazu sind die realwirtschaftlichen Gleichgewichtskurse des ECU zu ermitteln, also das Niveau der Kaufkraftparität zwischen ECU und den verschiedenen Einzelwährungen. Dabei müssen statt der aktuellen Marktkurse die Werte der Kaufkraftparität des BIP bzw. der Tradables entsprechend ihrem Anteil im ECU-Währungskorb zusammengewichtet werden (der ECU-Korb wurde seit 1989 nicht mehr geändert und besteht aus den Währungen von 12 EU-Ländern, also ohne Finnland, Schweden und Österreich)<sup>3)</sup>

Der mit ECU-Anteilen gewichtete Durchschnitt der Wechselkurse zwischen dem Schilling einerseits und der

<sup>3)</sup> Zur Berechnungsmethode der Wechselkurse des ECU sowie seinen Leitkursen siehe Eurostat, Geld und Finanzen, vierteljährliche Publikation

Abbildung 3: ECU-Kurs und Kaufkraftparität



<sup>1)</sup> Die Wechselkurse für 1997 entsprechen dem Stand von Ende August. – Die Währungsturbulenzen nach dem Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse in Europa 1992/93 haben die preisbestimmten Konkurrenzverhältnisse innerhalb der EU stark verzerrt: So war etwa eine Einheit Tradables im Durchschnitt der 12 Länder, deren Währungen den ECU bilden 1995 um etwa 20% teurer als in Italien oder Großbritannien, aber um etwa 5% billiger als in Deutschland oder Frankreich; der ECU war somit gegenüber der Lira und dem Pfund überbewertet, gegenüber der DM und dem Franc hingegen unterbewertet. Die Währungsdisparitäten innerhalb der EU wurden zwar durch die Wechselkursverschiebungen seit 1995 wieder korrigiert, gegenüber dem Dollar ist aber der ECU weiterhin überbewertet – nach den Ende August gültigen Wechselkursen um etwa 20% – Wechselkurse 1997: Ende August

DM, dem Franc, der Lira usw. andererseits ergibt den ECU-Kurs des Schilling; Ende August kostete ein ECU demnach 13,8 S. Setzt man statt der Wechselkurse die Kaufkraftparitäten zwischen Schilling und den 12 ECU-Währungen ein, so liegt der realwirtschaftliche Gleichgewichtskurs des ECU gegenüber dem Schilling 1997 bei 14,6 S (BIP-Warenkorb) bzw. bei 14,1 S (Tradables). Ein Warenkorb des BIP bzw. der Tradables, welcher im Durchschnitt der 12 EU-Länder 1 ECU kostet, kostet in Österreich 14,6 S bzw. 14,1 S; bei einem Wechselkurs von 13,8 war der ECU Ende August 1997 demnach gegenüber dem Schilling um 5½% (BIP) bzw. um 2½% (Tradables) unterbewertet.

Auf Basis eines Warenkorbs aller Güter und Dienstleistungen (BIP) wichen die ECU-Kurse wichtiger EU-Währungen Ende August merklich von der Kaufkraftparität ab. So war etwa der ECU relativ zur DM um 7,2% unterbewertet und relativ zur Lira um 12,7% überbewertet (die DM war also gegenüber dem Durchschnitt der 12 ECU-Währungen überbewertet, die Lira unterbewertet; Abbildung 3, Übersicht 1). Für die internationale Konkurrenzfähigkeit und damit auch die „Fairness“ der Euro-Konversionskurse ist allerdings nicht die Kaufkraftparität des BIP, sondern jene der Tradables relevant. Daran gemessen waren die Währungen der einzelnen EU-Länder gegenüber dem ECU weder merklich überbewertet noch unterbewertet (mit Ausnahme der Peseta, die gegenüber dem ECU um etwa 15% unterbewertet ist; Übersicht 1)<sup>4)</sup>

*Seit mehr als zehn Jahren ist der Dollar gegenüber dem ECU bzw. dem künftigen Euro markant unterbewertet: 1995 war ein Warenkorb international gehandelter Sachgüter in jenen 12 EU-Ländern, deren Währungen den ECU bilden, im Durchschnitt um 40% teurer als in den USA. Ende August 1997 war der Dollar gegenüber dem ECU trotz seiner Aufwertung noch um mehr als 20% unterbewertet.*

Während nunmehr die Wechselkurse zwischen dem ECU und den einzelnen EU-Währungen ungefähr dem realwirtschaftlichen Gleichgewicht entsprechen (dies gilt mit Ausnahme des Pfund auch für die ECU-Leitkurse), ist der ECU gegenüber dem Dollar noch deutlich überbewertet, nämlich um etwa 20% (Ende August 1,09 \$ je ECU, die ECU-Kaufkraftparität auf Basis der Tradables beträgt hingegen nur 0,91 \$; Übersicht 1, Abbildung 3). Gegenüber dem Yen ist der ECU um 28% unterbewertet, aus einem speziellen Grund kann daraus allerdings nicht auf das Ausmaß der kostenbestimmten Konkurrenzfähigkeit gegenüber Japan geschlossen werden: In keinem anderen Land klaffen nämlich die Preise eigener Produkte zwischen Inland und Export so stark auseinander wie in Japan (japanische Industriewaren sind im Ausland billiger als in Japan, und diese Diskrepanz hat sich in den letzten zwölf Jahren durch die Senkung der japanischen Exportpreise weiter vergrößert).

<sup>4)</sup> Berücksichtigt man, daß ein Teil der Dienstleistungen über den Tourismus international gehandelt wird und daß ihr Anteil am Gesamtexport in den südeuropäischen Ländern überdurchschnittlich hoch ist, so verschafft eine Konversion der nationalen Währungen in den Euro zu den derzeitigen ECU-Marktkursen oder ECU-Leitkursen diesen Ländern einen leichten „Startvorteil“: Gemessen an der Kaufkraftparität des BIP (also einschließlich der Dienstleistungen) sind die Währungen aller südeuropäischen Länder deutlich unterbewertet (wegen des niedrigeren Entwicklungsniveaus ihrer Industrie scheint ein solcher „Startvorteil“ gerechtfertigt).

Wie Abbildung 3 zeigt, ist der Wechselkurs des ECU gegenüber dem Dollar bereits seit zehn Jahren um mehr als 20% überbewertet. 1992 und nochmals 1995 war ein Warenkorb der Tradables im (gewichteten) Durchschnitt der 12 ECU-Länder sogar um etwa 40% teurer als in den USA (lediglich in der Zeit der „Reagonomics“ war der ECU für einige Jahre gegenüber dem Dollar unterbewertet, also „weich“)

## WÄHRUNGSUNION UND WIRTSCHAFTSWACHSTUM IN DER EU

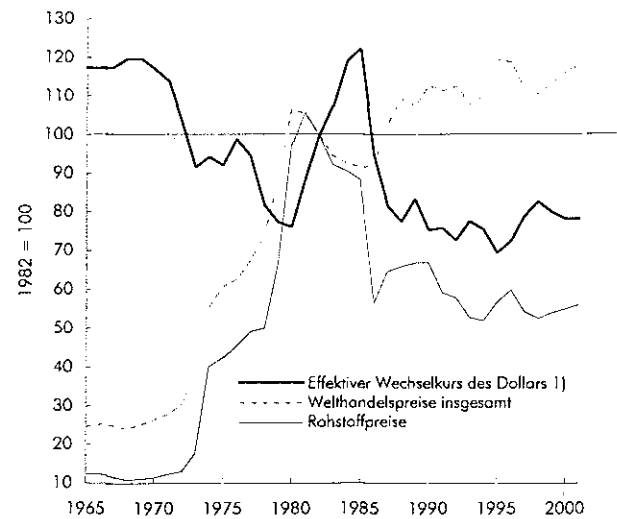
Die vorliegende Prognose nimmt an, daß die dritte Stufe der Währungsunion wie im Maastricht-Vertrag festgelegt am 1. Jänner 1999 beginnt: Zu diesem Zeitpunkt sind die Wechselkurse zwischen den Teilnehmerländern unwiderruflich fixiert, und der Euro gilt als gemeinsame Währung<sup>5)</sup>. Bis zum 1. Jänner 2002 fungiert der Euro als Verrechnungswährung (Buchgeld) neben den nationalen Währungen, danach löst er auch Münzen und Banknoten ab. Die Prognose geht weiters davon aus, daß 11 EU-Länder an der Währungsunion teilnehmen – Großbritannien, Dänemark und Schweden wollen nicht teilnehmen und Griechenland kann die Maastricht-Kriterien nicht erfüllen.

Beide Annahmen scheinen nicht nur aus ökonomischen, sondern auch aus politischen Gründen plausibel: Diese 11 EU-Länder werden 1997 die Konvergenzkriterien im Sinne des Maastricht-Vertrags erreichen. In letzter Zeit erzielten jene Länder (wie Italien) die weitaus größten Fortschritte, welche ursprünglich von diesem Ziel besonders weit entfernt gewesen waren; gleichzeitig ist der politische Wille in den teilnahmebereiten EU-Ländern stärker geworden, die Währungsunion plangemäß zu verwirklichen. Lediglich in Deutschland scheint der Einfluß der Euro-Gegner zuzunehmen, doch dürften sich schließlich die Befürworter des Projekts nicht zuletzt aus zwei Gründen durchsetzen: Die Befürchtung eines „weichen“ Euro wird angesichts der in der gesamten EU auf einen historischen Tiefstand gesunkenen Inflation und der anhaltenden Überbewertung des ECU schwinden, und die Einsicht, daß ein Scheitern der Währungsunion der deutschen Wirtschaft besonders schaden würde, wird sich durchsetzen (schließlich war die DM schon bisher unter allen EU-Währungen am stärksten überbewertet).

Die endgültige Überwindung der Wechselkursschwankungen innerhalb der EU wird die Wachstumsbedingungen verbessern (siehe dazu auch Baumgartner et al., 1997):

<sup>5)</sup> Im September 1997 beschloß der Ecofin-Rat der EU, daß im Frühjahr 1998 gleichzeitig mit der Entscheidung über den Kreis der Teilnehmer an der Währungsunion die Konversionskurse bzw. die dafür maßgeblichen Richtgrößen (wie etwa die ECU-Leitkurse) festgelegt werden.

Abbildung 4: Dollarkurs und Welthandelspreise



<sup>1)</sup> Gegenüber DM, französischem Franc, Pfund, Yen

- Die Transaktionskosten in Handel und Tourismus zwischen Euro-Ländern sinken drastisch
- Die Kosten von Produktion und (Direkt-)Investition können verlässlicher und für längere Zeithorizonte kalkuliert werden.
- Der Aufwand für Kurssicherungsgeschäfte entfällt
- Kurzfristig-spekulative Transaktionen auf den Devisenmärkten werden in dem Maß an Attraktivität verlieren, in dem es gelingt, die beiden wichtigsten Wechselkurse in der Weltwirtschaft, nämlich zwischen dem Euro einerseits und dem US-Dollar und dem Yen andererseits, zu stabilisieren

All diese Verbesserungen der Rahmenbedingungen für Produktion, Investition und Handel wirken strukturell, sie werden also das Wachstum innerhalb der EU nicht kurz-, sondern mittel- und langfristig fördern

## KURSANSTIEG DES DOLLARS BIS 1998

Der Wechselkurs des Dollars dürfte aus mehreren Gründen sowohl gegenüber den EWS-Währungen als auch gegenüber dem Yen bis Mitte 1998 noch steigen: Der Dollarkurs ist weiterhin unterbewertet – auch deshalb wächst die Wirtschaft in den USA nach wie vor rascher als in der EU oder in Japan; die Wechselkurse der EWS-Währungen werden überdies solange unter Druck bleiben, als das Euro-Projekt nicht endgültig fixiert ist.

Die kräftige Aufwertung des Dollars im Lauf des Jahres 1997 wird dazu beitragen, daß sich das Wirtschaftswachstum in den USA von 3,3% (1997) auf 2,3% (1998) abschwächt. In Europa dürfte die Rate hingegen von 2,3% auf 2,5% steigen. Indem werden die Beschlüsse des Europäischen Rates über den Teilnehmer-



kreis im Frühjahr 1998 die Unsicherheit über die Verwirklichung der Währungsunion beseitigen. Auch dies dürfte die Wechselkurse der EWS-Währungen relativ zum Dollar wieder stärken.

Da sich das Wirtschaftswachstum in den USA aus Gründen des Investitionszyklus noch 1999 leicht abschwächen dürfte (+1,8%), während es in der EU nach Realisierung der Währungsunion auf 3,0% steigt, wird das Interesse der Regierung in den USA an einem schwächeren Dollarkurs wieder zunehmen. Vier Faktoren erleichtern es den USA, ihre Währung durch ein „talking the dollar down“ weicher zu machen: Die USA sind das weitaus größte Schuldnerland der Welt, sie sind als (bisheriges) Leitwährungsland fast nur in eigener Währung verschuldet, die Auflösung eines Teils der „überschüssigen“ Devisenreserven der Europäischen Zentralbank (überwiegend Dollarforderungen) wird zusätzlichen Druck auf den Dollar ausüben, und schließlich dürfte der Euro als Reservewährung eine viel größere Bedeutung erlangen als bisher die europäischen Einzelwährungen, insbesondere die DM.

Unter diesen Annahmen ergibt sich folgende Wechselkursprognose: Bis 1998 dürfte der Dollarkurs gegenüber den EWS-Währungen noch steigen (gegenüber der DM auf 1,87), bis zum Jahr 2000 aber wieder leicht sinken (gegenüber dem Euro um etwa 5%). Ein ähnlicher Verlauf wird für den Wechselkurs des Dollars gegenüber dem Yen angenommen. Die Prognose impliziert, daß der Dollar weiterhin gegenüber dem ECU bzw. dem Euro und insbesondere gegenüber dem Yen unterbewertet bleibt: Nicht zuletzt aufgrund der positiven Erfahrungen mit dem seit Mitte der achtziger Jahre „weichen“ Dollar werden die USA auch in Zukunft bestrebt sein, der eigenen Wirtschaft einen preislichen Wettbewerbsvorteil zu erhalten.

## STABILE PREISE FÜR ROHSTOFFE UND INDUSTRIEWAREN

Der kräftige Anstieg des Dollarkurses seit Ende 1996 brachte die in Dollar notierenden Preise von Rohstoffen, insbesondere von Erdöl, unter Druck: Zwischen Dezember 1996 und September 1997 wurden Rohöl der Marke „Arabian Light“ um fast 30% und das in der Nordsee geförderte „Brent“ um fast 25% billiger. Diese Entwicklung hielt den Preisauftrieb insbesondere in den USA trotz starken Wachstums niedrig; da der Kursanstieg des Dollars gegenüber den EWS-Währungen merklich schwächer ausfiel als der Rückgang der Erdölpreise (gegenüber der DM stieg der Dollarkurs zwischen Dezember 1996 und September 1997 um etwa 15%), sollten die niedrigeren Energiepreise auch in Europa die Inflation dämpfen (kurzfristig gelingt es allerdings den Erdölgesellschaften häufig, die Aufmerksamkeit auf jene der beiden Kostenkomponenten zu

lenken, welche gerade steigt, in jüngster Zeit also auf den Dollarkurs)

Abbildung 4 zeigt die ausgeprägt gegenläufige Entwicklung des Dollarkurses und der in Dollar notierenden Rohstoffpreise. Bei einer bis 1998 anhaltenden – wenn auch abgeschwächten – Dollaraufwertung dürften sich daher die Rohstoffpreise erst 1999 erholen. Für den gesamten Prognosezeitraum 1996/2001 bedeutet dies einen leichten Rückgang der Erdölpreise (-2,1% pro Jahr) und eine Stagnation der Preise sonstiger Rohstoffe (Nahrungsmittel und Industrierohstoffe); auch die Preise von Industriewaren dürften auf Dollarbasis mittelfristig annähernd konstant bleiben (-0,3% pro Jahr).

## WEITERHIN NIEDRIGE NOMINALZINSEN

Angesichts sinkender Dollarpreise im internationalen Handel, einer auf niedrigem Niveau stabilen Verbraucherpreis-inflation und einer durch die jüngste Dollaraufwertung mitverursachten Wachstumsabschwächung in den USA dürften die Leitzinsen in den USA 1998 und 1999 leicht gesenkt werden; die Prognose nimmt deshalb an, daß der Euro-Dollarzins (Dreimonatsgeld) von 5,7% (1997) auf 4,5% zurückgeht (Abbildung 5). Die DM- bzw. Euro-Zinsen dürften hingegen 1998 und 1999 steigen: In der Startphase der Währungsunion wird die Europäische Zentralbank versuchen, die Stärke der neuen Währung zu demonstrieren. Bei sinkendem Zinssatz und Wechselkurs des Dollars und anhaltender Überbewertung des Euro könnte es allerdings ausreichen, das Euro-Zinsniveau nur leicht anzuheben oder sogar konstant zu halten.

Im Durchschnitt über den gesamten Prognosezeitraum dürfte das nominelle Dollarzinsniveau bei etwa 5% liegen, nahezu gleich hoch wie in den Jahren 1991/1996 (4,6%). Die Realzinsen für internationale Schulden (Euro-Dollarzins minus Welthandelsinflation auf Dollarbasis) werden allerdings wegen der Stagnation der Weltmarktpreise höher sein als in der ersten Hälfte der neunziger Jahre. Insbesondere 1997 und 1998 dürfte die reale Zinsbelastung internationaler Schuldner, vor allem der Entwicklungsländer, wegen der Dollaraufwertung und des damit verbundenen Rückgangs der Dollarpreise im Welthandel stark steigen (Abbildung 5). Auch diese Entwicklung wird zum Rückgang von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars nach 1998 beitragen.

## GLEICHES WACHSTUMSTEMPO IN DER TRIADE

Das mittelfristige Wirtschaftswachstum dürfte mit etwa 2½% pro Jahr in Westeuropa, in den USA und in Japan annähernd gleich hoch ausfallen, der Konjunkturverlauf wird sich allerdings deutlich unterscheiden: Nicht zuletzt

Übersicht 2: Die wichtigsten Prognoseergebnisse im Überblick

	1965/1973	1973/1979	1979/1985	1985/1991	1991/1996	1996/2001
	Durchschnittliche jährliche Veränderung in %					
Wechselkurs 4 Reservewährungen je Dollar	- 2,7	- 2,3	9,7	- 7,4	- 0,7	1,8
Eurodollarzins in %	7,2	8,4	12,1	7,5	4,6	5,0
Erdölpreis \$ je Barrel		22,7	32,2	17,8	17,7	17,7
Welthandelspreise	+ 5,5	+15,2	+ 0,6	+ 3,3	+ 1,3	- 0,1
Brennstoffe	+ 6,3	+32,3	+ 7,0	- 9,6	+ 0,3	- 2,1
Nahrungsmittel	+ 7,0	+10,0	- 2,2	+ 3,3	+ 4,2	+ 0,1
Industrierohstoffe	+ 5,3	+12,1	- 1,7	+ 2,0	- 0,5	- 0,2
Industriewaren	+ 5,5	+11,4	- 0,8	+ 6,3	+ 0,7	- 0,3
Realzins für internationale Schulden <sup>1)</sup> in %	1,4	- 7,6	11,1	4,1	3,2	5,1
Importe real	+ 9,2	+ 3,3	+ 2,0	+ 6,5	+ 7,2	+ 7,8
Industrieländer	+ 9,7	+ 2,6	+ 1,2	+ 8,2	+ 6,2	+ 7,3
Erdölexporteure	+ 9,5	+14,3	+ 2,1	- 2,2	+ 2,1	+ 5,8
Sonstige Entwicklungsländer	+ 7,6	+ 4,6	+ 4,6	+ 7,9	+11,8	+ 9,4
Oststaaten	+ 7,7	+ 1,6	+ 2,9	-11,3	+ 2,8	+ 9,6
BIP real	+ 5,7	+ 3,7	+ 2,4	+ 3,1	+ 2,8	+ 4,2
Industrieländer	+ 4,9	+ 2,7	+ 2,1	+ 2,8	+ 2,0	+ 2,5
Erdölexporteure	+ 9,0	+ 5,4	+ 0,9	+ 2,4	+ 2,7	+ 3,6
Anderer Entwicklungsländer	+ 5,3	+ 5,1	+ 4,2	+ 5,3	+ 6,9	+ 6,4
Oststaaten	+ 7,1	+ 3,5	+ 2,0	± 0,0	- 5,2	+ 4,5
Ost-Mitteleuropa					+ 1,3	+ 4,8
GUS					- 8,6	+ 4,3
OECD	+ 4,9	+ 2,7	+ 2,1	+ 2,8	+ 2,0	+ 2,5
USA	+ 3,5	+ 2,5	+ 2,1	+ 2,2	+ 2,9	+ 2,4
Japan	+ 9,8	+ 3,5	+ 3,3	+ 4,5	+ 1,2	+ 2,6
OECD-Europa	+ 4,6	+ 2,5	+ 1,6	+ 2,8	+ 1,6	+ 2,6
Deutschland <sup>2)</sup>	+ 4,0	+ 2,4	+ 1,1	+ 3,6	+ 1,4	+ 2,4

Q: WIFO-Datenbank ... <sup>1)</sup> Eurodollarzins deflationiert mit den Welthandelspreisen insgesamt ... <sup>2)</sup> Bis 1990 Westdeutschland

aufgrund der Dollaraufwertung und der dadurch mitverursachten Dämpfung der Investitionsdynamik wird sich die Konjunktur in den USA 1998 und 1999 etwas abschwächen (Abbildung 2); danach dürfte sich das Wirtschaftswachstum wieder beschleunigen, und zwar von 1,8% (1999) auf 2,5% (2001)

In der EU wird die Realisierung der „großen“ Währungsunion die Unsicherheit über die Wechselkurse zwischen den wichtigsten europäischen Währungen und damit über die künftige Entwicklung der monetären Standortfaktoren überwinden (die Prognose nimmt an, daß die Wechselkurse zwischen dem Euro und den Währungen jener Länder, die nicht vom Beginn weg an der Währungsunion teilnehmen, insbesondere dem Pfund, viel geringer schwanken als seit 1992). Überdies werden Exporte und Investitionen in Westeuropa durch die bis 1998 anhaltende Dollaraufwertung stimuliert. Unter diesen Bedingungen dürfte sich das Wirtschaftswachstum in Westeuropa zwischen 1997 und 1999 von 2,3% auf 3,0% erhöhen und danach auf 2,5% verlangsamen (Abbildung 2)

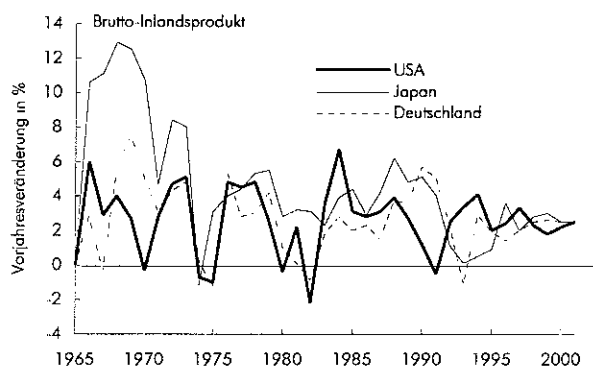
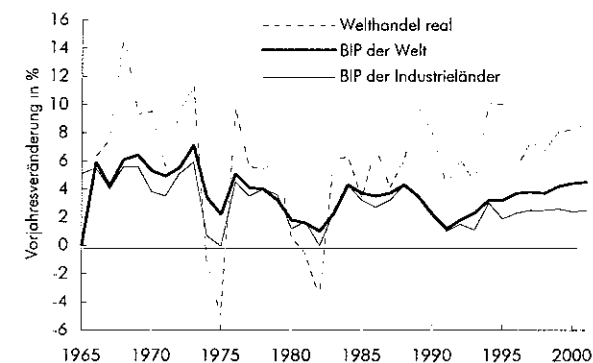
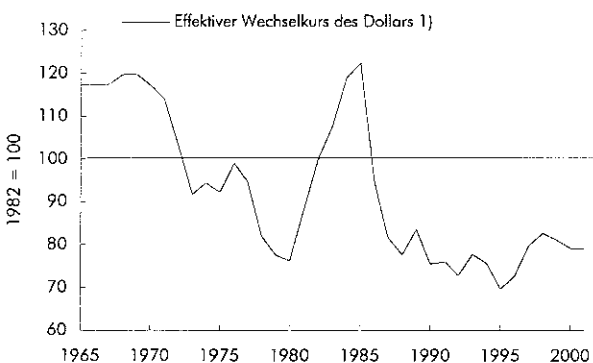
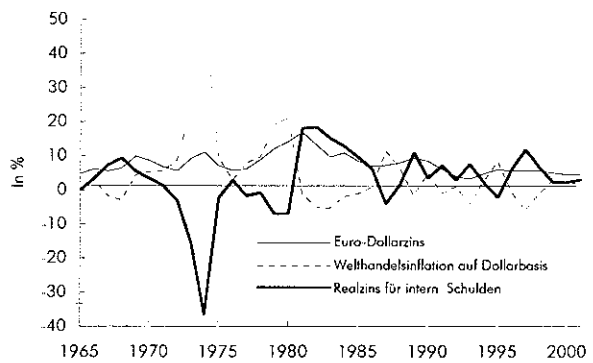
Auch in Japan wird der Konjunkturzyklus seinen Höhepunkt im Jahr 1999 erreichen. Wegen der Schwierigkeiten des Übergangs zu einem gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht mit niedrigerer Investitions- und Exportquote und höherer Konsumquote als im japanischen „Erfolgsmodell“ der Nachkriegszeit dürfte das Produktionswachstum selbst in der Hochkonjunktur nur 3% betragen (Abbildung 2)

## BELEBUNG VON WELTHANDEL UND WELTPRODUKTION

Entsprechend der Beschleunigung des mittelfristigen Wirtschaftswachstums werden die Warenimporte der Industrieländer zwischen 1996 und 2001 um fast 7½% expandieren und damit um etwa 1 Prozentpunkt rascher als 1991/1996. Während die Exporte der Industrieländer in den vergangenen fünf Jahren gleich rasch wie die Importe wuchsen, dürften im Prognosezeitraum die Exportausfälle bzw. Importzuwächse der Industrieländer durch Produktionsverlagerungen in andere Regionen nicht mehr vollständig durch die zusätzliche, den Export steigernde Produktion der Industrieländer ausgeglichen werden: Zwischen 1996 und 2001 werden die Warenexporte der Industrieländer um knapp 7% pro Jahr zunehmen, um ½ Prozentpunkt langsamer als die Importe.

Hauptgewinner dieser Entwicklung sind die nichterdöllexportierenden Entwicklungsländer – sie werden ihre Warenausfuhr zwischen 1996 und 2001 um 11% pro Jahr steigern, ihre Einfuhr aber um nur 9½%. Allerdings wird das deutliche Nachlassen des Importwachstums dieser Länder (1991/1996 fast +12% pro Jahr) nicht nur durch Produktionsverlagerungen in diese Regionen gefördert, sondern auch durch die höhere Realzinsbelastung ihrer Auslandsschuld erzwungen. Die Dämpfung der Importdynamik und damit auch des Transfers von Investitionsgütern wird dazu beitragen, daß das Wirtschaftswachstum in den nichterdöllexportierenden Entwicklungslän-

Abbildung 5: Entwicklungstendenzen der Weltwirtschaft



1) Gegenüber DM, französischem Franc, Pfund, Yen

dem 1996/2001 mit 6½% pro Jahr etwas schwächer ausfällt als 1991/1996 (+7%)

In den erdölexportierenden Ländern wird sich das mittelfristige Wirtschaftswachstum von durchschnittlich 2,7%

pro Jahr (1991/1996) auf etwa 3½% erhöhen. Dementsprechend wachsen die Importe dieser Länder deutlich rascher, nämlich um fast 6% nach +2,1% pro Jahr; bei annähernd gleich starker Zunahme der Warenexporte und leicht sinkenden Terms of Trade dürfte der Handelsbilanzüberschuss der Erdölexporter im Prognosezeitraum merklich schwächer steigen als in den vergangenen fünf Jahren.

Die Gesamtproduktion wird sich in den früheren Planwirtschaften weniger unterschiedlich entwickeln als seit dem Umbruch Ende der achtziger Jahre. Während die Transformationsländer Ost-Mitteleuropas den schwersten Produktionseinbruch 1991/92 erlebten und seit 1994 ein Wirtschaftswachstum von etwa 4% pro Jahr erzielen, ging die Produktion in den GUS-Staaten bis 1996 zurück, seit 1994 allerdings mit sinkenden Schrumpfraten. In Ost-Mitteleuropa nahm das BIP zwischen 1991 und 1996 um durchschnittlich 1,3% pro Jahr zu, während es im gleichen Zeitraum in den GUS-Staaten um 8,6% sank. 1997 dürfte erstmals seit dem Zusammenbruch des planwirtschaftlichen Systems die Gesamtproduktion auch in den GUS-Staaten merklich wachsen (etwa +3%), für die kommenden Jahre kann mit einer weiteren Beschleunigung gerechnet werden. Über den gesamten Prognosezeitraum dürfte das Wirtschaftswachstum der GUS-Staaten nicht ganz 4½% pro Jahr erreichen und damit annähernd so hoch ausfallen wie jenes der Länder Ost-Mitteleuropas (knapp +5% pro Jahr).

Insgesamt wird das BIP der ehemaligen Planwirtschaften bis 2001 um etwa 4½% pro Jahr expandieren, die Importe dürften um 9½% und die Exporte um 9% pro Jahr steigen; bei einem Wachstum des gesamten Welthandels um fast 8% pro Jahr werden somit die Planwirtschaften und die nichterdölexportierenden Entwicklungsländer Exportmarktanteile gewinnen, die Industrieländer und die Erdölexporter hingegen verlieren.

Das mittelfristige Wachstum der gesamten Weltproduktion wird sich unter den Annahmen dieser Prognose bis zum Jahr 2001 deutlich beschleunigen, nämlich von 2,8% pro Jahr (1991/1996) auf mehr als 4%

## LITERATURHINWEISE

Baumgartner, J., Breuss, F., Kramer, H., Walterskirchen, E.: Auswirkungen der Wirtschafts- und Währungsunion, WIFO, Wien, 1997

OECD, Economic Surveys 1992-1993: United States, Paris, 1993

OECD, Purchasing Power Parities and Real Expenditures – EKS Results, Paris, 1995

Schulmeister, St. (1996A), „Wechselkursregime und Wirtschaftsdynamik in der EU“, WIFO-Monatsberichte, 1996, 69(3), S. 203-215

Schulmeister, St. (1996B), Zinssatz, Investitionsdynamik, Wachstumsrate und Staatsverschuldung, WIFO, Wien, 1996

*Monetary Union Promotes Growth in the EU*

*Medium-term Forecast for the World Economy until 2001 – Summary*

Since the beginning of the 1990s, the USA has – for the first time since the end of World War II – held the „leadership“ in the growth dynamic of the „Triad“: between 1991 and 1996, the USA’s GDP grew at a yearly rate of 2.9 percent – almost twice as quickly as Europe’s (+1.6 percent). Economic growth over this period was weakest in the country which had shown the greatest economic vitality over the long-term: total output in Japan grew at a rate of only 1.2 percent p.a. between 1991 and 1996.

To a large degree, these developments can be attributed to the differing economic policies pursued within the „Triad“. The USA has gradually changed the course of its economic policy since the mid-1980s in reaction to the negative consequences incurred through a high interest rate policy, the rise in the dollar’s rate of exchange, as well as growing budget and current account deficits („Reagonomics“). The low interest rates for the dollar, the currency’s strongly undervalued rate of exchange, a process of budgetary consolidation that is primarily revenue-based and implemented by raising marginal tax rates, the strengthening of the purchasing power of the „working poor“ through the extension of the „negative income tax“, and the acceptance of an interest rate around 3 percent together made possible an economic growth rate that was so high (1991-1996: +3 percent p.a.) that the levels of both unemployment and the budget deficit decreased significantly.

In contrast, between 1991 and 1996 Western Europe’s medium-term economic growth was constricted to an annual rate of 1 percent as a result of the high interest rate policy pursued by the German Bundesbank between 1990 and 1992, the subsequent collapse in 1992-1993 of the system of fixed rates of exchange (a collapse which the Bundesbank’s policy helped to bring about), the appreciation of the DM and its „satellite currencies“, as well as the parallel implementation of austerity policies, which in many countries led to a strong reduction in the purchasing power of the weaker elements of society. Despite the absence of global turbulences like the oil price shocks or the

debt crisis of developing countries, Western Europe has seen its levels of unemployment and national debt rise at a faster rate since 1991 than during any other five year period since the end of World War II.

The sharpest drop in economic growth since the start of the 1990s has taken place in Japan, not least because the Yen has appreciated more than any other currency.

The realization of the „large“ monetary union (incorporating all 11 of the countries which seek to participate, with the exception of Greece) as of the beginning of 1999 will have an enduring positive impact on the framework for trade, investment and production within the EU: a decline in the transaction costs for trade and travel between countries participating in the monetary union (the elimination not only of the fees incurred in exchanging currencies, but also of the costs of hedging the exchange risk), sustained low nominal interest rates, fixed exchange rates between the Euro and the other European currencies (in particular, the British Pound), and a somewhat less-pronounced overvaluation of the ECU or Euro vis-à-vis the dollar will together make possible an annual economic growth rate of 2½ percent in Western Europe between 1996 and 2001.

Until 2001, the medium-term rate of economic growth in Japan and the USA is also likely to be around 2½ percent p.a. – a marked increase for the Japanese economy, but a weakening for that of the USA.

The rate of economic growth in the formerly planned economies will rise to 4½ percent per year for the period between 1996 and 2001. The differences between the economic trends in the reform states of East Central Europe and those of the CIS will be much less pronounced than they have been over the past years. Economic growth will also rise in the oil-exporting developing countries, namely to +3½ percent p.a. While the growth rate in the remaining developing countries is likely to decrease slightly, this group of countries will nevertheless continue to easily outdistance the other economic regions by realizing an annual growth rate of 6½ percent.