

## ■ AKTIENMÄRKTE DÄMPFEN DAS WACHSTUM IN DEN USA

### MITTELFRISTIGE PROGNOSE DER WELTWIRTSCHAFT BIS 2006

*Der internationale Konjunkturaufschwung wird sich nach einer Verzögerung durch die Kurseinbrüche an den Aktienbörsen fortsetzen und 2004 seinen Höhepunkt erreichen. Über den gesamten Prognosezeitraum 2001/2006 dürfte die Weltproduktion um 3,8% pro Jahr expandieren. Das BIP der Industrieländer wird um 2,5% wachsen und damit etwas langsamer als 1995/2001, in erster Linie wegen einer geringeren Dynamik in den USA. Die anderen Ländergruppen werden ihr Wirtschaftswachstum deutlich steigern (Erdölexporteur +4,1%, andere Entwicklungsländer +5,4%, Osteuropa +3,7%). Der Welthandel dürfte um 7,2% pro Jahr zunehmen, die Industrieländer werden weiter Exportmarktanteile verlieren, und zwar zugunsten der nichterdölexportierenden Entwicklungsländer und der osteuropäischen Länder. Die Prognose basiert auf mehreren Annahmen: die Geld- und Fiskalpolitik in den USA bleibt expansiv, der Wechselkurs des Dollars sinkt, der Realzins für internationale Dollarschulden wird leicht negativ und die Aktienkurse erholen sich wieder. Die Unsicherheit darüber hat sich zuletzt merklich erhöht.*

Mehrere Faktoren haben in jüngster Zeit die Konjunkturaussichten gedämpft und damit zugleich die Unsicherheit über das mittelfristige Wachstum der Weltwirtschaft gesteigert: Seit Anfang 2002 sind die Aktienkurse in den USA und Europa drastisch gesunken. Dies könnte die privaten Haushalte veranlassen, ihre Sparquote zu erhöhen, und so die Konsumnachfrage in der Phase eines noch schwachen Konjunkturaufschwungs dämpfen. Diese Gefahr besteht insbesondere in den USA, wo die Haushalte nahezu ihr gesamtes Einkommen für den Konsum verwenden.

Die Wirtschaftspolitik der USA versucht energisch, die Konjunktur zu beleben: einerseits durch äußerst niedrige Leitzinsen (sie liegen seit Ende 2001 bei nur 1,75%) und andererseits durch eine expansive Fiskalpolitik. In der EU bleibt die Wirtschaftspolitik hingegen zurückhaltend: Der EZB-Referenzzins liegt bei

Begutachtung: Serguei Kaniovski,  
Ewald Walterskirchen • Wissenschaftliche Assistenz: Eva Sokoll •  
E-Mail-Adressen:  
Stephan.Schulmeister@wifo.ac.at,  
Eva.Sokoll@wifo.ac.at

3,25%, gleichzeitig sind eine Reihe von EU-Ländern aufgrund des mit der EU vereinbarten Konsolidierungskurses zu einer restriktiven Budgetpolitik verhalten (dies gilt insbesondere für Deutschland, Frankreich und Italien).

Angesichts der schwachen Binnennachfrage in der EU hängen die Wachstumsaussichten in hohem Maß von der Exportdynamik ab. Diese dürfte dann merklich gedämpft werden, wenn die Aufwertungstendenz des Euro weiter anhält (seit dem Frühjahr stieg der Euro-Kurs gegenüber dem Dollar um 15%).

Die niedrigen Dollarzinsen sowie der Rückgang des Dollarkurses erleichtern zwar den Schuldendienst der (überwiegend in Dollar verschuldeten) Entwicklungsländer, verstärken aber gleichzeitig den Anreiz für die erdölproduzierenden Länder, den Erdölpreis zu erhöhen (der reale Wert ihrer Erdölexporte wird durch eine Dollarabwertung gemindert). Ein möglicher militärischer Angriff auf den Irak würde dies den Erdölproduzenten erheblich erleichtern.

In dieser Ausgangslage hängt die Prognose der weltwirtschaftlichen Entwicklung bis 2006 wesentlich von der Einschätzung folgender Problembereiche ab:

- Wird sich der Verfall der Aktienkurse fortsetzen? Wie reagieren die Haushalte und Unternehmen in den USA und der EU auf die ausgeprägten Bewertungsverluste?
- Welchen Beitrag leistet die Geld- und Fiskalpolitik in den USA, um den Konjunkturaufschwung zu festigen und die Wirtschaft auf ihren mittelfristigen Wachstumspfad zurückzuführen? Bleibt die makroökonomische Politik in der EU „abstinente“ oder setzt sie auch expansive Impulse?
- Hält die jüngste Aufwertung des Euro, insbesondere gegenüber dem Dollar, an? Wie wirkt sich dies auf die Exportdynamik der EU bzw. der USA aus?
- Wie entwickeln sich der Dollarzins, die Dollarpreise der Rohstoffe (insbesondere von Erdöl) sowie von Industriewaren und damit der Realzins für internationale (Dollar-)Schulden? Wird dies die Finanzkrise mancher Entwicklungsländer insbesondere in Lateinamerika mildern oder verschärfen?

## AKTIENKURSE UND WACHSTUMSDYNAMIK

Seit dem Frühjahr 2000 sinken die Aktienkurse weltweit, und dieser Rückgang hat sich in den letzten Monaten dramatisch beschleunigt. Gegenüber ihren Höchstständen sackten in den USA der Dow-Jones-Index etwa um 30%, der breiter gestreute S&P-500-Index um 45% und der Technologie-Index NASDAQ sogar um 75% ab. In Deutschland gingen die Kurse noch stärker zurück, die Indizes DAX und CDAX sanken bis Ende Juli 2002 um

etwa 55%, der Technologieindex NEMAX um fast 95% (diesen Berechnungen liegen die Schlusskurse vom 25. Juli 2002 zugrunde).

---

*Der Aktienmarktwert des „corporate business“ stieg zwischen 1982 und 2000 viel stärker als die realen Vermögenswerte oder der Gesamtwert der Unternehmen laut Bilanz. Die großen Kursverluste der Aktien in den letzten zwei Jahren haben deren Überbewertung weitgehend korrigiert, doch besteht die Gefahr eines „Überschießens“ der Aktienkurse nach unten.*

---

Um das künftige Abwertungspotential der Aktien abschätzen zu können, muss man sich ein Bild über ihre vorangegangene Aufwertung machen und prüfen, in welchem Maß die Kurse dadurch über ihren Fundamentalwert hinaus gestiegen sind<sup>1)</sup>.

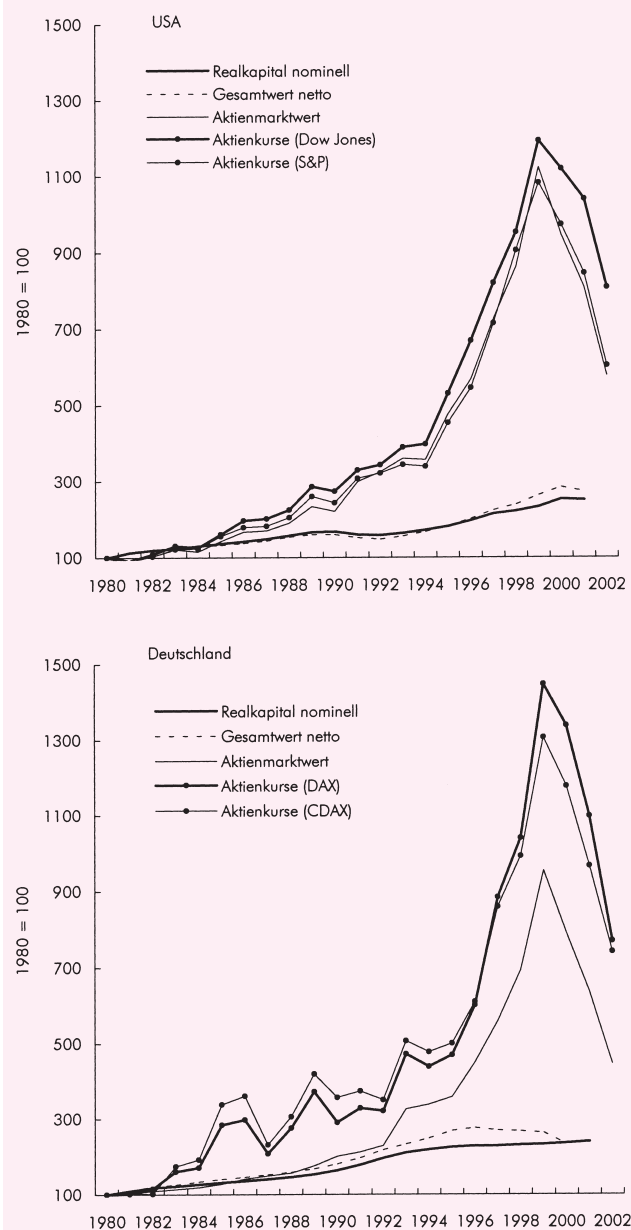
Schon Anfang der achtziger Jahre entwickelte sich jener „bull market“, welcher den Aktienmarktwert (Marktkapitalisierung) des „corporate business“ fast zwei Jahrzehnte lang stärker steigen ließ als ihr Realkapital bzw. ihren Nettogesamtwert (Abbildung 1). Diese Diskrepanz hat sich in den neunziger Jahren drastisch vergrößert. In den USA erhöhte sich der Marktwert aller Aktien zwischen 1992 und 1999 um 19,4% pro Jahr, jener des Realkapitals (zu laufenden Wiederbeschaffungspreisen der Gütermärkte) bzw. der Nettogesamtwert hingegen um nur 5,7% bzw. um 8,6% (Abbildung 1). In Deutschland entwickelte sich die Unternehmensbewertung zu Aktienkursen und zu Gütermarktpreisen noch stärker auseinander, weil der Aktienboom noch markanter als in den USA ausfiel, die reale Investitionsdynamik aber viel schwächer: Der Aktienmarktwert stieg 1992/1999 um durchschnittlich 22,6% pro Jahr, der Wert des Realkapitals bzw. der Nettogesamtwert der Unternehmen hingegen um nur 2,5% bzw. 2,7%<sup>2)</sup>.

Die umgekehrte Diskrepanz zwischen der Unternehmensbewertung zu Aktienkursen und zu Gütermarktprei-

<sup>1)</sup> Das fundamentale Gleichgewicht von Aktienkursen ergibt sich als Gegenwartswert aller für die Zukunft erwarteten Gewinne; es lässt sich deshalb empirisch nicht quantifizieren, weil die Erwartungen über die langfristige Entwicklung der Gewinne der Aktiengesellschaften und über den Zinssatz als Diskontierungsfaktor nicht messbar sind. Im Folgenden wird als Proxy für den Fundamentalwert der Aktiengesellschaften ihr Nettogesamtwert herangezogen, also der Unterschied zwischen ihrem Realkapital (zu laufenden Wiederbeschaffungspreisen) und ihren Nettofinanzverbindlichkeiten. Für die USA werden diese Daten in den „Flow of Funds Accounts“ der Fed veröffentlicht, für Deutschland wurden sie mit Hilfe der Daten des Statistischen Bundesamts über das Nettoanlagevermögen und der Geldvermögensrechnung der Deutschen Bundesbank geschätzt.

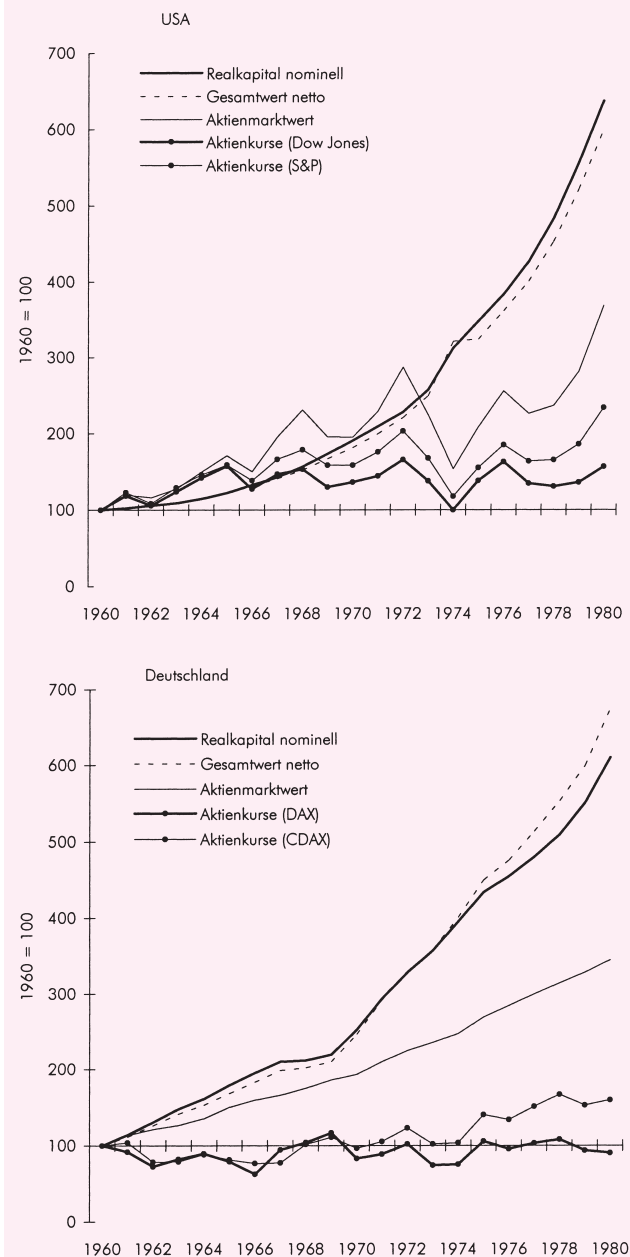
<sup>2)</sup> Auch der Internationale Währungsfonds kommt in einer Analyse der Aktienkurse zu dem Schluss, dass diese Ende der neunziger Jahre überbewertet waren (IMF, 2000).

Abbildung 1: Wert der Kapitalgesellschaften seit 1980



Aktienkurse für 2002: Stand vom 25. Juli. Ohne Finanzsektor. Deutschland: vor 1992 Westdeutschland.

Abbildung 2: Wert der Kapitalgesellschaften 1960 bis 1980



Ohne Finanzsektor. Deutschland: vor 1992 Westdeutschland.

sen ergab sich in jener Phase (1960/1972), in der Realkapitalbildung und Gesamtproduktion besonders rasch expandierten (Abbildung 2): So erhöhte sich in Deutschland der Wert des Realkapitalstocks bzw. der Nettogesamtwert der Kapitalgesellschaften zwischen 1960 und 1972 um 10,4% bzw. 10,5% pro Jahr und damit rascher als ihr Aktienmarkt (+7,0% pro Jahr). In den USA zeigte sich in den siebziger Jahren ein ähnliches Bild.

Der Aktienmarkt wiederum nahm in der Vollbeschäftigungsphase 1960 bis 1972 rasch zu, während die Aktienkurse stagnierten: Offenbar wurden in der wachstumsstarken Phase Aktienemissionen in hohem Maß zur (Außen-)Finanzierung der Unternehmen getätigt (dies trug auch zum relativ schwachen Anstieg der Aktien-

kurse bei). Seit 1980 kompensieren einander hingegen Emissionen und Rückkäufe von Aktien in den USA und Deutschland annähernd, sodass sich der Aktienmarkt und die (umfassenden) Aktienindizes S&P 500 bzw. CDAX nahezu parallel entwickeln (Abbildung 1).

Ein Vergleich der Niveaus von Aktienmarkt und Nettogesamtwert der Aktiengesellschaften legt nahe, dass der Rückgang der Aktienkurse in den letzten 2 Jahren ihre Überbewertung weitgehend korrigiert hat (1980 waren die Kurse und damit auch der Aktienmarkt des „non-financial corporate business“ – gemessen an seinem Nettogesamtwert – deutlich unterbewertet gewesen). Allerdings sanken die Aktienkurse in den auf ausgeprägte „bull markets“ folgenden Phasen von „bear markets“ über jenes Niveau hinaus, bei dem Marktka-

talisierung und Nettogesamtwert der Unternehmen gleich sind.

Diese Tendenz eines mehrjährigen „Überschießens“ der Aktienkurse nach oben und nach unten spiegelt auch die Entwicklung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses wider. Dieses ging nach Erreichen eines mittelfristigen Maximums (1901, 1929, 1966) regelmäßig deutlich unter den langjährigen Durchschnitt zurück (Shiller, 2000). Die Tatsache, dass das Kurs-Gewinn-Verhältnis Anfang 2000 viel höher war als je zuvor, verdeutlicht die Möglichkeit eines besonders ausgeprägten „Überschießens“ der Aktienkurse nach unten. Diese Gefahr ist größer als nach früheren Boomphasen, weil man heute viel leichter auf Kursrückgänge spekulieren kann – insbesondere mit Hilfe von Aktienderivaten – als in den „bear markets“ der Vergangenheit. Diese Möglichkeit wird in erster Linie von Händlern der „hedge funds“ genützt. Private und institutionelle Anleger wurden in jüngster Zeit überdies durch die Bilanzskandale und die nachfolgenden Kurse von Großkonzernen wie Enron oder WorldCom verunsichert.

Andererseits ist sich die Wirtschaftspolitik bewusst, dass weitere Aktienkursverluste nicht nur den Konjunkturaufschwung gefährden, sondern auch die Alterssicherung in jenen Ländern, in denen diese schon in erheblichem Maß auf dem Kapitaldeckungsverfahren beruht (insbesondere in den USA, aber auch in Großbritannien und in Holland). Sie wird deshalb alle Anstrengungen zu einer „Beruhigung“ der Märkte unternehmen. Überdies spricht das besonders niedrige Zinsniveau und damit das hohe Niveau der Anleihekurse dafür, dass institutionelle und private Anleger angesichts der bereits so großen Aktienkursverluste Finanzvermögen wieder zu Aktien umschichten werden.

Die vorliegende Prognose nimmt an, dass sich der Rückgang der Aktienkurse nicht nachhaltig fortsetzen wird, jedenfalls in keinen mehrjährigen „bear market“ münden wird wie etwa in Japan Anfang der neunziger Jahre. Mit einer gewissen Verzögerung sollte damit der Konjunkturaufschwung in den USA wieder an Dynamik gewinnen (zusätzlich durch die Dollarabwertung gefördert), was die Unternehmensgewinne und auch die Aktienkurse steigen lässt. Freilich wurde diese Annahme in den letzten Wochen unsicherer.

## ENTWICKLUNG VON AKTIENKURSEN UND SPARQUOTEN DER PRIVATEN HAUSHALTE

Seit Anfang der achtziger Jahre ist die Sparquote der privaten Haushalte in den USA drastisch gesunken (von 10,9% 1982 auf 1,0% 2000). Diese Entwicklung beschleunigte sich während des Aktienbooms 1992/1999, seit 2000 ist die Sparquote aber wieder leicht gestiegen (Abbildung 3). Dieser Verlauf legt nahe, dass die Haus-

halte in den USA ihren Konsum in erster Linie deshalb stärker als ihre laufenden Einkommen erhöhten, weil ihr Finanzvermögen (einschließlich des in Pensionsfonds angesparten Vermögens) mit dem Aktienboom immer höher bewertet wurde.

---

*Der Aktienboom der neunziger Jahre hat wesentlich zum Rückgang der Sparquote in den USA und damit zum hohen Wirtschaftswachstum beigetragen. Die Niedrigzinspolitik und der damit anhaltende Anstieg der Immobilienpreise mindern die Gefahr einer nachhaltigen Dämpfung des privaten Konsums durch die Kursverluste auf den Aktienmärkten.*

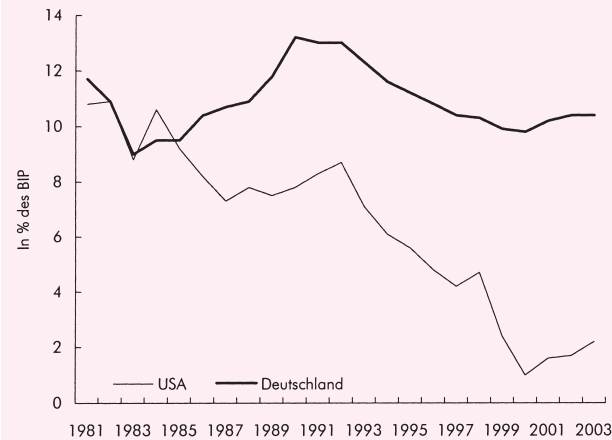
---

In Deutschland wurde der Konsum durch diese Vermögenseffekte nicht nennenswert stimuliert (die Sparquote sank in den neunziger Jahren nur geringfügig), vor allem weil nur ein geringer Teil der Aktien auf die privaten Haushalte entfällt und Aktien auch in Pensionsfonds wenig Bedeutung haben.

Der Internationale Währungsfonds hat kürzlich in einer Studie die Auswirkungen von Schwankungen der Aktienkurse und Realitätenpreise auf die Entwicklung der Sparquote analysiert (IMF, 2002, chapter II). Dabei wurde zwischen zwei Typen von Volkswirtschaften unterschieden: In den „market-based economies“ wie insbesondere den USA und Großbritannien erfolgt die Unternehmensfinanzierung überwiegend durch die Kapitalmärkte, und die privaten Haushalte halten daher einen hohen Anteil an Aktien; in den „bank-based economies“ wie Deutschland, Frankreich oder Italien übernimmt der Bankensektor die Finanzintermediation zwischen Unternehmen und Haushalten. Die Studie kommt zu dem Schluss, dass die Sparquote in den „market-based economies“ zwischen 1994 und 2000 um mehr als 6 Prozentpunkte weniger gesunken – also annähernd konstant geblieben – wäre, wenn das Aktienvermögen der Haushalte lediglich im Ausmaß ihrer verfügbaren Einkommen gestiegen wäre. Berücksichtigt man zusätzlich die Vermögenseffekte des Anstiegs der Immobilienpreise, so wäre die Sparquote 2000 sogar um 8 Prozentpunkte über ihrem tatsächlichen Wert gelegen. In den „bank-based economies“ sind hingegen die Konsumeffekte von Schwankungen der Vermögenswerte geringer, insbesondere im Hinblick auf die Aktienwerte.

Dieses Ergebnis impliziert, dass die starke und stabile Expansion der Konsumnachfrage und damit auch der Wachstumsvorsprung der USA in den neunziger Jahren zu einem großen Teil dem Aktienboom zu danken waren. Dementsprechend hätte die Sparquote angesichts sinkender Aktienkurse in den USA seit 2000 markant steigen müssen. Dieser konsumdämpfende Effekt wurde

Abbildung 3: Sparquote der privaten Haushalte



jedoch durch den Vermögenseffekt eines besonders raschen Anstiegs der Immobilienpreise kompensiert, wozu die radikalen Zinssenkungen der Notenbank erheblich beitragen (IMF, 2002, chapter 2, table 2.8).

Unter der Annahme, dass die Aktienkurse in den USA nicht weiter einbrechen und damit die Nachfrage auf dem Realitätenmarkt kräftig bleibt, sollte die Konsumnachfrage weiter wachsen und so einen wichtigen Beitrag zur Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs leisten. In den großen EU-Ländern (mit Ausnahme von Großbritannien) ist der private Konsum von Vermögensbewertungen weitgehend unbeeinflusst, seine Entwicklung hängt primär von jener der Beschäftigung und der Einkommen ab und damit auch vom Kurs der Geld- und Fiskalpolitik.

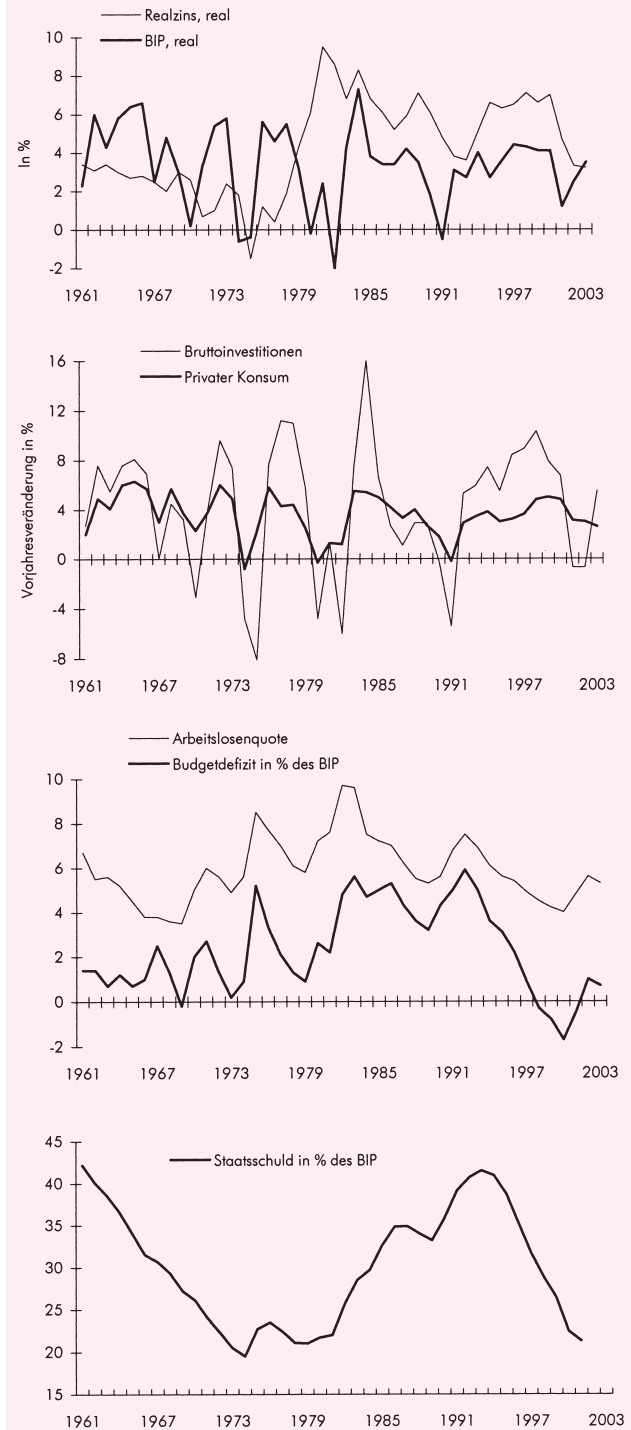
## WEITERHIN EXPANSIVE WIRTSCHAFTSPOLITIK IN DEN USA

*Die ausgeprägt expansive Geld- und Fiskalpolitik der USA wird entscheidend dazu beitragen, dass der Konjunkturaufschwung nicht durch die Kursverluste auf den Aktienmärkten abgewürgt wird.*

Die Geld- und Fiskalpolitik der USA unterschied sich in den neunziger Jahren markant von jener in der EU. Diese Unterschiede werden auch die Wachstumsdynamik in den kommenden Jahren prägen; ihre Wurzeln liegen in den Erfahrungen der Wirtschaft der USA mit der Wirtschaftspolitik in den frühen achtziger Jahren („Reaganomics“):

Der Wechsel zu einer monetaristischen Geldmengenpolitik 1978/79 ließ die Realzinsen hinaufschnellen, der Kreditzins (Prime Rate) stieg zwischen 1978 und 1981 von 1,9% auf 9,5%. Erstmals in der Nachkriegszeit lag das Realzinsniveau mittelfristig markant über der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate (Abbildung 4). Dies

Abbildung 4: Entwicklung der Wirtschaft in den USA



trug wesentlich zu einer erheblichen Aufwertung des Dollars bei, welche bis Anfang 1985 anhielt (Abbildung 6). Die Steuern wurden für Besser- und Bestverdiener gesenkt, staatliche Sozialleistungen gekürzt, gleichzeitig wurden die Militärausgaben deutlich ausgeweitet.

Als Folge dieser Politik verlangsamte sich das mittelfristige Wachstum von Realinvestitionen und Konsum, die Exportmarktanteile der USA gingen stark zurück (Abbildung 6), ein anhaltend hohes Budgetdefizit ließ gemeinsam mit dem nunmehr positiven Zins-Wachstums-Diffe-

rential die Staatsverschuldung beträchtlich steigen (Abbildung 4). Während die Industrie wenig Dynamik entfalten konnte, profitierte der Finanzsektor.

Die negativen Auswirkungen dieser Entwicklung für die Realwirtschaft veranlassten die Wirtschaftspolitik in den USA ab Mitte der achtziger Jahre zu einem Kurswechsel. Ausgeprägte Zinssenkungen trugen zu einer markanten Abwertung des Dollars bei (Abbildung 6). Ende der achtziger Jahre verwarf die Notenbank die monetaristischen Geldmengenregeln. Ihre seither stark diskretionäre Zinspolitik berücksichtigt nicht nur das Ziel der Preisstabilität, sondern gleichrangig jenes eines hohen Wachstums von Produktion und Beschäftigung.

In der Rezession 1990/91 zeigte sich die geänderte Makropolitik der USA besonders deutlich (Abbildung 4). Das Budgetdefizit wurde bis auf 6% des BIP ausgeweitet (1992) und weitere zwei Jahre erheblich höher gehalten, als es (nunmehr) in der EU zulässig wäre. Die Leitzinsen wurden auf (nominell) 3% gesenkt und drei Jahre lang beibehalten, der Wechselkurs durch ein „talking the dollar down“ gezielt geschwächt (dies erwies sich im Handelskonflikt mit Japan als wirksame Taktik).

Maßnahmen zur Budgetkonsolidierung wurden erst ergriffen, nachdem der Aufschwung 1994/95 „selbsttragend“ geworden war. Dabei wurden aber keine „Sparpakete“ geschnürt, vielmehr konzentrierten sich die budgetpolitischen Maßnahmen auf die Einnahmenseite: Der Spitzensteuersatz wurde von 31% auf 42% angehoben und die negative Einkommensteuer für die „working poor“ ausgeweitet (dies stimulierte den Konsum der einkommensschwachen Schichten). Das Wachstum der Staatsausgaben wurde primär im militärischen Bereich gesenkt, die öffentlichen Investitionen, der öffentliche Konsum und damit die Beschäftigung im öffentlichen Dienst expandierten hingegen kräftig.

Die Fed hielt die Leitzinsen fast dauernd unter der (nominellen) Wachstumsrate, der Kreditzins lag zwischen 1990 und 2000 um nur noch 2,6 Prozentpunkte über der Wachstumsrate. Das relativ niedrige Zins-Wachstums-Differential förderte nicht nur die Ausweitung der unternehmerischen Realinvestitionen, sondern erleichterte auch den Abbau der Staatsschuld (Abbildung 4). Die Investitionsdynamik wurde zusätzlich durch den unterbewerteten Dollarkurs und die damit verbundenen Marktanteilsgewinne stimuliert (Abbildung 6). Die stetige Zunahme der Beschäftigung, die Stärkung der Kaufkraft der „working poor“ durch die negative Einkommensteuer sowie der rasche Anstieg der Aktienkurse trugen wesentlich zur kräftigen und stabilen Steigerung des privaten Konsums bei (Abbildungen 3 und 4). Unter diesen Bedingungen realisierten die USA ein hohes und fast zehn Jahre andauerndes Wirtschaftswachstum, die Arbeitslosigkeit verringerte sich stetig, der Budgetsaldo „drehte“ sich von einem Defizit in einen deutlichen Überschuss (Abbildung 4).

Die Geld- und Fiskalpolitik reagierte in den USA auf die Mitte 2000 einsetzende Wachstumsabschwächung noch energischer als in der Rezession Anfang der neunziger Jahre. Die Notenbank senkte den Leitzins zwischen Dezember 2000 und Jänner 2002 von 6,5% auf 1,75%, der Kreditzins (Prime Rate) ging im gleichen Ausmaß zurück, nämlich von 9,5% auf 4,75%. Da die Bankkredite der Unternehmen und privaten Haushalte überwiegend flexibel verzinst sind, wurde deren Zinsdienst dadurch erheblich reduziert; das dämpfte den Rückgang der Unternehmensgewinne und stimulierte die Nachfrage der Haushalte, insbesondere im Wohnbau. Die Fiskalpolitik zog einen Teil der schon beschlossenen Steuer-senkungen ins Jahr 2001 vor und erhöhte in Reaktion auf den Terroranschlag vom 11. September die Staatsausgaben, insbesondere für militärische Zwecke (der Budgetsaldo wird sich von einem Überschuss 2001 von 0,5% des BIP in ein Defizit von zumindest 1% des BIP drehen). Gleichzeitig bekennen sich Regierung und Notenbank zu einer aktiv antizyklischen Wirtschaftspolitik (sie geht darüber hinaus, die automatischen Stabilisatoren wirken zu lassen); das stabilisiert wiederum die Erwartungen von Haushalten und Unternehmen.

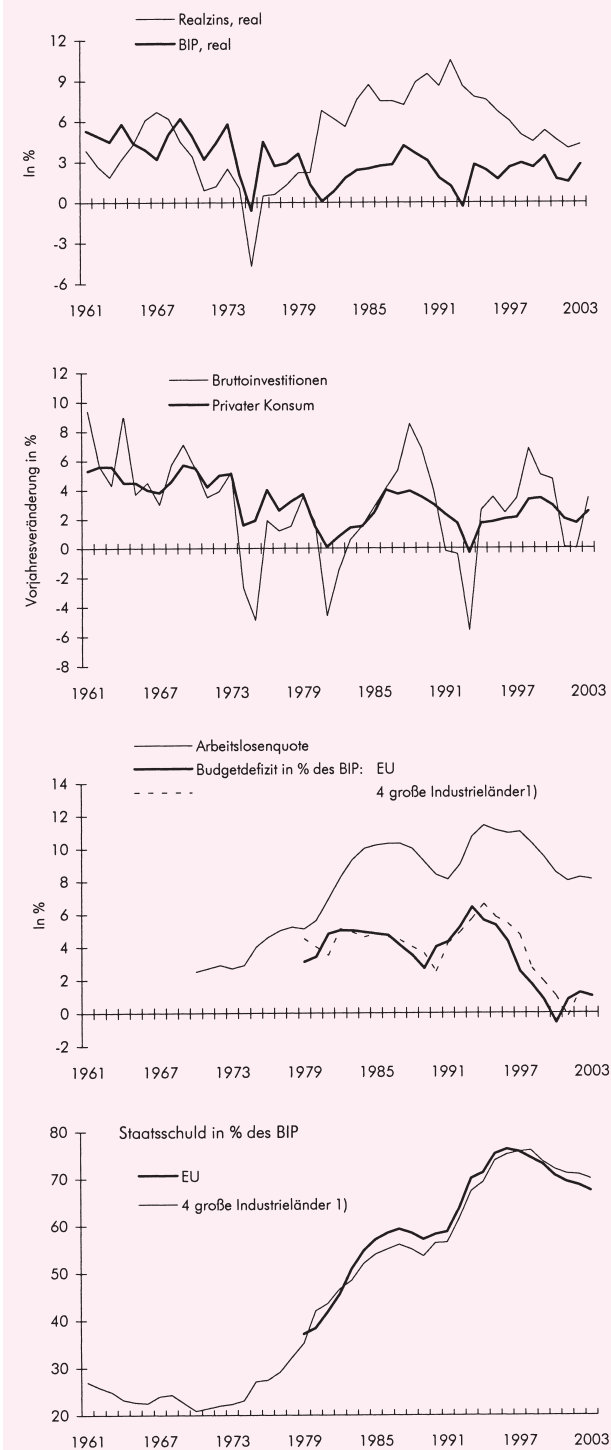
Die Prognose nimmt an, dass die USA diesen wirtschaftspolitischen Kurs beibehalten und damit den Konjunkturaufschwung fördern. Dieser wird zusätzlich durch die Abwertung des Dollars gestützt, welche die Exporte und damit indirekt die Investitionsbereitschaft der Unternehmen stimuliert. Nach den Aktienkurseinbrüchen dürfte sich die verhaltene Investitions- und Konsumnachfrage in den USA allerdings nur langsam erholen, auch wird das mittelfristige Wachstum schwächer ausfallen als in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre. Die Prognose geht davon aus, dass das BIP-Wachstum im Konjunkturmehrpunkt 2004 3,5% erreicht und bis 2006 auf 2,5% zurückgeht (Abbildung 8, Übersicht 1).

## WIRTSCHAFTSPOLITIK UND EURO-AUFWERTUNG DÄMPFEN AUFSCHWUNG IN DER EU

*Die regelgebundene Geld- und Fiskalpolitik beschränkt das Wachstum der Binnennachfrage in der EU und macht die europäische Konjunktur von der Exportdynamik abhängig. Die jüngste Aufwertung des Euro wird deshalb den Aufschwung in der EU ebenso dämpfen wie die restriktive Budgetpolitik in wichtigen EU-Ländern.*

In der EU entwickelte sich der wirtschaftspolitische Kurs seit Ende der achtziger Jahre gegenläufig zu jenem der USA: Das (monetaristische) Grundprinzip der Bindung der Politik an feste Regeln bestimmte die Praxis – in der

Abbildung 5: Entwicklung der Wirtschaft in den 15 EU-Ländern



1) Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien.

Fiskalpolitik durch die im Wachstums- und Beschäftigungspakt fortgeschriebenen Maastricht-Kriterien, in der Geldpolitik durch das Statut der EZB, das der Geldwertstabilität Vorrang vor allen anderen Zielen einräumt, sowie durch ihre Praxis einer Orientierung an Geldmengenregeln.

Alle wichtigen Indikatoren verliefen in den neunziger Jahren in der EU „spiegelverkehrt“ zu den USA (Abbildung 5):

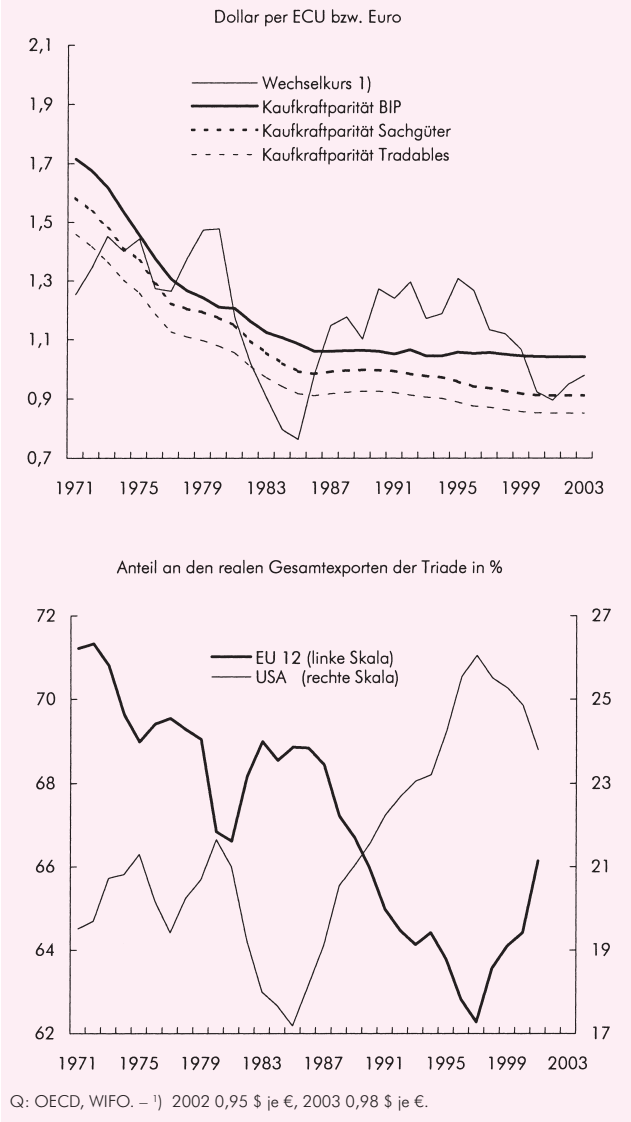
- Die Leitzinsen lagen in allen wichtigen EU-Ländern zumeist über der (nominellen) Wachstumsrate. In der Folge waren die Kreditzinsen zwischen 1990 und 2000 im Durchschnitt um 5,1 Prozentpunkten höher als die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate.
- Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte wurde primär durch eine Sparpolitik angestrebt, welche die öffentlichen Investitionen und insbesondere die Sozialleistungen kürzte; gleichzeitig wurden die Spitzensteuersätze tendenziell gesenkt, Massensteuern – insbesondere indirekte – hingegen vielfach erhöht.
- Diese Geld- und Fiskalpolitik trug wesentlich dazu bei, dass sowohl die Investitions- als auch die Konsumnachfrage gedämpft blieben.
- Das Unvermögen wichtiger EU-Länder, insbesondere von Deutschland, die Binnennachfrage nachhaltig zu stimulieren, zeigte sich insbesondere daran, dass Aufschwünge oft schon nach ein bis zwei Jahren durch eine restriktive Fiskal- und/oder Geldpolitik gebremst wurden.

Unter diesen Bedingungen wurde die Konjunktur in der EU von der Exportdynamik abhängig, und damit insbesondere von der Wirtschaftsentwicklung in den USA. Ende der neunziger Jahre beschleunigte sich deshalb das Wachstum in der EU im Sog des Booms in den USA und erreichte 2000 eine Rate von 3,4%. Diese Aufwärtstendenz wurde auch durch die ausgeprägte Abwertung des ECU bzw. Euro gegenüber dem Dollar seit 1995 gefördert, die EU gewann zulasten der USA Marktanteile im Export (Abbildung 6).

Mit dem Abschwung in den USA verlor die Wirtschaft in den EU-Ländern rasch an Dynamik, das Wachstum erreichte 2001 nur mehr 1,6% und dürfte heuer auf 1,3% zurückgehen. Dazu trug auch die im Vergleich mit den USA passive Geld- und Fiskalpolitik bei. Die EZB senkte die Leitzinsen im Laufe des Jahres 2001 lediglich von 4,75% auf 3,25%. Überdies wurde diese Zinssenkung von den Banken unzureichend an die Kreditkunden weitergegeben: Im selben Zeitraum sank die „lending rate“ in der Euro-Zone nur von 7,1% auf 6,1%, in Deutschland sogar nur von 10,1% auf 9,7% (die Differenz zwischen den Refinanzierungskosten der Banken – approximiert durch den Taggeldsatz – und dem von ihnen verrechneten Kreditzins stieg in Deutschland im Rezessionsjahr 2001 um 1 Prozentpunkt, überdies ist diese Differenz nahezu doppelt so hoch wie in den USA).

Die Fiskalpolitik setzte in der EU keine diskretionären Impulse zur Ankurbelung des Konjunkturaufschwungs, vielmehr wurde die Zunahme der Haushaltsdefizite 2001 als Folge des Wirtschaftsabschwungs „erlitten“. Angesichts der deutlichen Abweichung des Budgetdefizits großer EU-Länder wie Deutschland, Frankreich und Italien von den mit der EU in den Stabilitätsprogram-

Abbildung 6: Euro-Kurs und Exportdynamik



men vereinbarten Zielen ist schon 2003 mit einer zunehmend restriktiven Fiskalpolitik in diesen Ländern zu rechnen.

Die Prognose geht davon aus, dass das Wirtschaftswachstum in der EU heuer lediglich 1,3% erreicht und sich 2003 und 2004 auf 2,8% bzw. 3,3% beschleunigt, in erster Linie im Sog des Konjunkturaufschwungs in den USA; die europäische Konjunktur bleibt somit in hohem Maß von der Entwicklung in den USA abhängig. Dabei wird unterstellt, dass die EZB angesichts des geringen Preisaufriffs und der nur langsamen Konjunkturerholung die Leitzinsen in den kommenden zwei Jahren nur geringfügig anhebt. Dies sowie das im Vergleich mit den USA schwächere Wachstumstempo sollten dazu beitragen, dass auch der Wechselkurs des Euro gegenüber dem Dollar nicht nachhaltig über die Parität hinaus steigt. Der Euro ist damit gegenüber dem Dollar – gemessen an der für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit relevanten Kaufkraftparität international gehandelter Güter und Dienstleistungen – merklich überbewertet

(Abbildung 6), ähnlich große Marktanteilsgewinne der EU wie in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre sind im Prognosezeitraum deshalb nicht zu erwarten (zu den unterschiedlichen Arten von Kaufkraftparitäten und ihrer Berechnung siehe Schulmeister, 2000).

## WIRTSCHAFTSWACHSTUM IN JAPAN WEITER SCHWACH

Die Wirtschaft wird in Japan auch in den kommenden Jahren schwächer wachsen als in den USA und der EU. Die ungelösten Probleme des Finanzsektors als Erbe des Zusammenbruchs des Spekulationsbooms auf den Aktien- und Realitätenmärkten, insbesondere das große Volumen notleidender Kredite, der überhöhte Wechselkurs des Yen, die steigende Arbeitslosigkeit und das aufgrund dieser Probleme geringe Vertrauen von Unternehmen und Haushalten in die weitere Wirtschaftsentwicklung lassen nur eine langsame Erholung erwarten. Die Prognose nimmt an, dass sich das Wirtschaftswachstum in kleinen Schritten von der Rezession im Jahr 2002 (-1,0%) auf 2,5% im Jahr 2006 verstärkt und im Durchschnitt des gesamten Prognosezeitraums 1,2% beträgt. Es wird damit kaum höher ausfallen als zwischen 1995 und 2001 (+1,0%).

## DOLLARABWERTUNG BELEBT PREISAUFTRIEB IM WELTHANDEL

*Eine engere Kooperation zwischen den erdölproduzierenden Ländern wird wesentlich dazu beitragen, dass der Erdölpreis in den kommenden Jahren stabiler bleibt als in den vergangenen drei Jahrzehnten. Er dürfte bis 2006 schrittweise auf 28 \$ je Barrel steigen. Im gesamten Welthandel wird sich der Preisaufrtrieb im Gefolge der Dollarabwertung wieder beleben.*

Da Erdöl sowie die wichtigsten anderen Rohstoffe in Dollar notieren, senkt jede ausgeprägte Abwertung der Weltwährung ceteris paribus den realen Wert der Erlöse von Rohstoffexporten und verstärkt deshalb den Anreiz, die Rohstoffpreise zu erhöhen – entweder durch Ausnützen einer starken Marktposition wie im Fall der OPEC in den siebziger Jahren oder durch Einschränkung der Produktion (im Fall einer kräftigen Aufwertung des Dollars gilt das Gegenteil). Mittelfristig entwickeln sich daher die Rohstoffpreise gegenläufig zum Wechselkurs des Dollars: In den siebziger Jahren stiegen sie deutlich, in der ersten Hälfte der achtziger Jahre sanken sie, zwischen 1986 und 1996 erholten sie sich wieder (Abbildung 7). Zwischen 1995 und 1998 wurde



## Übersicht 1: Die wichtigsten Prognoseergebnisse im Überblick

	1973/1979	1979/1985	1985/1990	1990/1995	1995/2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001/2006
	Durchschnittliche jährliche Veränderung in %										
Wechselkurs 4 Reservewährungen je Dollar	- 2,3	+ 8,7	- 9,1	- 1,2	+ 4,8	- 3,0	- 2,9	- 2,3	± 0,0	± 0,0	- 1,7
Dollar je Euro bzw. ECU	.	- 9,3	+10,8	+ 0,5	- 6,1	+ 6,1	+ 3,2	+ 2,0	± 0,0	± 0,0	+ 2,2
	in \$	+ 0,99	+ 1,14	+ 1,24	+ 1,07	+ 0,95	+ 0,98	+ 1,00	+ 1,00	+ 1,00	+ 0,99
Euro-Dollarzins	in %	+ 8,4	+12,0	+ 7,9	+ 4,7	+ 5,4	+ 2,0	+ 2,8	+ 3,5	+ 3,0	+ 2,9
Euro-Zins	kurzfristig in %	.	.	.	.	.	+ 3,5	+ 4,2	+ 4,5	+ 4,5	+ 4,1
	langfristig in %	.	.	.	.	+ 5,5	+ 5,2	+ 5,5	+ 5,5	+ 5,5	+ 5,4
Erdölpreis	\$ je Barrel	+22,6	+32,2	+17,5	+17,4	+20,2	+24,5	+26,0	+27,0	+28,0	+26,7
Welthandelspreise insgesamt		+15,2	+ 0,6	+ 4,2	+ 1,0	- 2,9	+ 1,1	+ 3,6	+ 4,4	+ 4,6	+ 3,0
Brennstoffe		+32,3	+ 7,0	- 9,0	- 5,3	+ 5,6	+ 0,1	+ 5,0	+ 4,1	+ 3,1	+ 0,1
Nahrungsmittel		+10,0	- 2,2	+ 4,7	+ 3,5	- 7,9	+ 2,1	+ 3,0	+ 4,1	+ 3,1	+ 1,1
Industrierohstoffe		+12,1	- 1,7	+ 4,2	- 0,2	- 5,2	- 1,9	+ 6,0	+ 3,0	+ 1,0	± 0,0
Industriewaren		+11,4	- 0,8	+ 7,1	+ 1,5	- 3,6	+ 1,1	+ 3,0	+ 4,0	+ 4,5	+ 3,0
Realzins für internationale Schulden <sup>1)</sup>	in %	- 7,6	+11,0	+ 3,5	+ 3,6	+ 8,2	+ 0,9	- 0,8	- 0,9	- 1,3	± 0,0
Weltimporte, real		+ 3,3	+ 2,0	+ 7,0	+ 7,2	+ 6,5	+ 3,4	+ 7,9	+ 8,8	+ 8,3	+ 7,5
Industrieländer		+ 2,6	+ 1,2	+ 9,1	+ 6,2	+ 6,6	+ 2,5	+ 8,0	+ 8,5	+ 7,7	+ 7,0
Erdölexporteure		+14,3	+ 2,1	- 2,4	+ 5,8	+ 7,2	+ 5,0	+10,0	+11,0	+10,0	+ 9,0
Sonstige Entwicklungsländer		+ 4,6	+ 4,6	+ 7,8	+11,8	+ 6,2	+ 6,0	+ 7,5	+ 9,5	+ 9,5	+ 8,5
Oststaaten		+ 1,6	+ 2,9	-10,8	+ 0,2	+ 2,8	+ 4,0	+ 7,0	+ 8,5	+ 9,5	+ 8,5
Weltexporte, real		+ 3,3	+ 2,0	+ 7,0	+ 7,2	+ 6,5	+ 3,4	+ 7,9	+ 8,8	+ 8,3	+ 7,5
Industrieländer		+ 3,9	+ 3,5	+ 7,2	+ 6,3	+ 6,0	+ 3,0	+ 7,3	+ 8,2	+ 7,5	+ 6,7
Erdölexporteure		+ 1,1	- 8,9	+ 9,0	+ 7,4	+ 3,4	+ 0,7	+ 5,3	+ 5,7	+ 5,2	+ 4,4
Sonstige Entwicklungsländer		+ 4,9	+ 4,7	+11,1	+10,8	+ 9,4	+ 5,3	+10,2	+11,2	+10,6	+ 9,8
Oststaaten		+ 1,9	+ 3,5	- 8,5	+ 2,2	+ 2,1	+ 3,8	+ 8,4	+ 9,2	+ 8,6	+ 7,8
Welt-BIP, real		+ 3,7	+ 2,5	+ 3,6	+ 2,4	+ 3,7	+ 2,9	+ 3,9	+ 4,4	+ 4,2	+ 3,7
Industrieländer		+ 2,8	+ 2,3	+ 3,5	+ 2,1	+ 2,8	+ 1,6	+ 2,7	+ 3,1	+ 2,6	+ 2,3
Erdölexporteure		+ 5,4	+ 0,9	+ 2,1	+ 3,0	+ 3,7	+ 3,0	+ 4,0	+ 5,0	+ 4,5	+ 4,0
Sonstige Entwicklungsländer		+ 5,1	+ 4,2	+ 5,4	+ 6,4	+ 5,0	+ 4,5	+ 5,5	+ 6,0	+ 6,0	+ 5,0
Oststaaten		+ 3,5	+ 2,0	+ 1,7	- 8,0	+ 2,5	+ 2,5	+ 3,5	+ 4,0	+ 4,2	+ 4,2
Ost-Mitteuropa		.	.	.	+ 0,2	+ 3,8	+ 1,6	+ 3,0	+ 3,5	+ 4,0	+ 4,0
Russland		.	.	.	- 9,1	+ 1,9	+ 3,5	+ 4,0	+ 4,5	+ 4,5	+ 4,5
OECD		+ 2,8	+ 2,3	+ 3,5	+ 2,1	+ 2,8	+ 1,6	+ 2,7	+ 3,1	+ 2,6	+ 2,3
USA		+ 3,0	+ 2,6	+ 3,2	+ 2,4	+ 3,6	+ 2,3	+ 3,3	+ 3,5	+ 3,0	+ 2,5
Japan		+ 3,5	+ 3,3	+ 4,6	+ 1,5	+ 1,0	- 1,0	+ 1,0	+ 1,5	+ 2,0	+ 2,5
EU		+ 2,5	+ 1,5	+ 3,1	+ 1,3	+ 2,4	+ 1,3	+ 2,8	+ 3,3	+ 2,5	+ 2,0
Deutschland <sup>2)</sup>		+ 2,4	+ 1,4	+ 2,9	+ 1,6	+ 1,6	+ 0,7	+ 2,3	+ 2,8	+ 2,0	+ 1,5

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

die Erdölförderung jedoch so stark ausgeweitet, dass der Preis angesichts der unelastischen Energienachfrage immer mehr verfiel: Ende 1998 kostete ein Barrel Rohöl nur mehr 9,9 \$.

Diese Erfahrung hat die institutionellen Rahmenbedingungen auf dem Erdölmarkt in zweifacher Hinsicht verändert: Erstens gelang es der OPEC, die Förderdisziplin innerhalb des Kartells nachhaltig zu erhöhen, und zweitens kooperiert die OPEC seit Anfang 1999 erfolgreich mit den anderen erdölexportierenden Ländern. Unter diesen Bedingungen verteuerte sich Erdöl trotz einer fortgesetzten Dollaraufwertung markant: 2000 lag der Barrel-Preis bei 28,0 \$ und ging ungeachtet der Wirtschaftsabschwächung in den Industrieländern 2001 nur auf 23,5 \$ zurück.

Gemäß den Prognoseannahmen können die Erdölproduzenten auch in den kommenden Jahren den Erdölpreis stabilisieren und ihn in kleinen Schritten von 24,5 \$ (2002) auf den OPEC-Referenzpreis von 28 \$ im Jahr 2005 anheben (Übersicht 1). Diese Prognose unterstellt, dass ein militärischer Angriff auf den Irak ausbleibt bzw. dass eine solche Aktion nur von kurzer Dauer ist und keinen schweren Konflikt zwischen der arabischen Welt und den USA nach sich zieht.

Die Preise der sonstigen Rohstoffe (ohne Erdöl) sollten sich nach ihrem starken Rückgang zwischen 1995 und

2001 (-6,2% pro Jahr), der durch die anhaltende Dollaraufwertung mitverursacht war, in den kommenden Jahren erholen. Unter der Annahme, dass der Dollar bis 2004 gegenüber Euro, Yen und Pfund um 2,8% pro Jahr an Wert verliert (im Vergleich zu 2001), dürften sich Nahrungsmittel bis 2006 um durchschnittlich 2,7% und Industrierohstoffe um 1,6% verteuern (Übersicht 1).

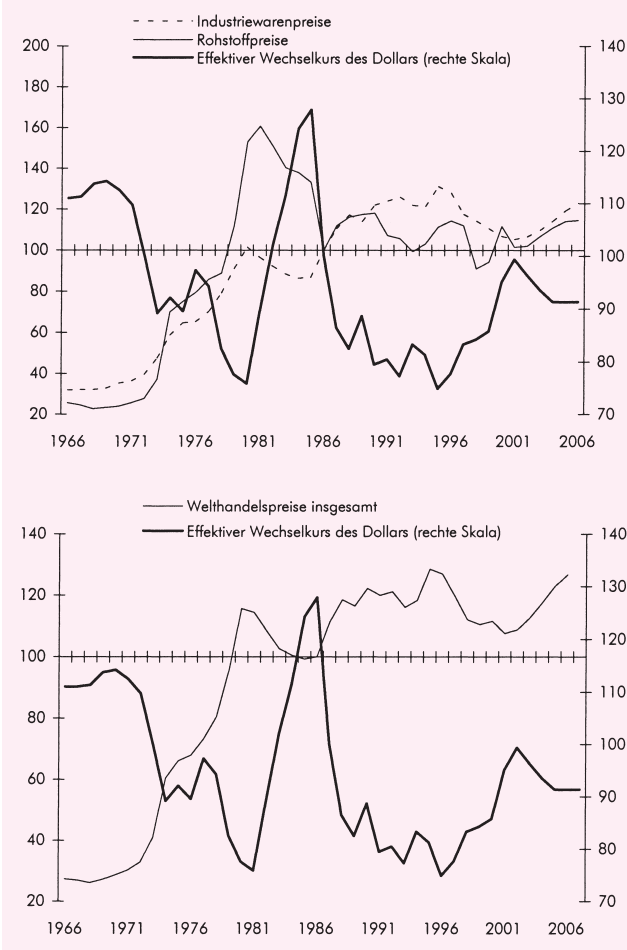
Die Welthandelspreise von Industriewaren (auf Dollarbasis) schwanken markant gegenläufig zum Dollarkurs (Abbildung 7). So sanken sie im Zuge der Dollaraufwertung zwischen 1995 und 2001 um durchschnittlich 3,6% pro Jahr (in dieser Phase gewann der Dollar gegenüber DM, Franc, Pfund und Yen um durchschnittlich 4,8% an Wert). Da die Prognose davon ausgeht, dass der Dollar bis 2004 abwertet, sollten die Welthandelspreise von Industriewaren wieder steigen, und zwar bis 2006 um durchschnittlich 3,1% pro Jahr (Übersicht 1).

## NIEDRIGER REALZINS FÜR INTERNATIONALE SCHULDEN

Abbildung 7 verdeutlicht die Abfolge von Inflationsphasen (1971/1980, 1985/1995) und Deflationsphasen (1980/1985, 1995/2001) im Welthandel, welche in

Abbildung 7: Dollarkurs und Welthandelspreise

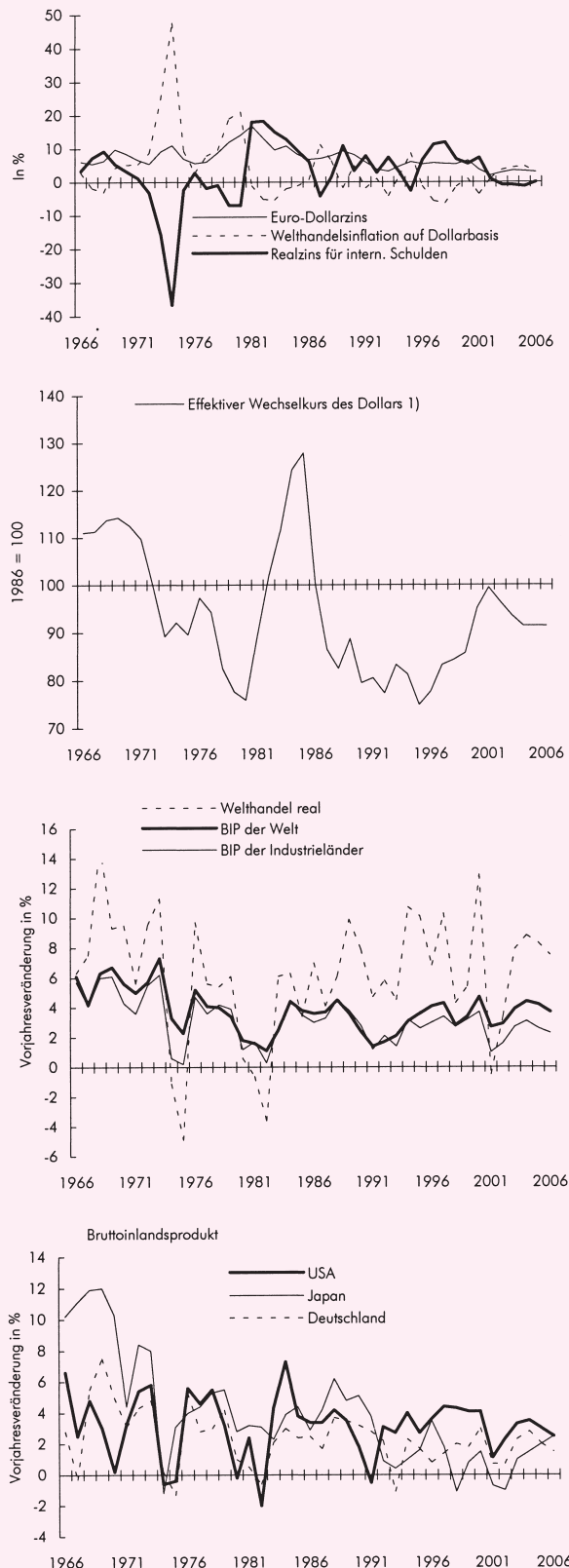
1986 = 100



hohem Maß durch die mittelfristigen Schwankungen des Dollarkurses bestimmt ist. Der ausgeprägte Rückgang der Welthandelspreise seit 1995 – sie sanken auf Dollarbasis bis 2001 um 2,9% pro Jahr – ließ den Realzins für internationale Dollarschulden stark steigen. Er lag in dieser Phase bei durchschnittlich 8,2% (Abbildung 8); besonders hoch war er in den Jahren 1997 und 1998, was zum Entstehen der Finanzkrisen in Ostasien (1997) und Russland (1998) beitrug, aber auch zur nachfolgenden Verschlechterung der Finanzlage in Brasilien und Argentinien.

Bei mittelfristig sinkendem Dollarkurs dürfte sich der Preisauftrieb im Welthandel wieder beleben und im Durchschnitt der Prognoseperiode 3,3% pro Jahr betragen. Da der Euro-Dollarzins (Dreimonatsgeld) aufgrund der lockeren Geldpolitik in den USA nur geringfügig von heuer 2,0% auf 3,5% im Jahr des Konjunkturrückgangs (2004) steigen und danach wieder leicht sinken dürfte, wird der Realzins erstmals seit den siebziger Jahren mittelfristig leicht negativ sein (Abbildung 8, Übersicht 1). Diese Finanzierungsbedingungen werden den Entwicklungsländern die Bedienung ihrer Auslandsschulden erleichtern und lassen den Ausbruch neuer Schuldenkrisen unwahrscheinlich erscheinen.

Abbildung 8: Entwicklungstendenzen der Weltwirtschaft



1) Gegenüber DM, französischem Franc, Pfund, Yen.

## WELTHANDELSWACHSTUM BESCHLEUNIGT SICH

Das mittelfristige Welthandelswachstum wird sich angesichts niedriger Realzinsen und stabiler Erdölpreise von

+6,5% (1995/2001) auf +7,2% (2001/2006) beschleunigen. Die Importdynamik der Industrieländer dürfte annähernd gleich bleiben, jene der anderen Ländergruppen sollte sich hingegen merklich verstärken. Die Erdölexporteure werden ihre Importnachfrage um durchschnittlich 9,0% erhöhen, in erster Linie dank der beträchtlichen Erdölverteuerung seit 1999. Dies wird auch Russland eine kräftige Importausweitung erlauben, insgesamt werden die früheren Planwirtschaften (Oststaaten) ihre Importe um 7,5% pro Jahr steigern. Die nichterdölexportierenden Entwicklungsländer werden

angesichts niedriger Realzinsen für ihre Auslandsschulden ihre Importnachfrage um durchschnittlich 8,2% ausweiten können, deutlich stärker als in der von Finanzkrisen geprägten Periode 1995/2001 (Übersicht 1).

Wie schon in den neunziger Jahren werden die Industrieländer Marktanteile verlieren, ihre Exporte dürften um durchschnittlich 6,5% expandieren und damit merklich schwächer als der Welthandel insgesamt. Am kräftigsten steigern die sonstigen Entwicklungsländer ihre Ausfuhr (+9,0%), aber auch die Oststaaten gewinnen mit einem

### *Stock Market Decline Dampens Economic Growth in the USA*

#### *Medium-term Projections for the World Economy until 2006 – Summary*

The recent stock market losses have significantly heightened the uncertainties regarding the future economic development, particularly in the USA and Europe. The present forecast is based on the assumption that the stock markets will not suffer further losses: first, compared to the peak two years ago, share prices have declined so strongly that the value of the stock companies at current prices approximates their „real“ value (physical capital plus net financial assets); second, the extremely low interest level and the correspondingly high prices of bonds are likely to motivate investors to shift financial assets into relatively cheap equities; third, economic policy-makers will make every effort to calm down stock markets, given that a continuation of the downward drift of the stock markets will not only threaten the fledgling economic recovery but also the retirement system in those countries in which the old-age pension system is based to a considerable extent on the funding principle (such as in the USA). If, as assumed, the recent slide on the stock markets does not continue, the medium-term growth of the world economy will be hardly affected by the developments on the stock markets.

Gross domestic product of the industrialised countries is likely to expand by 2.5 percent per year on average during the period 2001-2006, at a slightly lower pace than during the period 1995-2001. This deceleration is entirely due to a marked slowdown of economic growth in the USA.

During the years from 1995 to 2001, the US economy grew particularly strongly (+3.6 percent), mostly as a result of the boom on the equity markets and the related decline in the saving rate of private households. Even though the saving rate in the USA is expected to rise again (mostly as a reaction to the losses on the stock markets), a continuation of the expansive monetary and fiscal policy (interest rates will remain below the mark of 3 percent; the budget deficit will increase significantly) and a lower dollar exchange rate will sup-

port medium-term growth at a rate of 2.9 percent per year.

At a rate of 2.5 percent per year, the economy in the European Union will continue to grow more slowly than the US economy. There are three main reasons for this divergence. First, interest rates in the euro zone will exceed interest rates in the USA by 1 percentage point on average. Second, fiscal policy will continue to be restrictive, given that the budget deficits of major countries, such as Germany, Italy and France, deviate markedly from the EU's stability targets. Third, growth of EU exports will be dampened by the appreciation of the euro vis-à-vis the dollar (the restrictive economic policy stance increases the dependence of growth in the EU on exports).

Japan's economy will remain sluggish as a result of the problems in the financial sector, the high exchange rate of the yen, the rise in unemployment, and the pessimistic outlook of enterprises and households; during the period 2001-2006, the economic growth rate is unlikely to exceed 1.2 percent on average.

The oil-exporting countries will manage to boost their gross domestic product by 4.1 percent over this period. One of the main factors of this acceleration is the surge in oil prices, which are projected to stay at 26.7 \$ per barrel during the period 2001-2006 on average. The economies of the other developing countries are expected to expand by 5.4 percent per year, with the extremely low real interest rate for dollar denominated debts (-0.4 percent) a major factor. These favourable financing conditions make the outbreak of further debt crises unlikely. The former planned economies will be able to boost economic growth (from 2.5 percent during the period 1995-2001 to 3.7 percent during the period 2001-2006), mostly as a result of shifts of production facilities from the EU to these countries in the course of the EU's eastern enlargement.

Exportwachstum von 7,5% erstmals mittelfristig Exportmarktanteile. Insbesondere die fünf Transformationsländer in Ost-Mitteleuropa (Polen, Tschechien, Ungarn, Slowakei, Slowenien) werden von der Produktionsverlagerung in ihre Regionen im Zusammenhang mit ihrem EU-Beitritt profitieren.

### **VERLANGSAMUNG DES WACHSTUMS IN DEN INDUSTRIELÄNDERN, BESCHLEUNIGUNG IN DEN ANDEREN REGIONEN**

In den Industrieländern wird das mittelfristige Wachstumstempo von +2,8% (1995/2001) auf +2,5% (2001/2006) zurückgehen, in erster Linie wegen der geringeren Dynamik in den USA (Abbildung 8, Übersicht 1). In den anderen Ländergruppen beschleunigt sich hingegen die Expansion (Erdölexporter von +3,7% 1995/2001 auf +4,1% 2000/2001, andere Entwicklungsländer von +5,0% auf +5,4%, Oststaaten von +2,5% auf +3,7%)<sup>3)</sup>. Diese Prognose impliziert eine – wenn auch nur schwache – Konvergenz der Pro-Kopf-Einkommen: Die Wirtschaft der einzelnen Ländergruppen expandiert umso rascher, je niedriger das Ausgangsniveau ist.

<sup>3)</sup> Eine detaillierte Analyse der Wirtschaftslage in den einzelnen Ländern Osteuropas einschließlich einer Prognose bis 2003 findet sich in Pöschl (2002). Zu den makroökonomischen Auswirkungen der EU-Osterweiterung siehe auch Breuss (2001).

Die Aggregation des BIP der vier Ländergruppen ergibt für den Prognosezeitraum ein durchschnittliches Wachstum der Weltwirtschaft von 3,8% pro Jahr. Diese Rate ist geringfügig höher als zwischen 1995 und 2001.

Diese im Licht der jüngsten Entwicklung tendenziell optimistische Prognose hängt von mehreren Annahmen ab. Die Unsicherheit über deren Zutreffen hat in den letzten Wochen deutlich zugenommen. Dies betrifft insbesondere die Annahme, dass die Aktienkurse gegenüber ihrem bis Ende Juli 2002 bereits stark gesunkenen Niveau nicht mehr weiter einbrechen, sowie die Annahme, dass es kein „Erdölpreisschock“ als Folge eines möglichen Angriffs auf den Irak eintritt.

### **LITERATURHINWEISE**

- Breuss, F., PREPARITY – Strukturpolitik und Raumplanung in den Regionen an der mitteleuropäischen EU-Außengrenze zur Vorbereitung auf die EU-Osterweiterung. Teilprojekt 12: Makroökonomische Auswirkungen der EU-Erweiterung auf alte und neue Mitglieder, WIFO, Wien, 2001.
- International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook, Chapter III: Asset Prices and the Business Cycle, Washington, D.C., 2000.
- International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook, Chapter II: Three Essays on How Financial Markets Affect Real Activity, Washington, D.C., 2002.
- Pöschl, J., „Wirkung der weltweiten Wirtschaftsflaute in den MOEL begrenzt“, WIFO-Monatsberichte, 2002, 75(5).
- Schulmeister, St., „Kaufkraftparitäten des Dollars und des Euro“, WIFO-Monatsberichte, 2000, 73(8).
- Shiller, R. J., Irrational Exuberance, Princeton University Press, Princeton, 2000.