

■ WACHSTUMSBESCHLEUNIGUNG IN DER EU, ABSCHWÄCHUNG IN DEN USA, JAPAN BLEIBT NACH- ZÜGLER

MITTELFRISTIGE PROGNOSE DER WELTWIRTSCHAFT BIS 2004

In den USA wächst die Wirtschaft zwischen 2000 und 2004 um durchschnittlich 2,5% pro Jahr und damit langsamer als in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre. In der EU beschleunigt sich das mittelfristige Wachstum hingegen auf 2,6% pro Jahr. Die japanische Wirtschaft dürfte sich nur langsam erholen und bis 2004 um lediglich 2,1% pro Jahr expandieren. Insgesamt werden die Industrieländer ihr BIP in den kommenden 5 Jahren um 2,4% pro Jahr steigern. Die Erholung der Rohstoffpreise, ein sinkender Dollarkurs und niedrige Realzinsen für internationale Schulden lassen die Wirtschaft der anderen Ländergruppen kräftig wachsen (erdölexportierende Länder +3,5%, sonstige Entwicklungsländer +6,0%, Transformationsländer Osteuropas 3,8% pro Jahr).

Die Prognose für die Weltwirtschaftsentwicklung in den kommenden 5 Jahren hängt wesentlich von der Einschätzung folgender Problembereiche ab:

- Wie dynamisch verläuft das Wachstum in den Industrieländern? Bestehen die in den neunziger Jahren markanten Wachstumsdifferenzen innerhalb der „Triade“ USA, EU und Japan fort?
- Wie entwickeln sich der Wechselkurs des Dollars gegenüber Euro und Yen sowie die davon nicht unabhängigen Dollarpreise von Rohstoffen, insbesondere von Erdöl? Welchen Einfluss hat dies auf die Impordynamik der Industrieländer, der Entwicklungsländer sowie der Transformationsökonomien in Osteuropa und damit auf das Wachstum des Welthandels?
- Wie groß ist die Wahrscheinlichkeit einer neuerlichen internationalen Finanzkrise wie zuletzt in Ostasien und Lateinamerika?

Wissenschaftliche Begutachtung:
Markus Marterbauer • Unterstützung
bei Datenaufbereitung und -analyse:
Eva Sokoll • E-Mail-Adressen:
Stephan.Schulmeister@wifo.ac.at,
Eva.Sokoll@wifo.ac.at

Um diese Fragen zu beantworten, wird zunächst die bisherige Entwicklung dieser Indikatoren rekapituliert und ihre wichtigsten Bestimmungsgründe herausgearbeitet.

DIE WACHSTUMSDYNAMIK IN DER „TRIADE“ IN DEN NEUNZIGER JAHREN

Bis Anfang der siebziger Jahre ergab sich eine eindeutige Hierarchie in der Wachstumsdynamik der Industrieländer: Am stärksten expandierte die japanische Wirtschaft vor jener der europäischen Industrieländer – beide Regionen holten gegenüber den wirtschaftlich führenden USA auf. In den siebziger und achtziger Jahren konnte Japan seinen Vorsprung halten, in den (west-)europäischen Volkswirtschaften war die Rate hingegen nur noch gleich hoch wie in den USA.

In den neunziger Jahren veränderte sich die Rangfolge grundlegend: Erstmals in der Nachkriegszeit expandierte die Wirtschaft der USA mittelfristig am stärksten von allen Industrieländern (+2,6% pro Jahr), in der EU wuchs die Gesamtproduktion um nahezu 1 Prozentpunkt pro Jahr langsamer (+1,8%); am schwächsten entwickelte sich die japanische Wirtschaft (+1,5%). Diese Wachstumsdifferenzen vergrößerten sich in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre markant: Zwischen 1994 und 1999 wuchs das BIP in den USA um durchschnittlich 3,6% pro Jahr, in der EU hingegen um nur 2,3%, während es in Japan fast stagnierte (+0,9%).

JAPANS WIRTSCHAFT STAGNIERT

Die schlechte Performance der japanischen Wirtschaft hat zwei Hauptursachen – das Platzen der spekulativen „Blasen“ auf den Aktien- und Immobilienmärkten sowie die enorme Aufwertung des Yen. In der zweiten Hälfte der achtziger Jahre hatten sich die Aktienkurse in Japan nahezu verdreifacht und die Immobilienpreise fast verdoppelt; dabei wurden spekulative Käufe in wachsendem Maß durch Bankkredite finanziert, die mit den gekauften Vermögenswerten besichert wurden. Nicht zuletzt die dramatische Aufwertung des Yen im Lauf des Jahres 1990 (gegenüber dem Dollar zwischen April und November um fast 23%) ließ eine nachhaltige Dämpfung der japanischen Exportdynamik erwarten und trug so wesentlich zum Zusammenbruch des Booms auf den Vermögensmärkten bei. In der Folge verloren die Aktienkurse die Hälfte und die Immobilienpreise ein Drittel ihres Werts.

Diese Entwicklung ließ die Zahl notleidender Kredite der Geschäftsbanken sprunghaft steigen und dämpfte so deren Bereitschaft, neue Kredite zu vergeben. Gleichzeitig schränkten viele Unternehmen und Haushalte angesichts hoher Verschuldung ihre Investitions- bzw. Konsumnachfrage ein. Anders als in der Vergangenheit kompensierte die Exportentwicklung die Schwäche der

Binnennachfrage nicht, in erster Linie infolge der Yen-Aufwertung.

Stagnierende Verbraucherpreise und sinkende Produzentenpreise machten es der Geldpolitik unmöglich, die Deflationstendenz erfolgreich zu bekämpfen. Zwar senkte die Notenbank 1995 den Leitzins auf 0,5%, doch konnte dadurch das Niveau der Realzinsen nicht stark genug reduziert werden, um die Nachfrage von Unternehmen und Haushalten zu stimulieren – Japan war in die keynesianische „Liquiditätsfalle“ geraten (Krugman, 1998).

DER WACHSTUMSVORSPRUNG DER USA GEGENÜBER EUROPA

Aus europäischer Perspektive sind die Wachstumsdifferenzen zwischen den USA und der EU in den neunziger Jahren von besonderem Interesse. Übersicht 1 vergleicht die mittelfristige Entwicklung der Endnachfragekomponenten des BIP und ihrer wichtigsten Bestimmungsfaktoren zwischen den USA und Deutschland als der größten europäischen Volkswirtschaft¹⁾.

Mit einer durchschnittlichen Rate von 2,6% pro Jahr expandierte die Wirtschaft der USA in den neunziger Jahren um 1 Prozentpunkt rascher als das deutsche BIP²⁾. Mit Ausnahme des öffentlichen Konsums wuchsen alle Endnachfragekomponenten in den USA mittelfristig stärker als in Deutschland (privater Konsum +1,3 Prozentpunkte, Bruttoinvestitionen +4,0 Prozentpunkte, Exporte i. w. S. +2,8 Prozentpunkte).

Wegen des hohen Gewichts des privaten Konsums in der Endnachfrage (es beträgt in den USA etwa 70%) und damit seiner großen Bedeutung für Umsatzerwartungen und Investitionsbereitschaft der Unternehmen trug das kräftige und stabile Konsumwachstum in den USA wesentlich zur dynamischen Entwicklung der Wirtschaft bei. Infolge der starken Zunahme der direkten Steuerleistung der privaten Haushalte (+6,1% pro Jahr) nahmen deren verfügbare Einkommen zwar etwas schwächer zu als das BIP, gleichzeitig stieg aber ihre Konsumquote zwischen 1989 und 1999 um 0,6% pro Jahr. Der stetige Rückgang der im internationalen Vergleich sehr niedrigen Sparquote der Haushalte in den

¹⁾ Deutschland wurde auch deshalb als Referenzland herangezogen, weil seine Wirtschaft in institutioneller Hinsicht als typisch für das korporatistische „europäische Modell“ gelten kann. Da relativ detaillierte Zeitreihen verwendet werden, die wegen der Wiedervereinigung einen Bruch aufweisen, beziehen sich die mittelfristigen Wachstumsraten für Deutschland auf die Periode 1991/1999. Sie sind mit den Daten für 1989/1999 für die USA vergleichbar, weil die Wirtschaft der USA schon 1990/91 von einer Rezession erfasst wurde, etwa 2 Jahre früher als Deutschland.

²⁾ In der Periode 1991/1999 betrug die Wachstumsdifferenz sogar 1,6 Prozentpunkte, doch ist dieser Vergleichswert wegen der unterschiedlichen Position im Konjunkturzyklus nach oben verzerrt: Diese Periode umfasst die Rezession in Deutschland 1993, nicht aber jene in den USA 1990/91.

Übersicht 1: Wirtschaftsentwicklung in Deutschland und den USA in den neunziger Jahren

	USA 1989/1999	Deutschland 1991/1999
	Durchschnittliche jährliche Veränderung in %	
<i>BIP real</i>	+ 2,6	+ 1,6
Privater Konsum	+ 2,9	+ 1,6
Öffentlicher Konsum	+ 0,8	+ 1,4
Bruttoinvestitionen real	+ 4,4	+ 0,4
Exporte i. w. S.	+ 6,9	+ 4,1
Importe i. w. S.	+ 8,1	+ 3,9
<i>Inflation</i>		
BIP-Deflator	+ 2,4	+ 2,2
Konsumdeflator	+ 2,6	+ 2,4
<i>Einkommen und Konsum der privaten Haushalte</i>		
Bruttolohnsumme	+ 5,3	+ 2,7
Bruttoeinkommen aus Besitz und Unternehmen	+ 4,1	+ 6,1
Direkte Steuern und Sozialversicherungsbeiträge	+ 6,1	+ 4,4
Transfereinnahmen	+ 6,6	+ 4,2
Verfügbares Einkommen		
Nominell	+ 4,9	+ 3,7
Real	+ 2,2	+ 1,3
Konsumquote	+ 0,6	+ 0,2
Aktienmarktwert	+15,6	+13,3
Aktienkursgewinne (in % des verfügbaren Einkommens)	19,3	6,6
<i>Investitionen und Exporte</i>		
Bruttoinvestitionen real	+ 4,4	+ 0,4
Öffentlicher Sektor	+ 1,4	- 2,0
Privater Sektor	+ 5,0	+ 0,6
Unternehmen	+ 5,7	- 0,1
Wohnbau	+ 3,1	+ 2,3
Geldmarktzins	in % 4,8	5,0
Anleihezins	in % 6,6	6,1
BIP nominell	+ 5,1	+ 3,8
Exporte i. w. S., real	+ 6,9	+ 4,1
Abweichung des Wechselkurses von der Kaufkraftparität der Tradables	in % -18,0	+ 4,8
<i>Beschäftigung</i>		
Selbständige	+ 1,3	- 0,9
Unselbständige	- 0,2	+ 1,1
Privater Sektor	+ 1,8	- 1,1
Öffentlicher Dienst	+ 1,9	- 1,0
Öffentlicher Dienst	+ 1,3	- 1,6
<i>Staatshaushalt</i>		
Ausgaben insgesamt	+ 4,4	+ 3,9
Konsum	+ 3,6	+ 3,4
Sozialtransfers	+ 6,6	+ 4,2
Investitionen	+ 3,2	- 0,8
Zinszahlungen	+ 1,8	+ 7,5
Einnahmen insgesamt	+ 5,6	+ 4,0
Indirekte Steuern	+ 5,1	+ 4,1
Direkte Steuern	+ 6,5	+ 2,8
Unternehmen	+ 5,1	+ 0,9
Haushalte	+ 6,8	+ 3,4
Sozialversicherungsbeiträge	+ 5,1	+ 4,8

Q: WIFO-Datenbank, OECD.

neunziger Jahren (sie wurde 1999 sogar negativ³); Abbildung 1) dürfte im Wesentlichen auf drei Faktoren zurückzuführen sein:

- Die Lohneinkommen wuchsen merklich rascher als die Einkommen aus Besitz und Unternehmung (+5,3% gegenüber +4,1%); da erstere im Durch-

³ Seit der Revision der Volkseinkommensrechnung im Jahr 1999 werden die imputierten Pensionsbeiträge der öffentlich Bediensteten dem Sparen der Haushalte zugerechnet, die revidierte Sparquote ist deshalb um etwa 3 Prozentpunkte höher als zuvor (demnach beträgt die „neue“ Sparquote 1999 etwa 2% statt -0,8%). Da die frühere Berechnung der USA den Konventionen der Volkseinkommensrechnung in den anderen Industrieländern entsprach, wird für den Vergleich mit Deutschland in Abbildung 1 die alte Sparquote der USA verwendet.

schnitt niedriger sind als letztere und dementsprechend eine höhere (marginale) Konsumquote aufweisen, trug diese funktionelle Umverteilung zum Anstieg der gesamten Konsumquote bei.

- Die Fiskalpolitik verfolgte auch das Ziel einer Verringerung der Ungleichheit der personellen Einkommensverteilung. Mit der Steuerreform 1993 wurde der Spitzensteuersatz von 31% auf 42% erhöht und die negative Einkommensteuer für die „working poor“ stark ausgeweitet (OECD, 1993); der „earned income tax credit“ dürfte wesentlich dazu beigetragen haben, dass die Transfereinkommen der Haushalte trotz stark sinkender Arbeitslosigkeit zwischen 1989 und 1999 um 6,6% pro Jahr stiegen. Diese Umverteilung zugunsten von Haushalten mit niedrigem Einkommen und entsprechend hoher Konsumquote förderte das überdurchschnittliche Wachstum der gesamten Konsumnachfrage.
- Der Konsum der einkommenstärkeren Haushalte dürfte durch den enormen Anstieg der Aktienkurse stimuliert worden sein. Der Wert der Aktien aus den USA (zu laufenden Kursen) stieg zwischen 1989 und 1999 um 15,6% pro Jahr, die jährliche Wertsteigerung (absolut) betrug im Durchschnitt 19,3% des verfügbaren Haushaltseinkommens⁴).

Die starke Erhöhung ihres Vermögens durch Aktienkurssteigerungen dürfte viele Haushalte veranlasst haben, ihr Sparen aus dem laufenden Einkommen zu senken – insbesondere das Vorsorgemotiv verlor an Bedeutung. Gleichzeitig stiegen die Erträge der Pensionsfonds durch den Aktienboom und damit die Pensionszahlungen sowie indirekt die Konsumausgaben ihrer Empfänger.

Die reale Investitionsnachfrage expandierte in den USA 1989/1999 um insgesamt 4,4% pro Jahr. Am stärksten erhöhten sich die Investitionen der Unternehmen (+5,0%), aber auch der Wohnbau (+3,1%) und die öffentlichen Investitionen (+1,4%) nahmen deutlich zu. Drei Faktoren förderten die dynamische Realkapitalbildung in den USA besonders:

- Die Notenbank (Fed) verfolgt eine pragmatische Geldpolitik, welche sich nicht nur an der Inflationsbekämpfung, sondern auch am Wachstum von Produktion und Beschäftigung orientierte. Der von ihr gesteuerte Geldmarktzins – die wichtigste Determinante der Bankkreditzinsen – lag im Durchschnitt der neunziger Jahre um 0,3 Prozentpunkte unter der nominalen Wachstumsrate; dies erleichterte den Unterneh-

⁴ Diese Relation illustriert lediglich die quantitative Bedeutung der Bewertungsgewinne, sie ist schon wegen der vom Ausland gehaltenen Aktien kein Schätzwert für den Aktienvermögenszuwachs der privaten Haushalte in den USA. Berücksichtigt man allerdings auch indirekte Beteiligungen wie insbesondere durch institutionelle Anleger wie Pensionsfonds, so dürfte der Besitz von Aktien aus den USA zum Großteil den privaten Haushalten in den USA zuzurechnen sein.

men die Fremdfinanzierung ihrer Investitionen erheblich. In den ersten drei Jahren nach der Rezession 1990/91, als der Aufschwung noch nicht selbsttragend geworden war, hielt die Fed die Zinsen sogar auf dem niedrigsten Niveau der Nachkriegszeit (der Geldmarktzins lag 1992 bis 1994 um etwa 2 Prozentpunkte unter der Wachstumsrate; Abbildung 1). Diese Politik förderte auch eine weitere Abwertung des Dollars und damit das Wachstum der Exporte.

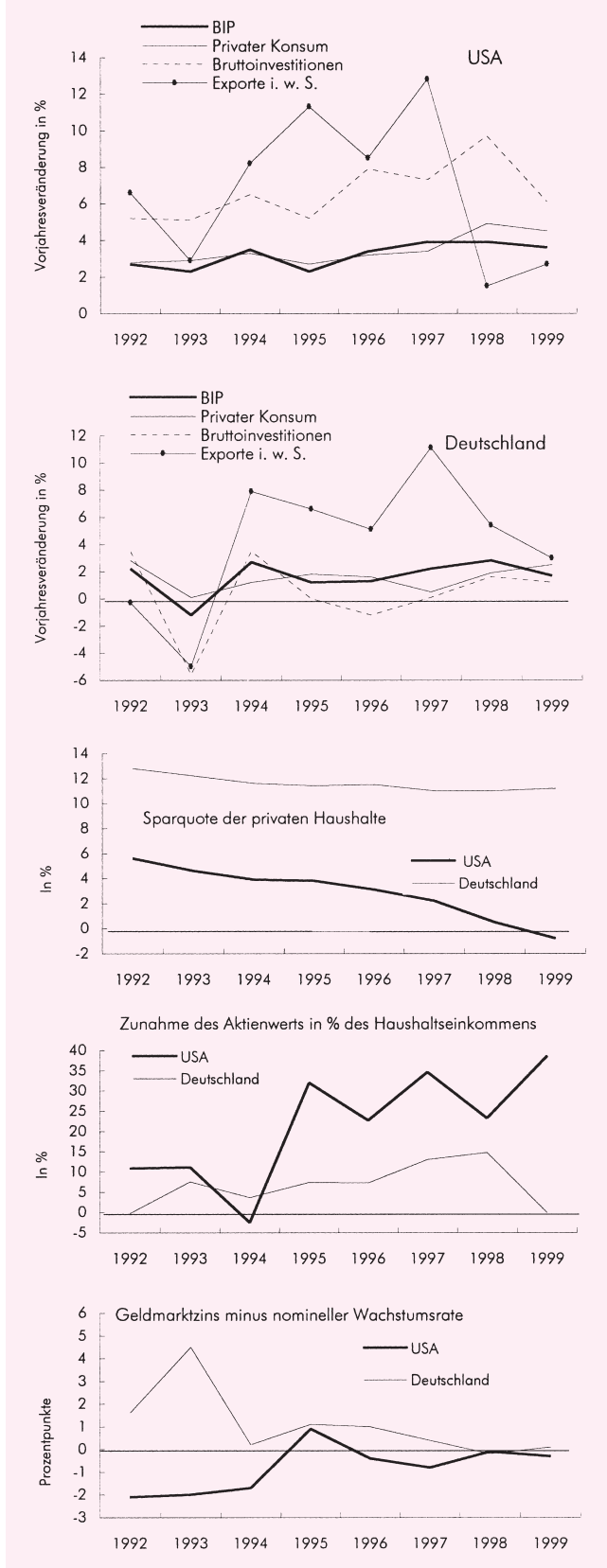
- Die kräftige und stabile Expansion der Konsumnachfrage und die damit verbundene Erwartung weiterhin steigender Umsätze stärkte die Investitionsbereitschaft der Unternehmen.
- Dies gilt insbesondere auch für die rasche Zunahme der Exporte von Gütern und Dienstleistungen (1989/1999 +6,9% pro Jahr). Zwar werden nur etwa 12% des BIP der USA exportiert, doch stimuliert die Exportnachfrage spezifisch den technologischen „core sector“ einer Volkswirtschaft, nämlich die Industrie und die mit ihr vernetzten Dienstleistungsbereiche. Die wichtigste Ursache der Exportdynamik besteht in der starken Unterbewertung des Dollars gegenüber den Währungen der anderen Industrieländer seit Mitte der achtziger Jahre⁵⁾. Seither steigerten die USA ihren Anteil an den Gesamtexporten aller Industrieländer von 14% auf 21% (Abbildung 3).

Die Budgetkonsolidierung erfolgte in den USA sowohl einnahmen- als auch ausgabenseitig. Die Staatseinnahmen stiegen zwischen 1989 und 1999 um 5,6% pro Jahr (um 0,5 Prozentpunkte rascher als das nominelle BIP), wobei sich die Einnahmen aus direkten Steuern wesentlich stärker erhöhten als jene aus indirekten Steuern (die direkte Steuerleistung von Unternehmen und Haushalten nahm etwa gleich stark zu). Die Staatsausgaben stiegen um 4,4% pro Jahr – zwar schwächer als das BIP, aber stark genug, um einen realen Zuwachs von Konsum und Investitionen des Staates zu ermöglichen. Deutlich überdurchschnittlich wuchsen die Sozialtransfers (+6,6% pro Jahr).

Mit diesem Policy-Mix gelang es den USA, den Staatshaushalt ohne spezielle Sparpakete und damit nachfragechonend zu konsolidieren: Der Saldo aller öffentlichen Haushalte drehte sich von einem Defizit von 4,4% des BIP (1992) in einen Überschuss von 1,9% (1999).

Das kräftige und stabile Wirtschaftswachstum war die wichtigste Ursache der deutlichen Zunahme der Zahl unselbständig Beschäftigter (1989/1999 +1,8% p. a.). Dazu trug freilich auch das schwache Wachstum der Arbeitsproduktivität bei (+0,8% pro Jahr).

Abbildung 1: Nachfragedynamik in Deutschland und den USA

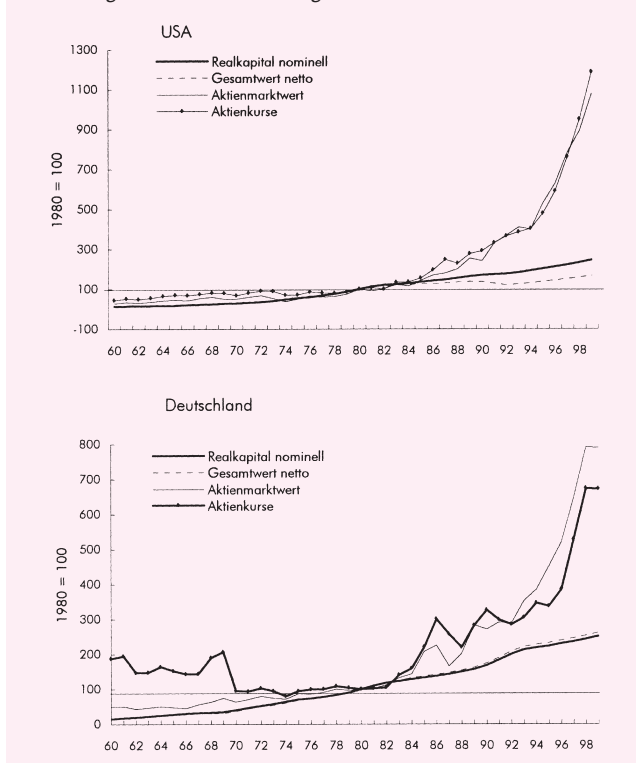


DIE WACHSTUMSSCHWÄCHE DER DEUTSCHEN WIRTSCHAFT

Die Entwicklung der Endnachfragekomponenten und ihrer wichtigsten Bestimmungsgründe unterschied sich in

⁵⁾ Sie ist gemessen an der Kaufkraftparität auf Basis eines Warenkorbs von Tradables (international gehandelten Gütern und Dienstleistungen) merklich höher als auf Basis des BIP (Schulmeister, 2000).

Abbildung 2: Wert der Aktiengesellschaften



den neunziger Jahren in Deutschland markant von jener in den USA.

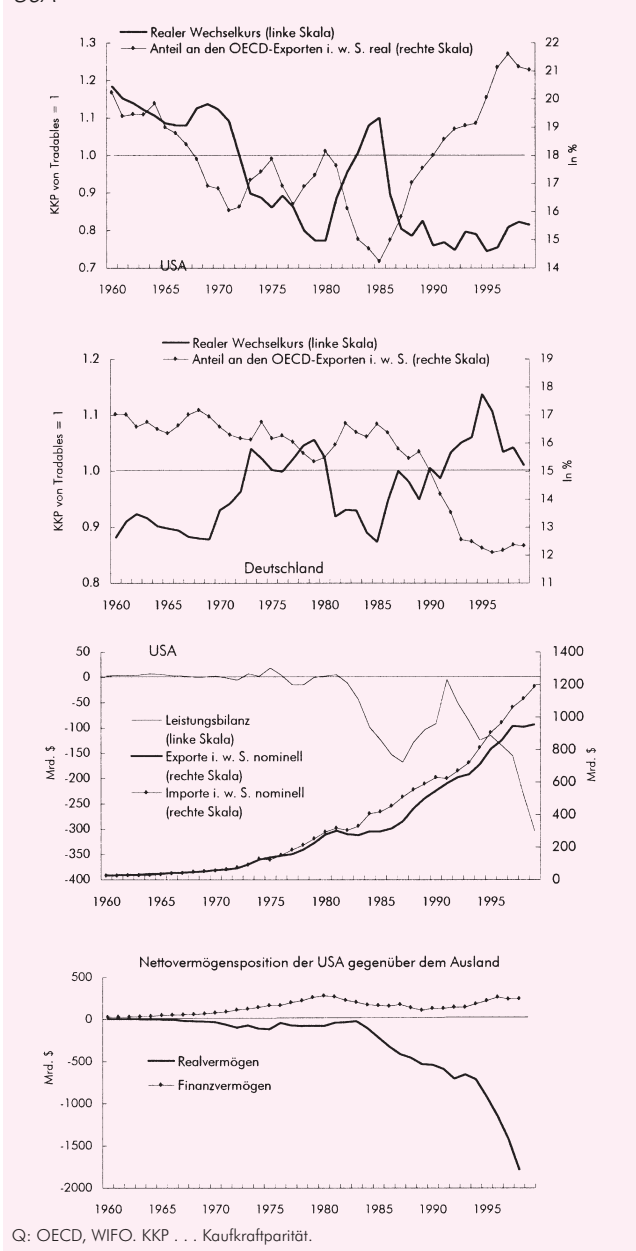
Der private Konsum nahm zwischen 1991 und 1999 um nur 1,6% pro Jahr zu. Drei Entwicklungen dürften das Konsumwachstum gedämpft haben: Die Lohneinkommen stiegen um nur 2,7% pro Jahr (nominell) und damit kaum halb so stark wie die Einkommen aus Besitz und Unternehmung (+6,1%). Die direkte Steuerleistung und die Sozialversicherungsbeiträge der privaten Haushalte (+4,4%) erhöhte sich viel stärker als die direkte Steuerleistung der Unternehmen (+0,9%), und die Transfererinnahmen der Haushalte wuchsen trotz stark steigender Arbeitslosigkeit um nur 4,2% pro Jahr (die fiskalpolitische Dämpfung der Kaufkraft der privaten Haushalte war in hohem Maß durch die Konsolidierungsmaßnahmen zur Erreichung der Maastricht-Kriterien bedingt).

Der Aktienwert stieg zwar auch in Deutschland infolge markanter Kurssteigerungen stark (1991/1999 +13,3% pro Jahr), doch stimulierte dies die Konsumnachfrage aus zwei Gründen nicht nennenswert: Der Aktienbesitz ist in Deutschland viel weniger breit gestreut als in den USA, und private Pensionsfonds haben in Deutschland geringe Bedeutung⁶⁾.

Die Gesamtinvestitionen stagnierten in Deutschland in den neunziger Jahren real nahezu (1991/1999 +0,4% p. a.), lediglich der Wohnbau expandierte (+2,3%

⁶⁾ Überdies verhindert das Niedrigwertprinzip, dass Bewertungsgewinne durch Aktienkurssteigerungen die buchhalterischen Gewinne von Pensionsfonds und damit auch ihre Pensionszahlungen erhöhen.

Abbildung 3: Entwicklung der Exporte Deutschlands und der USA

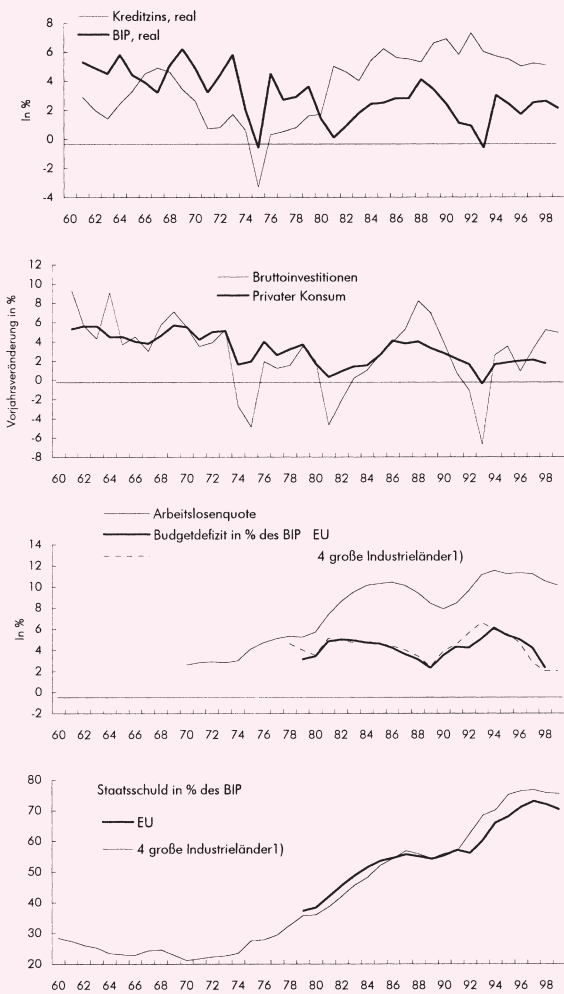


Q: OECD, WIFO. KKP . . . Kaufkraftparität.

p. a.); allerdings beschränkten sich die Zuwächse auf die ersten Jahre nach der Wiedervereinigung, seit 1996 sind die Wohnbauinvestitionen rückläufig. Die Realkapitalbildung der Unternehmen ging leicht und jene des Staates deutlich zurück (-0,1% bzw. -2,0%).

Die schwache Investitionsentwicklung wurde durch eine relativ restriktive Geldpolitik mitverursacht: Zwischen 1991 und 1999 lag der Geldmarktzins um durchschnittlich 1,2 Prozentpunkte über der nominellen Wachstumsrate, zu Beginn der neunziger Jahre trug die Hochzinspolitik der Bundesbank überdies zum Zusammenbruch des Systems fester EWS-Kurse 1992 sowie zum Ausmaß der Rezession 1993 bei (Abbildung 1). Die Investitionsbereitschaft der Unternehmen wurde zusätzlich durch die schwache Konsumententwicklung und den bis 1995 deutlichen Anstieg des DM-Wechselkurses sowie die da-

Abbildung 4: Entwicklung der Wirtschaft in den 15 EU-Ländern



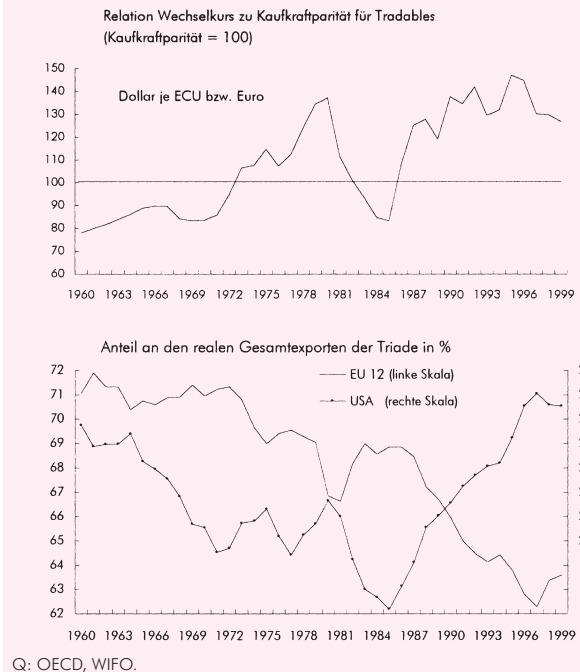
1) Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien.

mit verbundenen Marktanteilsverluste im Export gedämpft (Abbildung 3).

Das niedrige Wirtschaftswachstum war in Deutschland die wichtigste gemeinsame Ursache für die unzureichenden Erfolge in der Budgetkonsolidierung und den Anstieg der Arbeitslosigkeit: Trotz erheblicher Sparbemühungen verringerte sich das Budgetdefizit zwischen 1991 und 1999 lediglich von 3,3% des BIP auf 1,6%, die Arbeitslosenquote stieg von 6,7% auf 10,7%. Die Zahl unselbständig Beschäftigter sank zwischen 1991 und 1999 um 1,1% pro Jahr (trotz schwachen Wirtschaftswachstums nahm die Arbeitsproduktivität um durchschnittlich 2,7% zu und damit wesentlich stärker als in den USA). Besonders ausgeprägt war der Rückgang der Beschäftigung im öffentlichen Dienst (-1,6% pro Jahr). Im Gegensatz zu den USA erhöhte sich die Zahl der selbständig Erwerbstätigen (+1,1%).

Das hohe Zinsniveau und die Entwicklung der realen Wechselkurse beeinträchtigten die Wachstumsdynamik nicht nur in Deutschland, sondern in der gesamten EU, und zwar schon seit den achtziger Jahren (Abbildung

Abbildung 5: Realer Wechselkurs des ECU bzw. Euro und Exportdynamik in der EU und in den USA



Q: OECD, WIFO.

gen 4 und 5). Die Kreditzinsen liegen seit fast 20 Jahren markant über der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate (im Gegensatz zu den sechziger und siebziger Jahren). Dies schränkte den Fremdfinanzierungsspielraum der Unternehmen und damit ihre Investitionsnachfrage ein (Schulmeister, 1996). Der Rückgang des Finanzierungsdefizits des Unternehmenssektors trug wesentlich zum Anstieg des Defizits der öffentlichen Haushalte bei, was gemeinsam mit dem überdurchschnittlichen Wachstum des Zinsendienstes die Staatsverschuldung rascher steigen ließ als das BIP (Abbildung 4).

Seit Mitte der achtziger Jahre ist überdies der ECU bzw. Euro gegenüber dem Dollar auf Basis eines Warenkorbs von Tradables markant überbewertet. Dies war der wichtigste Grund für die ausgeprägten Verluste von Exportmarktanteilen der EU und noch höhere Marktanteilsgewinne der USA (Abbildung 5; in erster Linie als Folge des zunehmend überbewerteten Yen erlitt auch Japan seit Ende der achtziger Jahre erhebliche Marktanteilsverluste).

Ein makroökonomischer Befund ergibt somit vier Hauptursachen des Wachstumsvorsprungs der USA gegenüber Europa in den neunziger Jahren:

- Die Fiskalpolitik der USA stützte die Kaufkraft der einkommenschwachen Schichten mit hoher Konsumneigung und erhöhte das Steueraufkommen primär auf Kosten der Bestverdiener. Die Sparpolitik dämpfte hingegen in den meisten EU-Ländern das Wachstum der Sozialausgaben und damit auch die Kaufkraft der Schichten mit überdurchschnittlicher Konsumquote (gleichzeitig wurden die Steuersätze für Unternehmen

sowie für die best verdienenden Haushalte in vielen Ländern gesenkt).

- Die Geldpolitik der USA orientierte sich nicht nur am Ziel der Geldwertstabilität, sondern berücksichtigte in höherem Maß als die Bundesbank bzw. die EZB auch das Wachstum von Produktion und Beschäftigung.
- Die boomenden Aktienkurse stimulierten die Konsumnachfrage in den USA viel stärker als in Europa, in erster Linie wegen der relativ breiten Streuung des Aktienbesitzes in den USA sowie wegen der größeren Bedeutung der Pensionsfonds als in Europa.
- Die ausgeprägte Unterbewertung des Dollars und die entsprechende Überbewertung des ECU bzw. Euro (gemessen an der Kaufkraftparität für Tradables) stimulierten die Exportdynamik der USA und dämpften jene der EU. Überdies beeinträchtigte die Instabilität der EWS-Wechselkurse zwischen 1992 und 1998 die Expansion der Außenwirtschaft der EU-Länder insgesamt.

AKTIENBOOM UND AUSLANDSVERSCHULDUNG DER USA ALS DESTABILISIERUNGSPOTENTIAL

Sowohl der in den USA besonders ausgeprägte Aktienboom als auch die Entwicklung von Dollarkurs und Leistungsbilanz der USA bergen ein beträchtliches Destabilisierungspotential für die künftige Wirtschaftsentwicklung.

In den neunziger Jahren übertraf die Bewertung des „corporate business“ in den USA durch die Aktienmärkte (ausgedrückt durch den Marktwert aller Aktien zu laufenden Kursen) den Nettogesamtwert aller Aktiengesellschaften aufgrund der Flow-of-Funds-Rechnung der Fed in noch nie da gewesenem Maß (Abbildung 2⁷⁾): Zwischen 1989 und 1999 stieg der Aktienmarktwert insgesamt um 326,4%, der Wert des Realkapitalstocks hingegen um nur 50,4% und der Nettogesamtwert um nur 20,9% (diese Differenz ergibt sich aus einem Rückgang der Grundstückspreise Anfang der neunziger Jahre und einem Anstieg der Verschuldung der Aktiengesellschaften).

Die Diskrepanz zwischen dem Unternehmenswert auf Basis der Aktienkurse und auf Basis von Bilanzdaten deutet auf eine Überbewertung der Aktienkurse in den USA hin, wenn sie auch im obigen Vergleich überzeichnet sein mag. Zwar kann der Unternehmenswert als

⁷⁾ Der Nettogesamtwert zu laufenden Preisen ergibt sich aus einer aggregierten Bilanz aller Aktiengesellschaften; er umfasst den Realkapitalstock zu Wiederbeschaffungskosten und sonstige Assets wie Grundstücke oder Finanzaktiva, abzüglich der Finanzverbindlichkeiten. Die Daten werden von der Fed in ihrer vierteljährlichen Publikation „Flow of Funds Accounts of the United States“ veröffentlicht (<http://www.bog.frb.fed.us/releases/Z1/Current>).

Summe der diskontierten künftigen Gewinne stärker steigen, als in den Bilanzdaten zum Ausdruck kommt (nicht zuletzt weil letztere das Humankapital nicht erfassen), doch dürfte dies das Ausmaß und die Beschleunigung der Aktienkurssteigerungen in den USA nicht hinreichend erklären⁸⁾.

Auch der historische Höchststand der Kurs-Gewinn-Relationen deutet auf eine Überbewertung der Aktien aus den USA hin. Beträgt diese Relation z. B. 25 (für viele Aktien aus den USA ist sie noch höher), so liegt die „reine“ Dividendenrendite bei lediglich 4%. Damit die Renditeerwartungen bzw. -ansprüche der Anleger erfüllt werden können (einschließlich einer mit dem Grad der Überbewertung steigenden Risikoprämie), müssen die Aktienkurse weiter steigen, wodurch sich wiederum ihre Überbewertung erhöhen kann. Die Erfahrungen der letzten vier Jahrzehnte deuten darauf hin, dass Aktienkurse im Vergleich mit der Realkapitalbildung entweder zu langsam oder zu rasch steigen (Abbildung 2): So nahmen sie bei starkem Wirtschaftswachstum und hoher Realkapitalrendite (1960/1973) in den USA um nur 5,6% pro Jahr zu (in Deutschland gingen die Kurse sogar zurück); umgekehrt stiegen die Aktienkurse seit 1980 in den USA um 13,9% und in Deutschland um 10,5% pro Jahr, obwohl die Wirtschaftsdynamik und die Realkapitalrenditen viel geringer waren als in den sechziger Jahren.

Aus diesen Gründen erscheint eine „Korrektur“ des Aktienkursniveaus in den USA in den kommenden Jahren wahrscheinlich, wenn auch Zeitpunkt, Ausmaß und Dauer eines Rückgangs der Aktienkurse nicht prognostiziert werden können.

Den zweiten Problembereich für die künftige Wirtschaftsentwicklung bildet der enorme Anstieg der Auslandsverschuldung der USA – ihre Nettofinanzverbindlichkeiten werden 1999 2.000 Mrd. \$ übersteigen (Abbildung 3). Trotz einer ausgeprägten Unterbewertung des Dollars und starker Marktanteilsgewinne im Export wuchsen die Gesamtimporte der USA seit 1990 fast durchwegs rascher als ihre Exporte, das Leistungsbilanzdefizit beträgt 1999 mehr als 300 Mrd. \$.

Für diese Entwicklung waren im Wesentlichen drei Gründe bestimmend: Die Binnennachfrage der USA wuchs wesentlich rascher als jene der anderen Industrieländer; ein steigender Teil der Importe der USA dürfte zudem auf teure Konsumgüter entfallen, die von den oberen Einkommenschichten nachgefragt werden (weitgehend unabhängig von ihrem Preis). Die USA können letztlich als Leitwährungsland ihr Leistungsbilanzdefizit

⁸⁾ Der fundamentale Gleichgewichtskurs von Aktien ergibt sich als Gegenwartswert aller für die Zukunft erwarteten Gewinne; er lässt sich empirisch nicht quantifizieren, weil die tatsächlichen Erwartungen über die langfristige Entwicklung der Gewinne der Aktiengesellschaften und über den Zinssatz als Diskontierungsfaktor nicht messbar sind.

durch Schuldtitel in eigener Währung finanzieren. Da das Defizit somit auch institutionell bedingt ist, nämlich durch die Doppelrolle des Dollars als nationale Währung der USA und als Weltwährung, wird es in den nächsten Jahren bestehen bleiben und die Auslandsschuld der USA immer weiter steigen lassen. Dies könnte das Vertrauen in die Stabilität des Dollars schwächen und seinen Wechselkurs wieder deutlich sinken lassen.

DOLLARKURS UND ERDÖLPREISE IN DEN NEUNZIGER JAHREN

Da der Dollar die Leitwährung der Weltwirtschaft ist, notieren alle wichtigen Rohstoffe, insbesondere Erdöl, in Dollar. Deshalb beeinflussen die Schwankungen des Dollarkurses ceteris paribus nicht nur die Terms-of-Trade zwischen den USA und den anderen Ländern, sondern zwischen jedem Länderpaar, und zwar in Abhängigkeit vom Anteil der Rohstoffe an den Gesamtexporten bzw. -importen. Sinkt etwa der Wechselkurs des Dollars gegenüber der DM, so verschlechtern sich die Terms-of-Trade ceteris paribus nicht nur für die USA, sondern etwa auch für Saudi-Arabien: Die Dollarpreise von Importen aus Deutschland steigen, während der Dollarpreis von Erdöl konstant bleibt.

In den siebziger Jahren konnten die Erdölproduzenten dank ihrer großen Marktmacht (organisiert in der OPEC) auf die ausgeprägten Dollarabwertungen und die damit verbundene Verschlechterung ihrer Einkommensposition mit einer Erdölverteuerung reagieren (1973 und 1979).

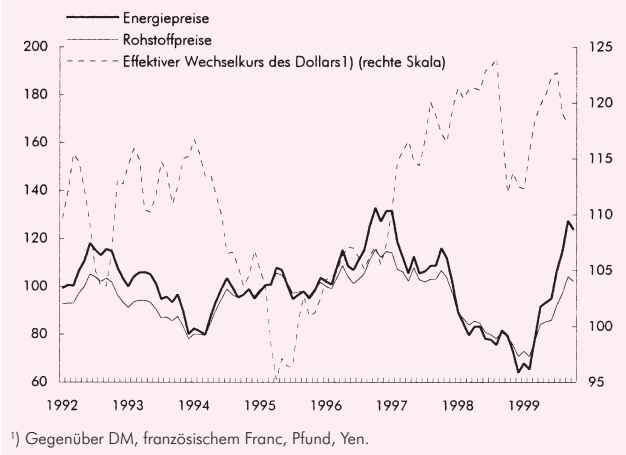
Je schwächer die OPEC wurde (sowohl durch Marktanteilsverluste als auch durch eine abnehmende Förderdisziplin ihrer Mitglieder), desto stärker reagierten einzelne Erdölproduzenten auf Dollarkursschwankungen mit verzögerter Mengenanpassung. Diese verursachten angesichts der geringen Preiselastizität der Energienachfrage eine zur ursprünglichen Dollarkursentwicklung gegenläufige Veränderung der Erdölpreise.

Die Schwankungen der Erdölpreise in den neunziger Jahren lassen sich durch dieses Verhaltensmuster zumindest teilweise erklären (Abbildung 6). So dürfte die beträchtliche Dollarabwertung zwischen Anfang 1994 und Mitte 1995 dazu beigetragen haben, dass die Erdölpreise zwischen Mitte 1995 und Ende 1996 deutlich stiegen. Umgekehrt ließen die Dollaraufwertung zwischen Mitte 1995 und Mitte 1997 (die stärkste seit den frühen achtziger Jahren) und die damit verbundene reale Erdölverteuerung aufgrund forcierter Erdölförderung ein Überangebot entstehen, welches den Verfall der Erdölpreise seit Ende 1996 verursachte (dieser wurde durch die Wirtschaftskrise in Ostasien verstärkt).

Der extrem niedrige Erdölpreis in Dollar und die neuerliche Dollarabwertung in der zweiten Jahreshälfte 1998

Abbildung 6: Dollarkurs und Rohstoffpreise

1995 = 100



veranlassten die Erdölexporteure zu deutlichen Produktionseinschränkungen, welche im Lauf des Jahres 1999 eine Verdoppelung des Erdölpreises nach sich zogen, gefördert durch eine merkliche Erholung der Weltkonjunktur (Abbildung 6).

DER REALZINS FÜR INTERNATIONALE SCHULDEN UND DIE FINANZKRISEN DER NEUNZIGER JAHRE

Wie Abbildung 7 zeigt, entwickeln sich nicht nur die Preise der Rohstoffe, sondern auch jene der Industriewaren auf Dollarbasis gegenläufig zum Wechselkurs der Weltwährung (letzteres ergibt sich zwingend aus einer Umrechnung der Exportpreise von den nationalen Währungen der Herkunftsländer in Dollar).

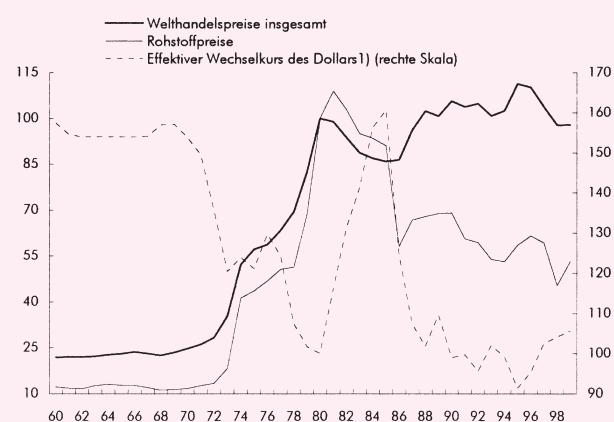
Im gesamten Welthandel zeigt sich deshalb eine Abfolge von Inflations- und Deflationsphasen, welche in hohem Maß durch die Schwankungen des Dollarkurses bestimmt ist: In den siebziger Jahren sank der Dollarkurs, und die Welthandelspreise stiegen stark; zwischen 1980 und 1985 trug die Dollaraufwertung wesentlich zur Deflation im Welthandel bei; zwischen 1985 und 1995 sank der Dollarkurs, und die Welthandelspreise erholten sich. Die Periode zwischen 1995 und 1998 war wiederum durch eine ausgeprägte Deflation charakterisiert – der Dollarkurs stieg gegenüber den vier anderen wichtigen Reservewährungen (DM, französischer Franc, Pfund, Yen) um 13,9%, die Welthandelspreise sanken um 12,2%.

Diese Entwicklung ließ den Realzins für internationale Dollarschulden seit 1995 stark steigen⁹⁾: Zwischen 1996 und 1998 lag er im Durchschnitt bei 8,6%, zwischen 1990 und 1995 hatte er nur 3,5% betragen (Ab-

⁹⁾ Er errechnet sich als Differenz zwischen dem nominellen Dollarzins und den Exportpreisen auf Dollarbasis, da Auslandsschulden aus den Exporterlösen in Dollar bedient werden müssen.

Abbildung 7: Dollarkurs und Welthandelspreise

1980 = 100



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

bildung 8). Davon waren die Entwicklungsländer am stärksten betroffen (ihre Auslandsschulden werden überwiegend in Dollar gehalten) – insbesondere jene, die sich im Laufe der neunziger Jahre international am stärksten verschuldet hatten: die dynamischen Volkswirtschaften in Ostasien (den Beitrag der Entwicklung von Dollarkurs und Realzins zur Entstehung der Finanzkrisen in Ostasien untersucht *Schulmeister, 1998*).

PROGNOSE DER WIRTSCHAFTSENTWICKLUNG IN DEN INDUSTRIELÄNDERN

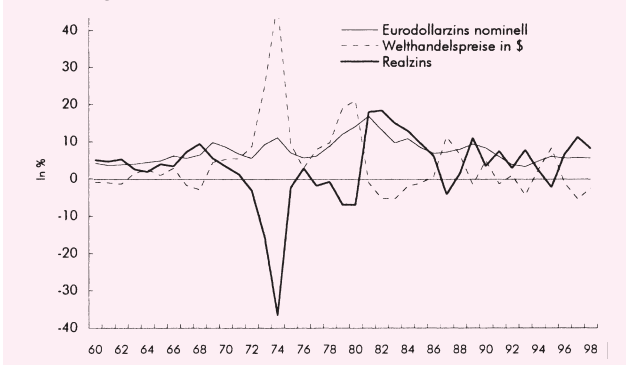
Der Wachstumsprozess wird sich in den USA im Prognosezeitraum in zwei Bereichen von jenem der vergangenen 5 Jahre unterscheiden: Der Aktienboom dürfte sich nicht im bisherigen Tempo fortsetzen, und der Wechselkurs des Dollars wird sich angesichts der markanten Zunahme des Leistungsbilanzdefizits der USA wieder abschwächen.

Die Prognose nimmt an, dass das Kursniveau der Aktien aus den USA in den nächsten zwei Jahren korrigiert wird, dank einer raschen Lockerung der Geldpolitik aber nicht dramatisch. Allerdings wird der (nicht quantifizierbare) Rückgang der Aktienkurse auch ihre mittelfristige Dynamik dämpfen, sie dürfte merklich schwächer ausfallen als in den neunziger Jahren.

Die Korrektur auf den Aktienmärkten der USA wird das Wachstum der Konsumnachfrage der privaten Haushalte und damit auch der Gesamtnachfrage dämpfen; die Prognose geht davon aus, dass das BIP im kommenden Jahr noch um 3,0%, 2001 aber um nur noch 2,0% wächst (Abbildung 9). Drei Entwicklungen tragen dazu bei, dass die Wachstumsabschwächung in den USA nur gering und von kurzer Dauer sein wird:

- Eine expansive Geldpolitik lässt den Geldmarktzins und damit auch den für internationale Dollarkredite

Abbildung 8: Realzins für internationale Schulden



maßgeblichen Eurodollarzins vom Höchststand im Jahr 2000 um 1½ Prozentpunkte auf 4% im Jahr 2002 sinken. Dies begrenzt den Aktienkursrückgang und stützt die reale Investitionsnachfrage.

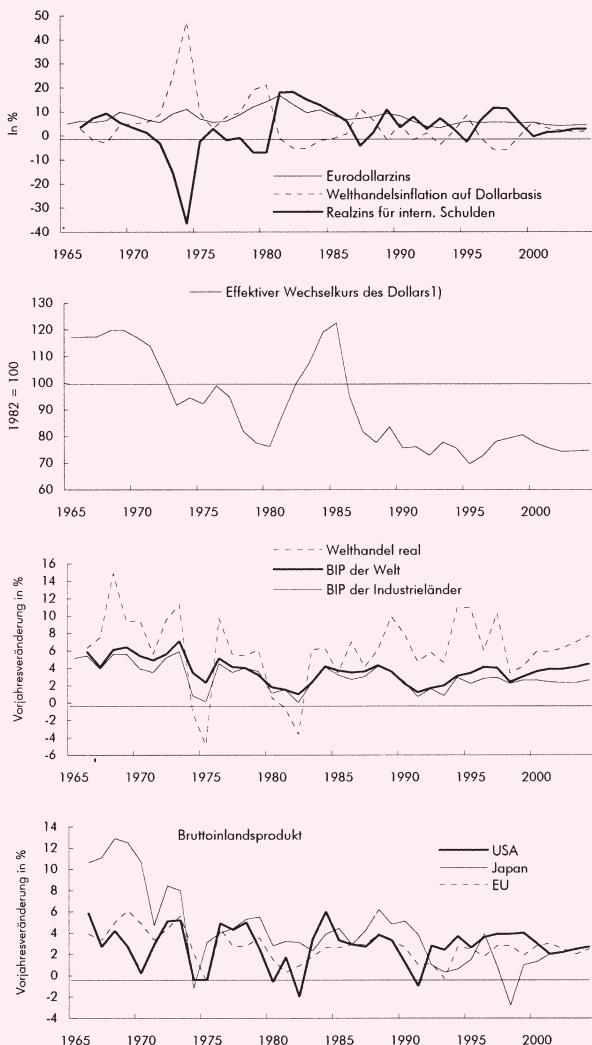
- Der Rückgang der Dollarzinsen bei gleichzeitig leicht steigenden Euro-Zinsen und das Ausmaß von Leistungsbilanzdefizit und Auslandsverschuldung der USA ziehen eine neuerliche Dollarabwertung nach sich; die Prognose nimmt an, dass der Wechselkurs des Euro von 1,07 \$ (1999) auf 1,14 \$ (2002) steigt. Auch gegenüber dem Yen dürfte der Dollar an Wert verlieren. Diese Entwicklung lässt den Exportmarktanteil der USA nach dem leichten Rückgang 1998/99 wieder steigen und stärkt damit indirekt auch die Investitionsbereitschaft der Unternehmen.
- Die hohen Budgetüberschüsse erlauben es der Fiskalpolitik, auf die Wachstumsabschwächung mit expansiven Impulsen zu reagieren, sei es durch Steuersenkungen oder Ausgabensteigerungen, insbesondere im Bereich des Gesundheits- und Bildungswesens.

Unter diesen Bedingungen erhöht sich das Wirtschaftswachstum in den USA bis 2004 wieder auf 2,7%. Im gesamten Prognosezeitraum expandiert das BIP der USA um durchschnittlich 2,5% pro Jahr, etwa so rasch wie zwischen 1989 und 1999, aber merklich langsamer als in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre (+3,6%).

Im Gegensatz zu den USA befindet sich die Wirtschaft der EU in einer zyklischen Aufschwungsphase. Nach der Wachstumsabschwächung um die Jahreswende 1998/99 gewann die Wirtschaft in den EU-Ländern in der zweiten Jahreshälfte 1999 wieder an Dynamik: Das Wachstum der Exporte (insbesondere in die USA und nach Ostasien) beschleunigte sich kräftig und stärkte das Vertrauen der Unternehmer in die weitere Umsatzentwicklung. Dies sollte sich 2000 und 2001 in der Investitionstätigkeit niederschlagen.

Die Vertrauensindikatoren der privaten Haushalte verbessern sich in der EU bereits seit 1996 stetig, nicht zuletzt wegen des allmählichen Rückgangs der Arbeitslosigkeit; dementsprechend kräftig wuchs der private Konsum 1998 und 1999 (+2,8% bzw. +2,7%). Bei weiter

Abbildung 9: Entwicklungstendenzen der Weltwirtschaft



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

sinkender Arbeitslosigkeit dürfte die Konsumnachfrage 2000 und 2001 noch etwas stärker expandieren (+3% pro Jahr).

Unter diesen Bedingungen sollte sich der Aufschwung in der EU bis 2001 fortsetzen, das BIP dürfte 2000 um 2,8% und 2001 um 3,0% expandieren. Die vom Export ausgehenden Impulse werden von der Binnennachfrage übernommen, der Aufschwung wird so selbsttragend (das Exportwachstum wird nämlich durch die Aufwertung des Euro von 1,07 \$ auf 1,14 \$ im Jahr 2002 leicht gedämpft). Daher impliziert die Prognose, dass die EZB die Leitzinsen nur unwesentlich erhöht.

Die Dynamik wird in der EU im Aufschwung bis 2001 merklich divergieren: Am stärksten wächst die Wirtschaft weiterhin in Irland, Finnland und Spanien, am schwächsten in Italien und Deutschland.

Auch die Währungsunion trägt dazu bei, bestehende Wachstumsdifferenzen zu prolongieren. Ein tendenziell einheitliches Zinsniveau ist in Ländern mit rascherem Wachstum relativ niedrig (in Relation zum Potential-Out-

put), in den „Nachzüglerländern“ aber relativ hoch (Marterbauer, 1999). Überdies weisen die Länder mit kräftigerer Expansion wie Irland oder Spanien eine überdurchschnittliche Inflation auf, ihr Realzinsniveau ist daher relativ zum gesamten Euro-Raum niedrig.

Für 2002 und 2003 nimmt die Prognose eine zyklisch bedingte Abschwächung in der EU an, die allerdings mäßig ausfallen dürfte. Demnach würde das Wirtschaftswachstum in der EU 2002 2,5% und 2003 2,0% betragen. Für 2004 wird mit einer leichten Beschleunigung auf 2,5% gerechnet.

Im gesamten Prognosezeitraum wird das BIP in der EU um durchschnittlich 2,6% pro Jahr zunehmen und damit merklich rascher als in den neunziger Jahren.

Die Wirtschaft wird in Japan auch in den kommenden Jahren schwächer expandieren als in den USA und der EU. Die ungelösten Probleme des Finanzsektors (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 eine nur langsame Erholung erwarten. Die Prognose nimmt an, dass sich das Wirtschaftswachstum in kleinen Schritten von 1,3% im Jahr 2000 auf 2,7% im Jahr 2004 erhöht und im Durchschnitt des gesamten Prognosezeitraums 2,1% beträgt. Es fällt damit deutlich höher aus als in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre (1994/1999 +0,9%).

ERDÖLPREIS BLEIBT MITTELFRISTIG HOCH

Die Entwicklung der Terms-of-Trade zwischen den vier Ländergruppen Industrieländer, Erdölexporteure, sonstige Entwicklungsländer und Oststaaten (frühere Planwirtschaften in Osteuropa) wird in hohem Maß von den Verschiebungen der relativen Preise zwischen Industriegütern und Rohstoffen (insbesondere Erdöl) bestimmt. In erster Linie aufgrund höherer Erdölpreise werden sich die Terms-of-Trade der erdölexportierenden Entwicklungsländer und der Oststaaten bis 2004 um durchschnittlich 3,2% bzw. 0,9% pro Jahr verbessern.

Dabei wird angenommen, dass die Erdölexporteure innerhalb und außerhalb der OPEC eine deutliche Angebotsausweitung vermeiden, also trotz der Erhöhung von Erdölpreis und Dollarkurs im Jahr 1999 die Fördermenge insgesamt stabilisieren (nicht zuletzt auch aufgrund der Erfahrungen mit dem Verfall der Erdölpreise 1997/98).

Einzelne Produzentenländer werden dennoch auf die Verdoppelung des realen Erdölpreises im Laufe des Jahres 1999 mit Angebotsausweitungen reagieren; deshalb dürfte der Erdölpreis von seinem Höchststand von etwa

Übersicht 2: Die wichtigsten Prognoseergebnisse im Überblick

		1973/1979	1979/1985	1985/1992	1992/1999	2000	2001	2002	2003	2004	1999/2004
		Durchschnittliche jährliche Veränderung in %									
Wechselkurs 4 Reservewährungen je Dollar		- 2,3	+ 8,7	- 6,9	+ 0,8	+ 2,0	- 2,4	- 1,8	+ 0,4	+ 0,5	- 0,3
Dollar je Euro bzw. ECU		.	- 9,3	+ 7,9	- 2,7	+ 2,8	+ 1,8	+ 1,8	- 1,8	- 1,8	+ 0,6
	Absolut	.	0,99	1,18	1,18	1,10	1,12	1,14	1,12	1,10	1,12
Eurodollarzins	in %	8,4	12,1	7,0	5,1	5,5	4,5	4,0	4,3	4,5	4,6
Erdölpreis	\$ je Barrel	22,7	32,2	17,9	17,0	21,0	21,0	21,5	22,3	+23,5	+21,9
Welthandelspreise		+15,2	+ 0,6	+ 2,9	- 1,0	+ 5,8	+ 3,1	+ 2,3	+ 1,6	+ 1,7	+ 2,9
Brennstoffe		+32,3	+ 7,0	- 8,6	- 1,1	+20,2	+ 0,2	+ 2,2	+ 4,2	+ 6,2	+ 6,4
Nahrungsmittel		+10,0	- 2,2	+ 2,3	- 0,8	+ 4,2	+ 3,2	+ 2,2	+ 1,2	+ 0,1	+ 2,2
Industrierohstoffe		+12,1	- 1,7	+ 0,7	- 2,4	+ 8,2	+ 2,3	+ 0,2	+ 1,2	+ 2,3	+ 2,8
Industriewaren		+11,4	- 0,8	+ 5,5	- 1,4	+ 4,0	+ 3,0	+ 2,1	+ 1,1	+ 1,1	+ 2,2
Realzins für internationale Schulden ¹⁾	in %	- 7,6	11,1	4,0	6,0	- 0,3	1,4	1,7	2,7	2,8	1,7
Weltimporte, real		+ 3,3	+ 2,0	+ 6,5	+ 7,1	+ 5,9	+ 5,9	+ 6,3	+ 7,0	+ 7,7	+ 6,6
Industrieländer		+ 2,6	+ 1,2	+ 7,7	+ 7,1	+ 5,3	+ 5,1	+ 5,4	+ 6,0	+ 6,5	+ 5,7
Erdölexporteure		+14,3	+ 2,1	+ 2,4	+ 1,7	+15,0	+10,0	+ 8,0	+ 9,0	+10,0	+10,4
Sonstige Entwicklungsländer		+ 4,6	+ 4,6	+ 8,3	+ 8,7	+ 6,5	+ 7,5	+ 8,5	+ 9,5	+10,5	+ 8,5
Oststaaten		+ 1,6	+ 2,9	-12,6	+ 4,5	+ 6,5	+ 7,5	+ 8,5	+ 9,5	+ 9,5	+ 8,3
Weltexporte, real		+ 3,3	+ 2,0	+ 6,5	+ 7,1	+ 5,9	+ 5,9	+ 6,3	+ 7,0	+ 7,7	+ 6,6
Industrieländer		+ 3,9	+ 3,5	+ 6,6	+ 6,6	+ 6,3	+ 5,5	+ 5,7	+ 6,2	+ 6,5	+ 6,0
Erdölexporteure		+ 1,1	- 8,9	+ 8,3	+ 3,8	+ 2,4	+ 3,6	+ 4,3	+ 5,1	+ 6,0	+ 4,3
Sonstige Entwicklungsländer		+ 4,9	+ 4,7	+10,5	+10,4	+ 6,5	+ 7,6	+ 8,3	+ 9,5	+10,6	+ 8,5
Oststaaten		+ 1,9	+ 3,5	-10,0	+ 4,3	+ 1,8	+ 4,5	+ 6,7	+ 8,5	+10,1	+ 6,3
Welt-BIP, real		+ 3,7	+ 2,4	+ 2,9	+ 3,2	+ 3,7	+ 3,8	+ 4,0	+ 4,1	+ 4,6	+ 4,0
Industrieländer		+ 2,7	+ 2,0	+ 2,6	+ 2,3	+ 2,6	+ 2,4	+ 2,3	+ 2,3	+ 2,6	+ 2,4
Erdölexporteure		+ 5,4	+ 0,9	+ 3,1	+ 2,4	+ 4,0	+ 4,5	+ 3,5	+ 2,5	+ 3,0	+ 3,5
Sonstige Entwicklungsländer		+ 5,1	+ 4,2	+ 5,5	+ 5,9	+ 5,0	+ 5,5	+ 6,0	+ 6,5	+ 7,0	+ 6,0
Oststaaten		+ 3,5	+ 2,0	- 2,1	- 1,7	+ 2,8	+ 3,2	+ 4,1	+ 4,6	+ 5,1	+ 3,9
Ost-Mitteuropa		.	.	.	+ 4,0	+ 3,3	+ 4,0	+ 4,5	+ 5,0	+ 5,5	+ 4,5
Rußland		.	.	.	- 4,8	+ 2,0	+ 2,0	+ 3,5	+ 4,0	+ 4,5	+ 3,2
OECD		+ 2,7	+ 2,0	+ 2,6	+ 2,3	+ 2,6	+ 2,4	+ 2,3	+ 2,3	+ 2,6	+ 2,4
USA		+ 2,6	+ 1,9	+ 2,2	+ 3,4	+ 3,0	+ 2,0	+ 2,2	+ 2,5	+ 2,7	+ 2,5
Japan		+ 3,5	+ 3,3	+ 4,0	+ 0,8	+ 1,3	+ 2,0	+ 2,2	+ 2,4	+ 2,7	+ 2,1
EU		+ 2,5	+ 1,5	+ 2,5	+ 2,0	+ 2,8	+ 3,0	+ 2,5	+ 2,0	+ 2,5	+ 2,6
Deutschland ²⁾		+ 2,4	+ 1,1	+ 3,4	+ 1,4	+ 2,3	+ 2,8	+ 2,3	+ 1,9	+ 2,3	+ 2,3

Q: WIFO-Datenbank. - ¹⁾ Eurodollarzins, deflationiert mit den Welthandelspreisen insgesamt. - ²⁾ Bis 1990 Westdeutschland.

25 \$ je Barrel Ende 1999 auf 21 \$ im Durchschnitt 2000 zurückgehen. Im Zuge der Wachstumsbeschleunigung der Weltwirtschaft 2003 und 2004 dürfte er bis zum Ende des Prognosezeitraums auf 23,5 \$ je Barrel steigen. Im Durchschnitt der kommenden 5 Jahre kostet Erdöl demnach etwa 22 \$ und damit um 26% mehr als in den vergangenen 15 Jahren (Übersicht 2).

PREISE DER ANDEREN ROHSTOFFE ERHOLEN SICH

Auch die Preise der anderen Rohstoffe erholen sich mittelfristig, wenn auch nicht so stark wie der Erdölpreis. Dafür ist nicht nur die gute Weltkonjunktur maßgeblich, sondern auch das niedrige Ausgangsniveau der Rohstoffpreise ohne Erdöl (zwischen 1997 und 1999 wurden Nahrungsmittel und Industrierohstoffe um insgesamt 29% bzw. 17,3% billiger). Die Prognose nimmt an, dass sich Nahrungsmittel im Durchschnitt 2000/2004 um 2,2% und Industrierohstoffe um 2,8% pro Jahr verteuern.

Die Erholung der Rohstoffpreise (ohne Erdöl) ist der wichtigste Grund dafür, dass sich die Terms-of-Trade der nichterdölexportierenden Entwicklungsländer erstmals seit 15 Jahren mittelfristig nicht verschlechtern dürften.

NIEDRIGER REALZINS FÜR INTERNATIONALE SCHULDEN

Die leichte Abschwächung des Dollarkurses trägt dazu bei, dass die Preise von Industrierohstoffen auf Dollarbasis wieder steigen, und zwar bis 2004 um 2,2% pro Jahr (zwischen 1995 und 1999 sanken sie insgesamt um 13,0%).

Unter diesen Bedingungen erhöhen sich die Dollarpreise im gesamten Welthandel zwischen 1999 und 2004 um 2,9% pro Jahr; bei einem durchschnittlichen Eurodollarzins von 4,6% wird der Realzins für internationale Dollarschulden nur 1,7% betragen und damit viel niedriger sein als während der Welthandelsdeflation 1995/1998 (Abbildung 9). Diese relativ günstigen Finanzierungsbedingungen erleichtern den Entwicklungsländern und Oststaaten die Bedienung ihrer Auslandsschulden und lassen den Ausbruch neuer Schuldenkrisen unwahrscheinlich erscheinen.

WELTHANDEL WÄCHST KRÄFTIG

Das Volumen des internationalen Warenauschs wächst zwischen 2000 und 2004 um 6,6% pro Jahr, um ½ Prozentpunkt langsamer als zwischen 1992 und 1999. Zwei Gründe sind für diese leichte Abschwächung maßgeblich:

- Bis zum Ausbruch der Finanzkrise in Ostasien verlieh das überaus kräftige Importwachstum der nichterdölexportierenden Entwicklungsländer (1992/1997 +12,4% pro Jahr) der Welthandelsdynamik die stärksten Impulse, allerdings um den Preis hoher Handelsbilanzdefizite (sie kumulierten sich in den Jahren 1993 bis 1997 auf etwa 550 Mrd. \$). In den kommenden Jahren wird aber eine Auslandsfinanzierung der Importsteigerung der Entwicklungsländer in diesem Ausmaß nicht mehr möglich sein, nicht zuletzt infolge der Finanzkrisen in Ostasien.
- Die Handelsbilanz der Industrieländer verschlechtert sich durch die Erdölverteuerung, und dies zieht eine leichte Abschwächung ihres Importwachstums nach sich.

Die Industrieländer verlieren in den kommenden 5 Jahren weiterhin Exportmarktanteile (in erster Linie zugunsten der nichterdölexportierenden Entwicklungsländer): Ihre Warenexporte dürften bis 2004 um 6,0% pro Jahr steigen, etwas langsamer als die Weltexporte. Die Importe der Industrieländer wachsen mit +5,7% pro Jahr etwas schwächer als die Exporte (diese Differenz entspricht annähernd der Verschlechterung der Terms-of-Trade, zu laufenden Preisen nehmen daher Exporte und Importe gleichschrittg zu).

Der Anstieg der Erdölpreise erhöht die Exporterlöse der erdölexportierenden Entwicklungsländer zwischen 2000 und 2002 deutlich (+10,4% pro Jahr, real +4,3%). Aufgrund der starken Erhöhung der Handelsbilanzüberschüsse im Jahr 1999 dürften die Erdölexporteure ihre Importe noch stärker ausweiten als ihre Exporte (nominal +13,3%, real +10,4%).

Die anderen Entwicklungsländer exportieren in den kommenden 5 Jahren real um 8,5% pro Jahr mehr, ihr Weltmarktanteil wird demnach um fast 2% pro Jahr steigen. Da eine weitere Erhöhung ihres Handelsbilanzdefizits wegen finanzieller Restriktionen unwahrscheinlich erscheint, dürften die Importe nur in etwa gleichem Ausmaß zunehmen wie die Exporte (1992/1999 wuchsen die Importe um 1,7 Prozentpunkte rascher als ihre Exporte).

Die Expansion der realen Importnachfrage der Oststaaten wird sich von 4,5% (1992/1999) auf 8,3% (2000/2004) erhöhen und damit nahezu verdoppeln. Dafür sind primär zwei Gründe bestimmend: Höhere Einnahmen Russlands aus dem Erdölexport vergrößern sein Importpotential, und die fortschreitende Konsolidierung des marktwirtschaftlichen Wirtschaftssystems in den osteuropäischen Transformationsländern zieht eine deutliche Ausweitung ihrer Importe nach sich. Gleichzeitig ermöglichen die Verbesserung der Produktionsbedingungen in den Transformationsländern (in abgeschwächter Form auch in der GUS) und die Wachstumsbeschleunigung in Westeuropa stärkere Exportzuwächse

als in den neunziger Jahren (eine Voraussetzung für die Finanzierung der Importausweitung). Die Prognose nimmt an, dass die realen Exporte der Oststaaten zwischen 2000 und 2004 um 6,3% pro Jahr steigen und damit nahezu so rasch wie das Welthandelsvolumen.

HOHES WIRTSCHAFTSWACHSTUM IN DEN ENTWICKLUNGSLÄNDERN

Anhaltend hohe Erdölpreise und die dadurch ermöglichte Expansion der realen Importe beschleunigen das mittelfristige Wirtschaftswachstum in den erdölexportierenden Entwicklungsländern deutlich (1992/1999 +2,4%, 2000/2004 +3,5%). Ihr BIP wächst insbesondere 2000 und 2001 kräftig (+4,0% bzw. +4,5%), in erster Linie infolge der beträchtlichen Erhöhung der Erlöse aus dem Erdöllexport.

Die Wachstumsrate der anderen Entwicklungsländer fällt hingegen 2000 und 2001 (+5,0% bzw. +5,5%) etwas geringer aus als zwischen 1992 und 1999 (+5,9%) – bedingt durch die Nachwirkungen der jüngsten Finanzkrisen, insbesondere der Rezession in Lateinamerika. Die Erholung der Rohstoffpreise (ohne Energie) sowie niedrige Realzinsen für die Auslandsschulden tragen in der Folge wesentlich zu einer deutlichen Wachstumsbeschleunigung auf 7,0% im Jahr 2004 bei. Im gesamten Prognosezeitraum dürfte die Wirtschaft der nichterdölexportierenden Entwicklungsländer um durchschnittlich 6,0% pro Jahr expandieren, annähernd gleich stark wie in den neunziger Jahren.

In Ost-Mitteuropa nimmt das Wirtschaftswachstum nach der Abschwächung 1999 wieder zu, und zwar von 3,3% (2000) auf 5,5% (2004). Die russische Wirtschaft wird sich nach einer langen Schrumpfungphase langsam konsolidieren (zwischen 1992 und 1999 sank das BIP um durchschnittlich 4,8% pro Jahr). Im Jahr 2000 dürfte die Gesamtproduktion erstmals wieder leicht steigen (+2,0%); kräftige Importzunahmen tragen in der Folge zu einer schrittweisen Beschleunigung des Wirtschaftswachstums auf 4,5% im Jahr 2004 bei. Nicht zuletzt aufgrund der instabilen politischen Verhältnisse sind allerdings mittelfristige Prognosen für Russland besonders unsicher. Insgesamt dürften die Oststaaten unter diesen Bedingungen zwischen 2000 und 2004 ein Wachstum von durchschnittlich 3,9% pro Jahr realisieren.

Die Aggregation des BIP der vier Ländergruppen ergibt für den gesamten Prognosezeitraum ein durchschnittliches Wachstum der Weltwirtschaft von 4,0% pro Jahr. Diese Rate ist deutlich höher als zwischen 1992 und 1999 (+3,2% pro Jahr).

LITERATURHINWEISE

Krugman, P., „It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap“, Brookings Papers on Economic Activity, 1998, (2).

Marterbauer, M., „Erholung der Weltwirtschaft, Rückgang der Arbeitslosigkeit in Europa“, WIFO-Monatsberichte, 1999, 72(12).

OECD, Economic Survey 1992-1993: United States, Paris, 1993.

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

Schulmeister, St., „Finanzmarkturbulenzen beeinträchtigen internationale Wachstumsdynamik. Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 2002“, WIFO-Monatsberichte, 1998, 71(12).

Schulmeister, St., Die Kaufkraft des Euro innerhalb und außerhalb der Währungsunion, WIFO, Wien, 2000 (erscheint demnächst).

Growth Accelerates in the EU, Sags in the USA and Continues to Lag Behind in Japan Mid-term Projection for the Global Economy up to 2004 – Summary

The sustained U.S. stock market boom of the 1990s fuelled private consumption in the USA to an extent that it grew at a substantially faster rate than the country's GDP (in 1999, the savings-ratio of private households actually turned negative). At the same time, the gap between the share price-based value of companies and their value based on balance sheet data widened: between 1989 and 1999 the share value of corporate business in the USA rose by 326 percent, while its real capital stock grew by just 50 percent.

The (excessively) high valuation of U.S. shares makes it unlikely that their prices will continue to rise as in the past years. The projection therefore assumes that prices will be subject to „adjustments“ over the next two years, which will put a damper on consumption and thus on growth. The slowdown will, however, be muted, for three reasons: some relaxation of the monetary reins will boost real investment demand; declining dollar interest rates, combined with the high current account deficit in the USA, will cause some depreciation of the dollar; and, lastly, fiscal policy will respond to the muted growth by sending expansive signals.

After slowing down in 2001, growth in the USA will recover its pace and remain at 2.5 percent throughout the forecast period.

In the EU, the upswing will continue, and growth should reach 2.8 percent and 3.0 percent in 2000 and 2001, respectively. It is assumed that the momentum achieved by exports will also heat up internal demand (assuming further that the ECB will refrain from any marked rise in euro interest rates). After some cyclical downturn in 2002-2003, the EU growth rate should be back at 2.5 percent by 2004. Throughout the forecast period, EU countries will see their economies expand by 2.6 percent p.a. on average, i.e., significantly faster than in the 1990s.

The Japanese economy is expected to take time over its recovery and it should grow by just 2.1 percent p.a. up to 2004. Altogether, the industrialised countries will

raise their GDPs by 2.4 percent p.a. over the next five years.

Oil prices will decline from 25 \$ to 21 \$ per barrel in 2000. Subsequently, oil exporters should be able to avoid a substantial oil glut and attendant collapse of prices as happened in 1997-98. Oil prices will average 22 \$ throughout the forecast period, which is higher by 26 percent than the average of the past 15 years.

The lower dollar exchange rate and global economic upturn will make for a rise in dollar prices for manufactured goods and raw materials other than oil. Altogether, world trade prices should increase by 2.9 percent p.a. up to 2004.

Assuming an average Eurodollar interest rate of 4.6 percent, international dollar debts will bear just 1.7 percent in real interest in 2000-2004 (in 1997-98, declining world trade prices boosted the real interest rate to over 11 percent, which played a major role in the eruption of international financial crises).

With raw material prices recovering and the costs of financing their foreign debt declining, developing countries and former communist countries will be able to raise their imports substantially. Higher oil prices will enable oil exporters to expand their demand for particularly strongly imports (+10.4 percent p.a.). Other developing countries should be able to increase their imports by 8.5 percent, and Eastern European countries by 8.3 percent. Imports into industrialised countries, on the other hand, will grow by just 5.7 percent, due mainly to a marked deterioration of their terms of trade.

Given these conditions, the global trade volume will expand by 6.6 percent p.a. in 2000-2004. GDP will grow by 3.5 percent p.a. in the oil-exporting countries, by 6.0 percent in other developing countries and by 3.9 percent in the former communist countries of Eastern Europe. The global economy in general would thus expand by 4.0 percent annually in 2000-2004, i.e., at a noticeably faster pace than in the 1990s.