

■ DIVERGENZEN IM INTERNATIONALEN WACHSTUMSPROZESS

MITTELFRISTIGE PROGNOSE DER WELTWIRTSCHAFT BIS 2000

Das Wirtschaftswachstum der Industrieländer wird sich bis 2000 im Vergleich zur ersten Hälfte der neunziger Jahre von 1,8% auf 2,1% pro Jahr erhöhen. In den USA dürfte das Brutto-Inlandsprodukt um 2½% expandieren, in Westeuropa und in Japan jedoch um nur 2% pro Jahr. Die Weltproduktion wird sich weiter in die Entwicklungsländer, insbesondere in Ostasien, sowie in die ehemaligen Planwirtschaften verlagern: In den nicht erdölexportierenden Entwicklungsländern dürfte die Gesamtproduktion bis 2000 um fast 6½% pro Jahr wachsen, in Osteuropa einschließlich Rußlands um etwa 4½%.

Die Unterschiede in der Wirtschaftsentwicklung zwischen den USA, Westeuropa und Japan haben seit Anfang der neunziger Jahre stark zugenommen. In den USA wächst die Produktion seit der Rezession 1990/91 kontinuierlich, vorangetrieben von der Investitions- und Exportnachfrage. Heuer gehen die USA unter günstigen Ausgangsbedingungen in das fünfte Jahr eines stetigen Wachstums: Die Arbeitslosenquote ist auf 5½% gefallen, das Budgetdefizit liegt bei 1½% des BIP, das reale Investitions- und Exportwachstum betrug 1995 10½% bzw. 11%. Diese Entwicklung wurde durch die anhaltende Unterbewertung des Dollars erheblich begünstigt: 1995 war das Preisniveau der produzierten Güter und Dienstleistungen in den USA um etwa 32% niedriger als in Deutschland und um etwa 47% niedriger als in Japan (Übersicht 11¹⁾.

Obwohl die Öffnung Osteuropas, die deutsche Wiedervereinigung, die Realisierung des EU-Binnenmarktes und die EU-Erweiterung kräftige Wachstumspulse erwarten ließen, entwickelte sich die Wirtschaft Westeuropas ungünstig: Nach der Rezession 1991/1993 erholte sich die Produktion zunächst, doch ließ das im Vergleich zu früheren Aufschwungphasen schwache Expan-

¹⁾ Das Verhältnis des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus zweier Länder in einheitlicher Währung ergibt sich als Quotient zwischen der jeweiligen Kaufkraftparität des BIP und dem (bilateralen) Wechselkurs, es zeigt somit das Ausmaß der Über- bzw. Unterbewertung einer Währung: Demnach war der Wechselkurs des Dollars gegenüber der DM 1995 um etwa 32% unterbewertet bzw. die DM gegenüber dem Dollar um 46% überbewertet (OECD-Daten).

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

sionstempo schon im Verlauf des Jahres 1995 merklich nach. Dazu trug das Zusammenwirken von zwei Faktoren wesentlich bei: der monetären Desintegration Europas und der gleichschrittig restriktiven Fiskalpolitik.

Nach Aufgabe des Systems fester Wechselkurse im September 1992 zerfiel die EU in zwei Währungszone(n), den zentralen „Hartwährungsblock“ (Deutschland, Frankreich, Belgien, Niederlande, Dänemark, Österreich) und die (übrigen) Weichwährungsländer. Da mit den meisten Abwertungsschüben des Dollars gegenüber der DM gleichzeitig auch die europäischen Weichwährungen gegenüber der DM abwerteten, hat sich diese Kluft seit September 1992 weiter vertieft (Abbildung 5).

Diese Entwicklung beeinträchtigte die deutsche Wirtschaft besonders, da die DM bereits vor dem (teilweisen) Zusammenbruch des EWS gegenüber fast allen europäischen Währungen überbewertet war: Derzeit liegt das gesamtwirtschaftliche Preisniveau in Deutschland um etwa 12% über jenem von Frankreich, Belgien und den Niederlanden, um 47% über jenem von Großbritannien und um etwa 50% über jenem von Italien und Spanien.

Motiviert durch das Ziel, die *Maastricht-Kriterien* zu erreichen, verstärkten viele europäische Länder bereits unmittelbar nach Überwindung der Rezession ihre Bemühungen, das Defizit der öffentlichen Haushalte zu reduzieren. Diese Politik eines „restriktiven Gleichschritts“ setzte zu einem Zeitpunkt ein, zu dem der Unternehmenssektor noch nicht bereit war, seine Nachfrage nach *Investitionskrediten* stark auszuweiten, nicht zuletzt wegen der durch die monetäre Spaltung Europas erhöhten Unsicherheit hinsichtlich des Investitionsstandortes. Versuchen aber mehrere Staaten im Gleichschritt, ihr Budgetdefizit zu senken, ohne daß im Gleichschritt der Unternehmenssektor sein Finanzierungsdefizit ausweitet oder die privaten Haushalte ihre Überschüsse reduzieren (also ihren Konsum steigern), so dämpft das Zusammenwirken der *sektoralen Nachfrage- und Finanzierungspläne* das Wirtschaftswachstum: Die Arbeitslosigkeit steigt, das Wachstum der Steuereinnahmen sinkt, und die Konsolidierung des Budgetdefizits bleibt hinter ihren Zielen zurück.

Folgt die Wirtschaftspolitik in einer solchen Situation der Devise „more of the same“ (indem sie etwa als Reaktion auf den gestiegenen Aufwand für Arbeitslose die nachfragewirksamen Sozialausgaben für einkommenschwache Schichten senkt), so besteht die Gefahr, daß sich die Konjunkturabschwächung zu einer echten Rezession ausweitet.

Diese Gefahr ist für Länder mit überbewerteten Währungen größer als für Weichwährungsländer: Letztere können durch eine starke Unterbewertung ihrer Währung Wachstumsbeiträge von der Exportentwicklung

bzw. Konsolidierungsbeiträge von der Leistungsbilanzentwicklung lukrieren, freilich überwiegend auf Kosten der europäischen Partnerländer mit harten Währungen.

Die *japanische Wirtschaft* befindet sich in der schwersten Krise der Nachkriegszeit. Seit drei Jahren wächst die Gesamtproduktion nicht mehr, die Arbeitslosigkeit steigt deutlich, das Budgetdefizit nahm sprunghaft zu, nämlich um 7% des BIP (von einem Überschuß von 3%

Die monetäre Desintegration Westeuropas seit dem Zusammenbruch des EWS 1992/93 und die gleichschrittig restriktive Fiskalpolitik aller Länder mit dem Ziel, die Maastricht-Kriterien zu erfüllen, ließen das Wirtschaftswachstum 1995 – also bereits im zweiten Aufschwungsjahr – wieder sinken.

im Jahr 1991 auf ein Defizit von mehr als 4% im Jahr 1995). Hauptursache dafür war der exorbitante *Kursanstieg des Yen* gegenüber dem Dollar, der die beiden wichtigsten Antriebskräfte des japanischen Wachstums, die Exporte und die Investitionen, lähmte: Jeder Kursverfall des Dollars schwächt nämlich nicht nur die Wettbewerbsfähigkeit Japans gegenüber den USA, sondern auch gegenüber seinen Konkurrenten in Ostasien, da die „*Vier Tiger*“ Taiwan, Hongkong, Südkorea und Singapur ihre Währungen an den Dollar binden (Abbildung 6). Zusätzlich gerät Japan durch die aggressive Abwertungspolitik der *Volksrepublik China* unter Druck – zwischen 1990 und 1995 wurde der Yuan gegenüber dem Yen um etwa 60% abgewertet (das Exportvolumen Chinas ist schon fast so groß wie jenes von Japan).

Als eine Grundlage der Prognose soll zunächst die Entwicklungsgeschichte der weltwirtschaftlichen Hauptprobleme – Instabilität der Wechselkurse, hohe Arbeitslosigkeit und steigende Staatsverschuldung – „rekapituliert“ und damit ihre wichtigsten Ursachen skizziert werden.

DOLLARKURS, DOLLARZINS UND DYNAMIK DER WELTWIRTSCHAFT

Das Weltwährungssystem von *Bretton Woods* und das in mehreren *GATT-Runden* liberalisierte Welthandelssystem waren die beiden bedeutendsten *sozialen Innovationen* für die Weltwirtschaft der Nachkriegszeit (Abbildungen 1 und 2): Stabile Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffpreise begünstigten längerfristig orientierte Aktivitäten auf den Gütermärkten, insbesondere Investitionen und Außenhandel, gegenüber kurzfristig orientierter Spekulation auf den Finanzmärkten.

Die *Stabilität des Dollarkurses* bildete das monetäre Fundament dafür, daß nicht nur die relativen Preise zwi-

Abbildung 1: Dollarkurs und Weltwirtschaft

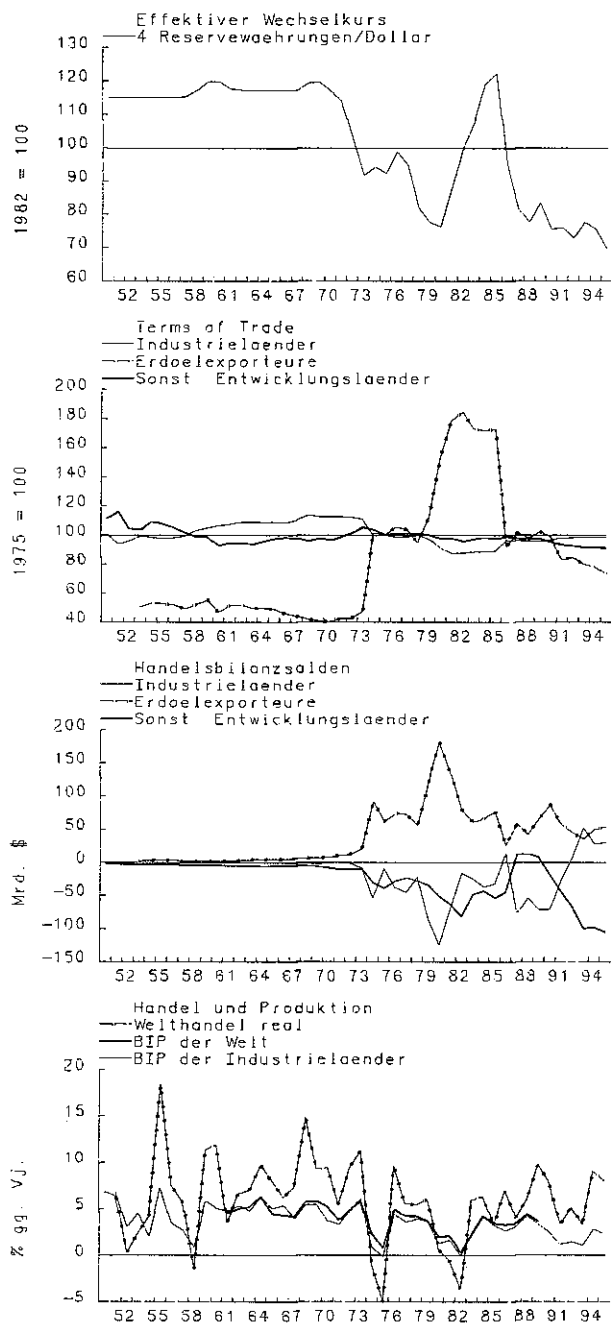
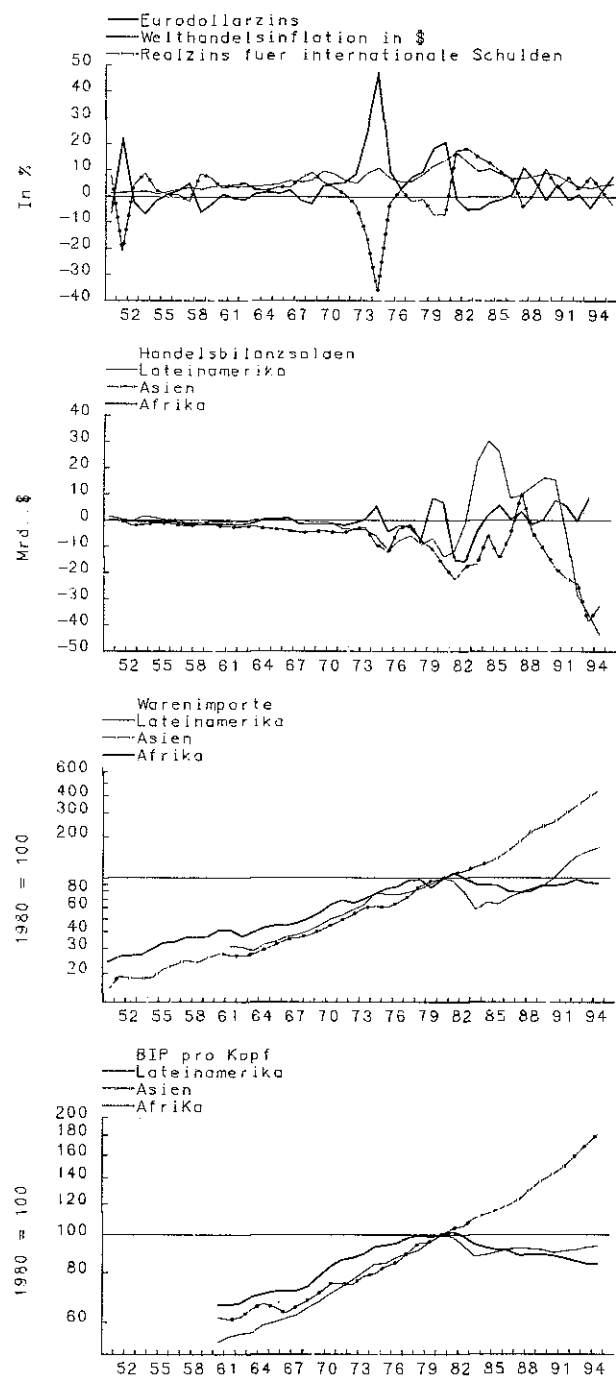


Abbildung 2: Dollarzins und Weltwirtschaft



schon Rohstoffen und Industriewaren und damit auch die *Terms of Trade* zwischen den wichtigsten Ländergruppen etwa konstant blieben, sondern auch das Preisniveau im gesamten Welthandel nur schwach stieg (Abbildungen 1 und 2).

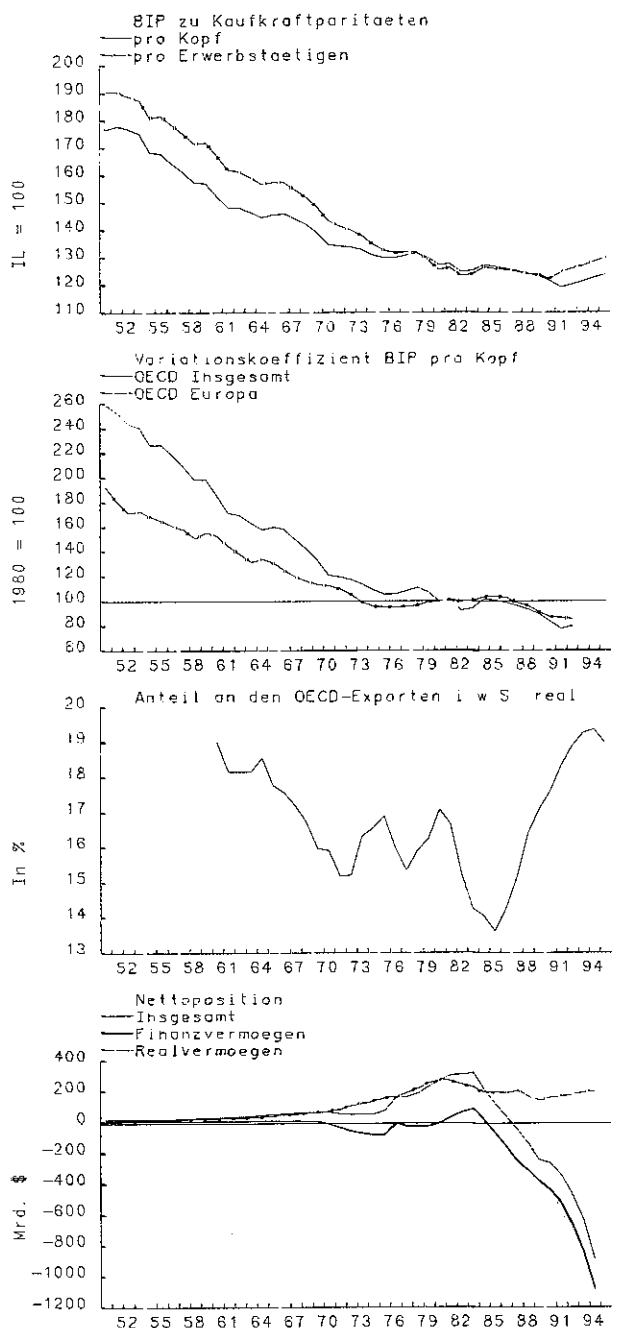
Unter diesen Bedingungen ergab sich eine ausgeprägte *Konvergenz im Wachstumsprozeß*, insbesondere innerhalb der Gruppe der Industrieländer (Abbildung 3): Die Streuung des BIP je Kopf (zu Kaufkraftparitäten) ging zwei Jahrzehnte lang kontinuierlich zurück²⁾. Der

anhaltend überbewertete Dollarkurs trug dazu bei, daß das „*Catching-up*“ gegenüber den USA besonders markant ausfiel: War das reale Einkommensniveau der USA Anfang der fünfziger Jahre noch fast doppelt so hoch gewesen wie im Durchschnitt aller Industrieländer,

gen gemessen. So können Änderungen im Wachstumsmuster innerhalb der Beobachtungsperiode erfaßt werden, während die üblichen Konvergenztests die durchschnittliche Wachstumsrate der einzelnen Länder über den gesamten Untersuchungszeitraum auf das Niveau des BIP in der Ausgangsperiode regressieren (siehe etwa Barro, 1991).

²⁾ Konvergenz bzw. Divergenz werden an der Entwicklung des jährlichen Variationskoeffizienten des BIP pro Einwohner bzw. Erwerbstätigen

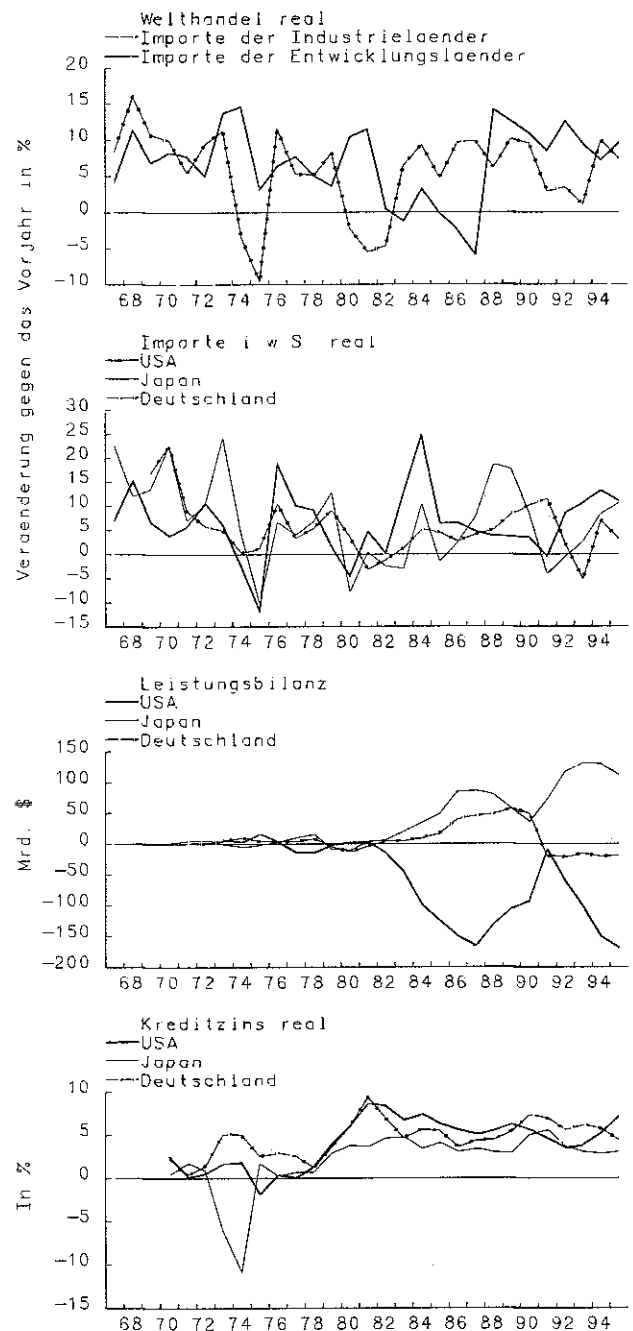
Abbildung 3: Die Position der USA in der Weltwirtschaft



so lag es Anfang der siebziger Jahre um nur noch etwa 40% darüber. Gleichzeitig verschlechterte sich der Exportmarktanteil der USA fast kontinuierlich (Abbildung 3).

Unter diesen Bedingungen gewannen in den USA jene Kräfte immer mehr an Einfluß, welche einen Übergang zu flexiblen Wechselkursen befürworteten. Die Aufgabe des Systems von Bretton Woods aus dem *national-ökonomischen* Interesse der USA hatte ungeahnte *welt-ökonomische* Konsequenzen, da der Dollar weiterhin der – nunmehr instabile – „numéraire“ für weltwirtschaftliche „flows“ und „stocks“ blieb (Rohstoffe und in-

Abbildung 4: Nachfragedynamik in der Weltwirtschaft



ternationale Schulden notieren überwiegend in Dollar³⁾:

- Die zwei ausgeprägten *Abwertungen* des Dollars 1971/1973 und 1977/1978 entwerteten die Exporterlöse der erdölproduzierenden Länder und wurden damit zu einer wesentlichen Ursache für die *Erdölverteuerung* 1973 und 1979, die jeweils nachfolgende

³⁾ Eine ausführliche Diskussion der Doppelrolle des Dollars als nationale Währung der USA und als Leitwährung der Weltwirtschaft findet sich in Schulmeister (1996).

Übersicht 1: Indikatoren der mittelfristigen Wirtschaftsentwicklung

	USA				Japan				Deutschland			
	1973/1979	1979/1985	1985/1990	1990/1995	1973/1979	1979/1985	1985/1990	1990/1995	1973/1979	1979/1985	1985/1990	1990/1995
	Durchschnittliche jährliche Veränderung in %				Durchschnittliche jährliche Veränderung in %				Durchschnittliche jährliche Veränderung in %			
Wechselkurs												
Gegenüber der DM	- 6,1	+ 8,2	- 11,3	- 2,2	- 2,6	+ 6,6	- 2,0	+ 6,5				
Real-effektiv		+ 5,9	- 8,4	- 1,6		- 1,4	+ 3,1	+ 7,8		- 0,8	+ 3,5	+ 3,6
Importpreise	+ 15,0	+ 1,5	+ 3,3	- 1,1	+ 13,1	+ 3,6	- 7,2	- 7,6	+ 6,4	+ 6,4	- 3,6	- 0,5
Verbraucherpreise	+ 7,9	+ 6,3	+ 4,3	+ 2,8	+ 9,4	+ 3,5	+ 1,0	+ 1,1	+ 4,6	+ 4,1	+ 1,4	+ 3,5
Exporte i. w. S. real	+ 5,7	+ 0,9	+ 10,5	+ 7,3	+ 8,7	+ 9,1	+ 3,6	+ 4,5	+ 4,2	+ 5,2	+ 5,2	+ 3,3
Importe i. w. S. real	+ 3,7	+ 6,9	+ 4,4	+ 8,5	+ 3,8	- 0,8	+ 10,8	+ 3,3	+ 5,0	+ 1,7	+ 6,1	+ 3,6
Brutto-Investitionen real	+ 2,9	+ 1,7	+ 0,5	+ 6,1	+ 1,6	+ 1,8	+ 8,8	- 0,2	+ 0,3	- 1,0	+ 4,8	+ 2,0
BIP real	+ 2,5	+ 2,0	+ 2,7	+ 2,4	+ 3,6	+ 3,7	+ 4,5	+ 1,2	+ 2,4	+ 1,1	+ 3,4	+ 2,2
Kreditzins, real in %	1,0	7,3	5,6	4,8	- 0,7	4,1	3,5	3,7	3,0	6,4	5,1	5,8
Anleihezins, real in %	0,1	5,8	4,7	4,4	- 0,2	5,2	3,9	3,6	3,0	4,9	4,3	3,7
Arbeitslosenrate in %	6,8	8,1	5,9	6,5	1,9	2,4	2,5	2,6	3,5	6,3	7,2	8,4
Budgetdefizit in % ¹⁾	1,1	2,6	2,4	2,9	3,4	3,1	- 1,3	0,9	2,7	2,4	1,4	3,1
	1979	1985	1990	1995	1979	1985	1990	1995	1979	1985	1990	1995
		In %				In %				In %		
Kreditzins, real	4,1	6,2	5,7	7,2	2,9	4,1	5,1	3,1	3,7	5,5	7,3	4,4
Anleihezins, real	0,7	7,0	4,2	4,9	5,0	4,8	5,1	3,4	3,6	4,8	5,7	4,2
Arbeitslosenquote	5,8	7,2	5,5	5,6	2,1	2,6	2,1	3,1	3,2	8,0	6,2	9,3
Budgetdefizit ¹⁾	- 0,4	3,1	2,5	1,6	4,7	0,8	- 2,9	3,9	2,4	1,1	1,9	3,1
Staatsschuld, netto ¹⁾	22,6	33,0	41,0	51,5	13,3	25,9	10,8	11,1	10,8	19,3	20,5	49,0
Leistungsbilanz ¹⁾	- 0,0	- 3,1	- 1,7	- 2,4	- 0,9	3,7	1,2	2,3	- 0,7	2,6	3,0	- 0,8
Preisniveau BRD = 100	71,6	133,2	77,4	67,6	87,7	122,4	104,4	126,7				
BIP pro Kopf ²⁾ BRD = 100	144,8	141,9	137,4	131,1	93,4	102,0	110,0	103,6				

¹⁾ In % des BIP nominell — ²⁾ Zu Kaufkraftparitäten

Rezession und die ausgeprägte Abschwächung des Welthandelswachstums (Abbildung 1).

- Der Zusammenbruch des Weltwährungssystems von Bretton Woods befreite die USA vom Zwang, einen überhöhten Dollarkurs zu halten. In den siebziger Jahren verfolgten sie daher eine ausgeprägte Niedrigzinspolitik.
- Das Zusammenwirken von niedrigem Dollarzins, sinkendem Dollarkurs und einem starken Anstieg der Dollarpreise im Welthandel ließ den Realzins für internationale Schulden negativ werden (Abbildung 2). Dies förderte die Akkumulation internationaler Schulden durch die Entwicklungsländer.
- Niedrige Dollarzinsen und ein sinkender Dollarkurs belebten Investitionen und Exporte der USA (Abbildung 3), sie wuchsen zwischen 1973 und 1979 wieder merklich rascher als etwa in der BRD (Übersicht 1).

Die Entwicklung der Weltwirtschaft wurde in der ersten Hälfte der achtziger Jahre vom politischen und ökonomischen Kurswechsel in den USA geprägt:

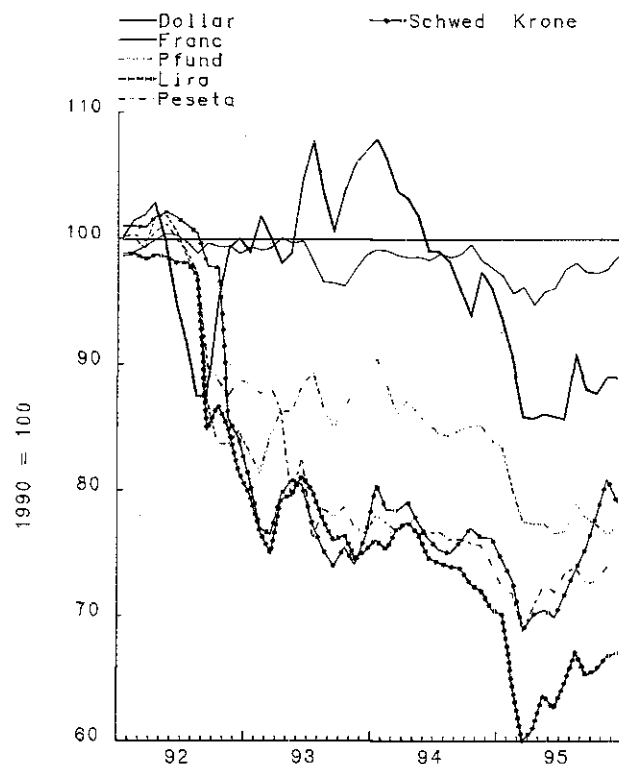
- Der Übergang zu einer monetaristischen Wirtschaftspolitik stärkte die Rolle der USA auf den Finanzmärkten: Hohe Zinsen und ein stark steigender Wechselkurs machten den Dollar wieder zur begehrtesten Währung der Welt (Abbildung 1).
- Aus genau diesen Gründen wurde die Position der USA auf den internationalen Gütermärkten nachhaltig geschwächt: Hohe Realzinsen und eine „überschießende“ Dollaraufwertung dämpften das Wachstum von Investitionen und Exporten (Abbildung 3, Übersicht 1).

- Die Regierung Reagan reagierte auf die hartnäckige Rezession 1980/1982 mit einer starken Ausweitung des Budgetdefizits, welche gemeinsam mit der Dollaraufwertung eine dramatische Verschlechterung der Leistungsbilanz der USA verursachte (Abbildung 4).
- Von dieser Entwicklung profitierten insbesondere Japan und die BRD, die Verbesserung ihrer Leistungsbilanz erleichterte die Reduktion ihres Budgetdefizits erheblich (Übersicht 1).
- Der steile Anstieg des Dollarkurses zu Beginn der achtziger Jahre bewirkte, daß die bis dahin hohe Inflation im Welthandel in eine Deflation kippte und der Realzins für internationale Schulden zwischen 1980 und 1981 um etwa 30 Prozentpunkte stieg (Abbildung 2); dies löste 1982 die internationale Schuldenkrise aus.
- Die dadurch erzwungenen Importeinschränkungen der Entwicklungsländer waren der wichtigste Grund für den Rückgang der Pro-Kopf-Einkommen in Lateinamerika und Afrika in den achtziger Jahren (Abbildung 2).

Das Budget- und Leistungsbilanzdefizit der USA und ihre dramatischen Anteilsverluste auf dem Welt- und Binnenmarkt erzwangen Mitte der achtziger Jahre einen wirtschaftspolitischen Kurswechsel: Eine lockere Geldpolitik ließ den Zinssatz und Wechselkurs des Dollars bis Anfang der neunziger Jahre auf das niedrigste Niveau der Nachkriegszeit fallen, die Position der USA auf den internationalen Gütermärkten begann sich wieder deutlich zu verbessern (Abbildung 3, Übersicht 1). Zwischen 1990 und 1995 expandierten die realen Ex-

Abbildung 5: Dollar, DM und die monetäre Spaltung Europas

Wechselkurs gegenüber der DM



porte der USA um 7,3% pro Jahr und damit erheblich rascher als etwa die Japans oder der BRD (+4,5% bzw. +3,3%)

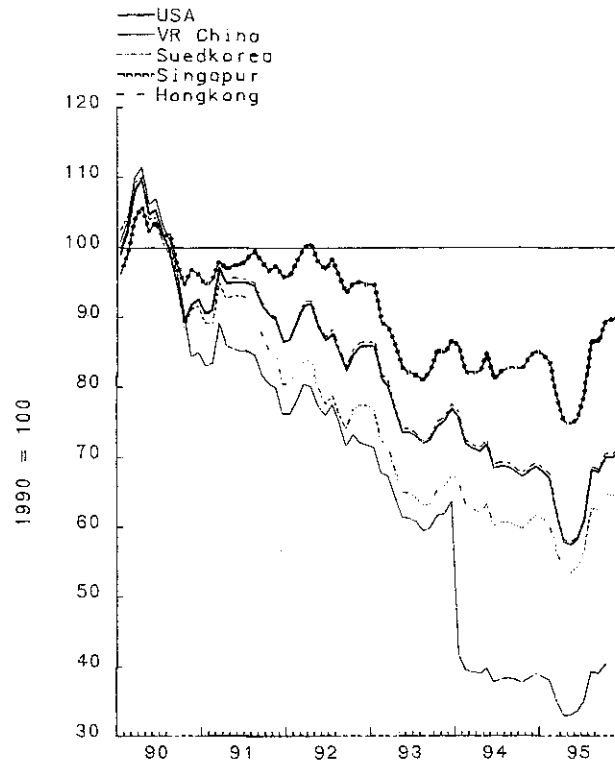
Die ausgeprägte Unterbewertung des Dollars, von der Regierung Clinton durch ein „talking the dollar down“ gefördert, ließ Exporte und Investitionen der USA rascher wachsen als in den anderen Industrieländern. Die Wechselkursverschiebungen der letzten Jahre haben insbesondere den Wirtschaftsstandort Deutschland und Japan verschlechtert.

Die ausgeprägte Unterbewertung des Dollars machte die USA auch als *Investitionsstandort* wieder attraktiv, insbesondere im Vergleich zu Ländern mit extrem überbewerteten Währungen (Übersicht 1): Während die realen Investitionen in den USA zwischen 1990 und 1995 um 6,1% pro Jahr expandierten, stiegen sie in Deutschland (trotz der Wiedervereinigung) um nur 2,0%, in Japan gingen sie sogar leicht zurück (-0,2%)

Die Regierung Clinton verstärkte die Bemühungen, die „leadership“ der USA auf den Gütermärkten wieder herzustellen: Der handelspolitische Druck auf die EU,

Abbildung 6: Dollar, Yen und die Währungen der „Vier Tiger“

Wechselkurs gegenüber dem Yen



insbesondere aber auf Japan nahm zu und wurde durch ein „talking the dollar down“ unterstrichen. Diese Strategie wird den USA durch eine latente Dollarschwäche auf den Finanzmärkten erleichtert, die im enormen Volumen der *Auslandsschulden* der USA begründet ist (diese betragen Ende 1994 mehr als 1 Bill. \$ und waren damit wesentlich größer als die Schulden von Lateinamerika und Afrika zusammen).

Der weiter sinkende Dollarkurs verbesserte nicht nur die Konkurrenzfähigkeit der Wirtschaft der USA, sondern trieb auch einen Keil zwischen die Hart- und Weichwährungsländer der EU (Abbildung 5) und in Südostasien zwischen die „Vier Tiger“ und Japan (Abbildung 6). Mit ihrer außerordentlich hohen Auslandsschuld und der daraus resultierenden Möglichkeit, den Dollarkurs selbst zu schwächen, verfügen die USA über einen bedeutenden *strategischen Vorteil* im Kampf der Triade um die „leadership“ in der Weltwirtschaft (nur die USA können sich fast ausschließlich in nationaler Währung verschulden, da diese gleichzeitig die Leitwährung der Weltwirtschaft ist).

Die langfristige Abwertung des Dollars seit Anfang der siebziger Jahre trug wesentlich dazu bei, daß sich die Wirtschaft der USA seither etwa gleichschrittig mit den anderen Industrieländern entwickelte; der bis zum Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods anhaltende Prozeß eines langfristigen „Catching-up“ gegen-

über den USA wurde *gestoppt*. Dies gilt auch für den generellen Konvergenzprozeß im Wachstum aller Industrieländer. Seit Anfang der neunziger Jahre konnten die USA ihren realen Produktions- und Einkommensvorsprung gegenüber den anderen Industrieländern sogar wieder ausbauen (Abbildung 3).

DIE MONETÄRE DESINTEGRATION WESTEUROPAS

Den EU-Ländern gelang es im Rahmen des EWS, die Wechselkurse zwischen ihren Währungen zu stabilisieren, zwischen 1986 und 1992 blieben die wichtigsten Währungsrelationen annähernd konstant. Die Schaffung einer Zone monetärer Stabilität leistete einen wesentlichen Beitrag für die Expansion von Handel und Direktinvestitionen innerhalb der EU.

Anfang der neunziger Jahre wurde das EWS jedoch durch die *Inkohärenz der Geldpolitik* geschwächt. Im Zuge der Wiedervereinigung beschleunigte sich in Deutschland die Inflation, gleichzeitig verschlechterte sich die Leistungsbilanz, und das Budgetdefizit stieg; darauf reagierte die *Bundesbank* mit einer *Hochzinspolitik*, welche die Zinssätze in allen EWS-Ländern auf hohem Niveau festhielt, obwohl ihre Konjunkturlage von jener in Deutschland – geprägt durch den Sonderfaktor der Wiedervereinigung – erheblich abwich (dies galt besonders für Großbritannien, das sich 1992 bereits im dritten Rezessionsjahr befand). Soll nämlich ein Festkursystem erhalten bleiben, so muß die Zinspolitik des Leitwährungslandes nicht nur auf die Lage der eigenen Volkswirtschaft, sondern auch auf jene der anderen Mitglieder des Währungsverbundes abgestimmt werden.

Wie in den USA unter Reagan ergab sich auch in Deutschland die Konstellation von steigendem Budget- und Leistungsbilanzdefizit einerseits und hohen Realzinsen andererseits; wie im Fall der USA hatte die im – vermeintlich – „nationalökonomischen“ Interesse Deutschlands verfolgte Politik des westeuropäischen Leitwährungslandes erhebliche *internationale* Konsequenzen: Der Widerspruch zwischen der rezessionsbedingten Notwendigkeit von Zinssenkungen, insbesondere in Großbritannien, und der Hochzinspolitik der Bundesbank führte zum partiellen *Zusammenbruch des EWS* im September 1992⁴⁾

Die daraus resultierende monetäre Spaltung Europas – sie hat sich seit 1992 im Gleichschritt mit dem weiteren Verfall des Dollarkurses vertieft – verursachte erhebliche Divergenzen in der *realwirtschaftlichen Entwicklung* Westeuropas: Zwischen 1992 und 1995 wuchsen die

⁴⁾ Ursachen und Konsequenzen des (partiellen) Zerfalls des EWS werden in einem eigenen Artikel diskutiert (Schulmeister, St., „Wechselkursregime und Wirtschaftsdynamik“, in diesem Heft)

Exporte des „Hartwährungsblocks“ im Durchschnitt um nur 3% pro Jahr, während jene der Weichwährungsländer trotz der Rezession 1993 um 9% pro Jahr expandierten. Diese unterschiedliche Exportdynamik ist wiederum ein wesentlicher Grund, warum die Wirtschaft der Weichwährungsländer seit 1992 rascher wuchs als die des Hartwährungsblocks (+1,9% gegenüber +1,3% pro Jahr).

FINANZIERUNGSBEDINGUNGEN, INVESTITIONSDYNAMIK UND ARBEITSLOSIGKEIT

Bis Ende der siebziger Jahre lag der *Zinssatz* in allen Industrieländern mittelfristig *unter der Wachstumsrate*, überdies schwankte er viel weniger als danach⁵⁾. Diese stabilen Finanzierungsbedingungen trugen wesentlich zur hohen Investitionsdynamik in den fünfziger und sechziger Jahren bei: Die *Finanzierungsüberschüsse* der privaten Haushalte wurden durch Kreditaufnahme der Unternehmen in *Realkapital* und damit auch in *Arbeitsplätze* transformiert. Das starke Investitionswachstum bewirkte, daß die Netto-Kreditaufnahme des Unternehmenssektors oft sogar deutlich höher war als das Nettoparen der privaten Haushalte, sodaß die öffentlichen Haushalte häufig Budgetüberschüsse aufwiesen. Das langfristig negative Zins-Wachstums-Differential förderte somit nicht nur die unternehmerische Realakkumulation, sondern indirekt auch den Rückgang von Arbeitslosigkeit und öffentlicher Verschuldung (viele Länder waren bis Mitte der siebziger Jahre sogar Nettogläubiger; Abbildung 7).

Mit dem Übergang zu einer monetaristisch inspirierten *Hochzinspolitik* Ende der siebziger Jahre änderten sich die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsbedingungen grundlegend. Seither liegt der *Zinssatz* in allen wichtigen Industrieländern permanent *über der Wachstumsrate* (in Japan erst seit Ende der achtziger Jahre). Zwar sind die Nominalzinsen langfristig gesunken, doch ging auch die Inflation in ungefähr gleichem Ausmaß zurück; das *Realzinsniveau* blieb daher im Vergleich zu den ersten drei Nachkriegsjahrzehnten hoch und übertraf das langfristige Wachstumstempo erheblich (Abbildungen 4 und 7, Übersichten 1 und 2).

⁵⁾ Dies gilt sowohl für den Kreditzins (Prime Rate) als auch für den Anleihezins. Die Fremdkapitalkosten des bestehenden Kapitalstocks sowie die Bereitschaft des Unternehmenssektors, neue Investitionskredite aufzunehmen, werden durch die Prime Rate in höherem Maß beeinflusst als durch den Anleihezins, denn der überwiegende Teil der Unternehmensverbindlichkeiten wird in – flexibel verzinsten – Bankkrediten gehalten (in Deutschland fast 70%). Aus diesem Grund ist auch die Korrelation zwischen den Zinszahlungen des Unternehmenssektors und der Prime Rate deutlich enger als zwischen ersteren und dem Anleihezins. Die Bedeutung von Schwankungen des Kreditzinses für Gewinnentwicklung und Investitionsnachfrage im Unternehmenssektor wird in *Schulmeister* (1995) ausführlich diskutiert.

Der *Unternehmenssektor* paßte sich dem Regimewechsel von einem negativen zu einem positiven Zins-Wachstums-Differential durch eine *Reduktion* seiner *Realkapitalinvestitionen* relativ zu den *Finanzinvestitionen* an, und zwar nicht nur weil Finanzveranlagung relativ profitabler geworden war, sondern auch wegen des „*dynamic budget constraint*“: Übersteigt nämlich der Zinssatz die Wachstumsrate, so können Nettoschuldner wie Unternehmen, aber auch der Staat ihre Schuld-Einkommens-Relation nur dann stabilisieren, wenn sie einen Überschuß in der Primärbilanz erzielen. Für den Unternehmenssektor bedeutet dies, daß seine *Nettoinvestitionen* niedriger sein müssen als seine unverteilter *Gewinne* vor Abzug der Zinszahlungen. Der Unternehmenssektor mußte daher Finanzmittel den künftigen (potentiellen) Investitionen entziehen und dem Zinsendienst für die vergangenen, fremdfinanzierten Investitionen zuführen

Seit Ende der siebziger Jahre liegt der Zinssatz in den Industrieländern ständig über der Wachstumsrate. Darauf reagierte der Unternehmenssektor mit einer Reduktion seiner Realinvestitionen zugunsten von Finanzveranlagungen. Die Finanzierungsüberschüsse der privaten Haushalte wurden deshalb zunehmend in öffentliche Schuldtitel statt in reale Investitionen transformiert.

Da die privaten Haushalte strukturelle Primärüberschüsse erzielen und der Unternehmenssektor seine Primärbilanz von einem Defizit in einen Überschuß „drehte“, gelang es dem Staat nicht, selbst Primärüberschüsse zu erzielen. Bei einem anhaltend positiven Zins-Wachstums-Differential stieg daher die *öffentliche Verschuldung* seit Ende der siebziger Jahre in nahezu allen Industrieländern rascher als das BIP (Abbildung 7). Verkürzt formuliert: *das Sparen der privaten Haushalte* wurde zunehmend in *Staatsanleihen* transformiert statt in private und öffentliche *Investitionen* (und damit auch in Arbeitsplätze)⁶⁾.

Die Problematik der Staatsverschuldung verschärfte sich in Westeuropa ab Mitte der achtziger Jahre wegen des *sinkenden Leistungsbilanzdefizits der USA*. Bis dahin hatte der Überschuß der westeuropäischen Länder gegenüber den USA den Anstieg des Budgetdefizits gedämpft. Ein „Trittbrettfahren“ Westeuropas mit der Fiskalpolitik der USA wie 1982/1985 ließ sich nach dem Verfall des Dollarkurses nicht mehr fortsetzen. Dementsprechend „erlitten“ die westeuropäischen Länder wäh-

rend der Rezession 1991/1993 einen deutlich höheren Anstieg ihres Budgetdefizits als 1979/1982

Neben der starken Unterbewertung des Dollars waren *drei weitere Faktoren* dafür bestimmend, daß sich in den neunziger Jahren die Konjunktur und damit auch Staatshaushalt und Beschäftigung in den USA viel günstiger entwickelten als in Westeuropa:

- Die Notenbank der USA senkte mit Beginn der Rezession im Jahr 1990 die Leitzinsen – die wichtigste Determinante der Bankkreditzinsen – auf das *niedrigste Niveau der Nachkriegszeit* und behielt dieses bis Mitte 1994 und damit so lange bei, bis sich der Konjunkturaufschwung gefestigt hatte. Die Deutsche Bundesbank erhöhte hingegen den Diskontsatz 1990 und 1991, als die Wachstumsabschwächung in Westeuropa und auch in Deutschland selbst bereits eingesetzt hatte, auf das *höchste Niveau der Nachkriegszeit* und behielt dieses bis Anfang 1993 bei; auch im Jahr des Rezessionstiefpunktes nahm die Bundesbank die Leitzinsen nur in kleinen Schritten zurück, sie lagen daher noch 1994 deutlich über dem Niveau der Aufschwungsjahre 1976 und 1983. Diese Politik der Bundesbank war nicht nur eine wesentliche Ursache für den (teilweisen) Zusammenbruch des EWS im September 1992, sondern auch dafür, daß das Zinsniveau in allen westeuropäischen Ländern später und langsamer zurückging, als es die Konjunkturverschlechterung 1991/1993 bzw der relativ schwache Aufschwung 1994 erfordert hätten⁷⁾.
- Seit dem Amtsantritt der Regierung Clinton berücksichtigt die Wirtschaftspolitik der USA die Zusammenhänge zwischen Einkommensverteilung und effektiver Nachfrage wieder stärker als im vorangegangenen Jahrzehnt. Dies kam besonders in der Budgetpolitik zum Ausdruck: Das Bundesbudget wurde primär einnahmenseitig konsolidiert, und zwar in erster Linie durch *Beiträge der obersten Einkommensklasse* (ihre Belastung mit Steuern und Sozialabgaben wurde von 31% auf 42% angehoben). Da deren (marginale) Konsumneigung relativ niedrig ist, wurde durch diese Strategie die Gesamtnachfrage wenig gedämpft. Im Vergleich dazu berücksichtigt die Budgetpolitik in den westeuropäischen Ländern die Einkommensumverteilung und ihre Nachfrageeffekte kaum.
- Da die Regierung Clinton Anfang 1993 ihr Amt antrat, wurde ihre Budgetpolitik 1994 und damit erst im dritten Jahr des Konjunkturaufschwungs wirksam, in vielen europäischen Ländern setzte hingegen bereits

⁶⁾ Zur Bedeutung des Verhältnisses von Zinssatz zu Wachstumsrate für die langfristige Entwicklung der Staatsverschuldung siehe *Schulmeister* (1995).

⁷⁾ Zur Rolle der Bundesbank im Prozeß einer schrittweisen Destabilisierung des EWS zwischen Anfang 1992 (der Maastricht-Vertrag wurde im Februar 1992 unterzeichnet) und Mitte 1993 siehe in *Avesani – Gallo – Salmon* (1994).

im ersten Jahr nach der Rezession 1993 eine restriktive Fiskalpolitik ein – zu einem Zeitpunkt, zu dem die private Investitionsnachfrage noch verhalten blieb und der Konjunkturaufschwung daher noch nicht selbsttragend geworden war.

Die seit Anfang der achtziger Jahre anhaltende Verbilligung des Faktors Arbeit gegenüber dem Faktor Realkapital hatte keine arbeitsintensivere Produktionsweise und damit keine substitutionsbedingten Zunahme der Nachfrage nach Arbeit zur Folge. Vielmehr nahm die Bedeutung von arbeitsparenden Rationalisierungsinvestitionen zu.

Seit Anfang der achtziger Jahre nimmt die Arbeitsproduktivität in allen Industrieländern mit Ausnahme Japans rascher zu als die Reallöhne (die Lohnquote bzw. der „real wage gap“ sind langfristig deutlich gesunken), gleichzeitig ist das Niveau der Realzinsen viel höher als zwischen 1945 und 1975. Diese Verbilligung des Faktors Arbeit gegenüber dem Faktor Realkapital hatte jedoch keine arbeitsintensivere Produktionsweise und damit keine substitutionsbedingte Zunahme der Nachfrage nach Arbeit zur Folge. Vielmehr nahm die Bedeutung von (arbeitsparenden) Rationalisierungsinvestitionen aus mehreren Gründen immer mehr zu: wegen der wachsenden Einsatzmöglichkeit der Mikroelektronik in mechanischen Prozessen, wegen des verstärkten internationalen Konkurrenzdrucks und der damit verbundenen Abwanderung von Investitionen und Arbeitsplätzen in Niedriglohnländer sowie infolge einer Wirtschaftspolitik, welche zunehmend versucht, die Probleme der eigenen Volkswirtschaft durch Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit zu mildern (und damit Arbeitslosigkeit oder Budgetdefizite zumindest teilweise zu „exportieren“). Unter diesen Bedingungen konnte die relative Verbilligung des Faktors Arbeit seit Anfang der achtziger Jahre den Anstieg der Arbeitslosigkeit nicht bremsen.

UNTERSCHIEDLICHES WACHSTUM IN DEN USA, WESTEUROPA UND JAPAN BIS 2000

Die Entwicklung der Weltwirtschaft wird in den kommenden Jahren wesentlich davon bestimmt werden, ob es gelingt, die für unternehmerisches Handeln und damit für das Wachstum von Investitionen, Produktion und internationalem Handel fundamentalen Rahmenbedingungen, nämlich stabile Zinssätze und Wechselkurse, in höherem Maß zu gewährleisten als in den letzten Jahren oder ob die Wirtschaftspolitik der einzelnen Län-

dern verstärkt versucht, die inhärente Instabilität der Finanzmärkte zum Vorteil der eigenen Volkswirtschaft zu nutzen. Im ersten Fall würde der Wettbewerb zwischen einzelnen Unternehmen auf den Güter- und Dienstleistungsmärkten durch eine verstärkte Kooperation in der Geld- und Fiskalpolitik gesamtwirtschaftlich gefördert, im zweiten Fall würden einzelne Volkswirtschaften im Kampf um Standortvorteile und damit um Investitionen, Produktion und Arbeitsplätze gegeneinander konkurrieren und dadurch den Wettbewerb auf der mikroökonomischen Ebene verzerren. Ob auf der makroökonomischen Ebene nationale Konkurrenz gegeneinander oder internationale Kooperation miteinander dominiert, wird besonders die Entwicklung der Wirtschaftsbeziehungen zwischen den USA, Westeuropa und Japan prägen; die wichtigste Rolle kommt dabei den USA als der wirtschaftlichen und politischen Führungsmacht zu.

ANHALTENDER WACHSTUMSVORSPRUNG DER USA

Die Wirtschaftspolitik der USA wird auch in den kommenden Jahren darauf abzielen, Budgetdefizit und Arbeitslosigkeit durch ein kontinuierliches Wachstum weiter abzubauen. Da politischer Konsens darüber besteht, einen ausgeglichenen Bundeshaushalt anzustreben, werden die expansiven Impulse wie in den letzten Jahren primär durch die Geldpolitik gesetzt: Die Leit- und Kreditzinsen dürften im Zuge einer leichten Wachstumsabschwächung 1996/97 sinken und im Durchschnitt 1996/2000 etwa so niedrig sein wie in der ersten Hälfte der neunziger Jahre.

Darüber hinaus wird die Wirtschaftspolitik in den USA danach trachten, den Wechselkurs des Dollars auf einem Niveau zu halten, das deutlich niedriger ist als die Kaufkraftparität zwischen den USA und ihren wichtigsten Konkurrenzländern, um so den seit fünf Jahren bestehenden Wachstumsvorsprung gegenüber Westeuropa und Japan zu wahren. Mehrere Faktoren werden es den USA erleichtern, dieses Ziel zu erreichen:

- die „strukturell“ restriktive Geldpolitik der Deutschen Bundesbank,
- die dadurch mitverursachte monetäre Spaltung Westeuropas,
- die Wachstumsabschwächung in den EU-Ländern infolge der gleichschrittig restriktiven Fiskalpolitik,
- die Schwächung der Wettbewerbsfähigkeit der japanischen Wirtschaft, insbesondere gegenüber ihren Konkurrenten in Ostasien,
- das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA und insbesondere ihre enorme Auslandsverschuldung.

Wegen der ausgeprägten Unterbewertung des Dollars gegenüber der DM und dem Yen sowie der relativ un-

günstigen Wirtschaftsentwicklung in Deutschland und Japan dürfte der Dollarkurs allerdings bis 1997 gegenüber der DM um etwa 10% und gegenüber dem Yen um etwa 15% steigen (jeweils im Vergleich zu 1995), danach aber wieder leicht sinken.

Im Durchschnitt 1995/2000 wird der Wechselkurs des Dollars gegenüber den Währungen der wichtigsten Konkurrenzländer im ungefähr gleichen Ausmaß *unterbewertet* sein wie in der ersten Hälfte der neunziger Jahre. Unter dieser Bedingung werden Exporte und Investitionen der USA weiterhin rascher expandieren als jene der anderen Industrieländer, die Gesamtproduktion der USA dürfte bis 2000 um durchschnittlich 2½% pro Jahr wachsen und damit um ½ Prozentpunkt rascher als die Wirtschaft in Westeuropa bzw. in Japan

SINKENDES WACHSTUM IN WESTEUROPA BIS 1998

Die mittelfristige Entwicklung wird in der EU vor allem dadurch bestimmt, ob die Wirtschaftspolitik stärker auf eine von allen Mitgliedsländern gemeinsam getragene *Kooperationsstrategie* setzt, um das Budgetdefizit und gleichzeitig auch die Arbeitslosigkeit zu senken, oder ob die einzelnen Volkswirtschaften verstärkt im Alleingang versuchen, Arbeitslosigkeit und Budgetdefizit zu exportieren, indem sie durch Abwertungen oder durch Einfrieren des nationalen Lohnniveaus ihre Exporte stimulieren, ihre Importe dämpfen und so den anderen Mitgliedsländern die Reduktion von Arbeitslosigkeit und Budgetdefizit erschweren. Ob die Wirtschaftsentwicklung der kommenden Jahre in Europa stärker von einer expansiven Kooperationsstrategie geprägt wird oder ob sich die *Konkurrenz der einzelnen Volkswirtschaften* um Arbeitsplätze und Leistungsbilanzüberschüsse verstärkt, wird wesentlich von der Wirtschaftspolitik des – besonders im monetären Bereich – führenden Landes abhängen, der *Bundesrepublik Deutschland*.

Um den „Möglichkeitsraum“ der künftigen Entwicklung Westeuropas unter den Ausgangsbedingungen hoher Budgetdefizite, steigender Arbeitslosigkeit und instabiler Wechselkurse auszuloten, sollen zunächst ein pessimistisches und ein optimistisches *Extrem Szenario* skizziert werden.

Im ersten Fall wird angenommen, daß sich das Wirtschaftswachstum im Lauf des Jahres 1996 deutlich abschwächt, die Arbeitslosigkeit – insbesondere in den europäischen Hartwährungsländern – steigt und die Budgetdefizite daher hinter dem „Maastricht-Fahrplan“ zurückbleiben. Letzteres versuchen die einzelnen Staaten durch *weitere Ausgabenkürzungen* wettzumachen, insbesondere in jenen Bereichen, wo dies rasch durchführbar ist: Sozialausgaben und Investitionen. Da diese jedoch besonders nachfragewirksam sind und überdies

die Verschärfung des Restriktionskurses im Gleichschritt erfolgt, entwickelt sich die Wachstumsabschwächung zu einer *echten Rezession*, welche in den europäischen Hartwährungsländern stärker ausgeprägt ist als in den Weichwährungsländern.

Die *Zinspolitik in Deutschland* trägt zur Verschlechterung der europäischen Konjunktur bei: Die Bundesbank senkt die Leitzinsen im Laufe des Jahres 1996 nur noch geringfügig und überdies zögerlich, das Niveau der Kreditzinsen in Europa geht deshalb viel langsamer zurück, als es die Konjunkturverschlechterung erfordern würde (insbesondere im „Hartwährungsblock“⁸⁾).

Die Wachstumsabschwächung seit Mitte 1995 ließ Arbeitslosigkeit und Budgetdefizite in Westeuropa wieder steigen. Wenn die Fiskalpolitik darauf mit weiteren Kürzungen der Staatsausgaben – insbesondere der nachfragewirksamen Sozialausgaben und der öffentlichen Investitionen – reagiert, besteht die Gefahr, daß sich die Konjunkturverlangsamung zu einer echten Rezession vertieft.

In der Rezession 1996/97 steigen in diesem Szenario die Budgetdefizite – insbesondere infolge höherer Arbeitslosigkeit – so stark, daß eine Erfüllung der fiskalischen Maastricht-Kriterien im Jahr 1998 für alle wichtigen EU-Länder unmöglich wird. Auch aus politischen Gründen scheitert das Projekt einer Währungsunion: Ihre *loffenen* Gegner, insbesondere (nunmehr) „monetär-nationalistische“ Parteien, welche sich davon einen Wählerzustrom erwarten, werden das *Projekt der Währungsunion selbst* für die Wirtschaftskrise verantwortlich machen (und nicht den spezifischen Inhalt der

⁸⁾ Die wichtigste Begründung für eine Verweigerung oder Verzögerung weiterer Leitzinssenkungen könnte eine Beschleunigung des Geldmengenwachstums (M3) liefern, welche die Bundesbank als Anzeichen eines höheren Inflationspotentials deutet. Eine solche Deutung ist jedoch dann in systematischer Weise falsch, wenn die Geldmenge M3 deshalb rascher wächst, weil ihre größte Einzelkomponente, die Spareinlagen, stärker expandieren: Ein höheres Sparen der Haushalte indiziert eine Abschwächung der Konsumnachfrage und damit des Inflationsdrucks sowie ein Sinken des Gleichgewichtszinssatzes. Tatsächlich leisteten in den letzten zwei Jahren nur noch die Spareinlagen einen deutlich positiven Wachstumsbeitrag zur Entwicklung von M3.

Als Indikatoren des Inflationspotentials sind enger definierte Geldmengen (ohne Spareinlagen), insbesondere M1, theoretisch besser fundiert, ihr empirischer Zusammenhang mit der Inflation ist jedoch in den achtziger Jahren zusammengebrochen. Deshalb gaben die Notenbanken aller anderen großen Industrieländer die Verfolgung bestimmter Geldmengenziele auf, die Deutsche Bundesbank reagierte hingegen 1988 mit dem Übergang zur erweiterten Geldmenge M3 als Basis ihrer Zinspolitik. Zur Geldmengenpolitik der Bundesbank aus der Sicht der USA siehe *Board of Governors* (1995).

Teilnahmekriterien sowie die Form ihrer wirtschaftspolitischen Umsetzung). Die *(verdeckten) Gegner* einer Euro-Währung werden auf einer engen Interpretation der Maastricht-Kriterien bestehen, da unter dieser Bedingung die dritte Stufe des Übergangs zur Währungsunion jedenfalls nicht vor dem Jahr 2000 begonnen werden könnte.

Das – zumindest vorläufige – Scheitern des Projekts einer Euro-Währung wird gemeinsam mit der verschlechterten Wirtschaftslage, insbesondere der hohen Arbeitslosigkeit, die Tendenzen zu einer wirtschaftlichen und politischen *Desintegration Westeuropas* verstärken: Einzelne Länder werden mehr als bisher versuchen, ihre Probleme durch Abwertung oder Null-Lohnrunden als „*nationale Kraftanstrengung*“ zu mildern, also zumindest teilweise auf Kosten der europäischen Partnerländer. Unter diesen Bedingungen scheint es fraglich, ob *Frankreich* an seiner engen wirtschaftlichen Kooperation mit Deutschland festhalten kann. Um den Wechselkurs des Franc zur DM halten zu können, bezahlt Frankreich schon jetzt einen hohen Preis, Budgetdefizit und Arbeitslosigkeit sind (noch) höher als in Deutschland, das *Realzinsniveau* ist wegen des latenten Spekulationsdrucks auf den Franc eines der höchsten in Westeuropa. Wird allerdings der Franc abgewertet, so würde der *Wirtschaftsstandort Deutschland* durch eine nunmehr „superharte“ DM zusätzlich verschlechtert.

In internationalem Kontext betrachtet, wären die *USA* der *Hauptnutznießer* eines solchen Divergenzprozesses, da dieser die EU in ihrer Gesamtheit nicht nur wirtschaftlich, sondern auch politisch schwächen würde.

Das *optimistische Szenario* nimmt an, daß die Bundesbank auf die Konjunkturverschlechterung bereits in der ersten Jahreshälfte mit erheblichen Zinssenkungen reagiert; dadurch geht das Niveau der Kreditzinsen (Prime Rate) von derzeit 6½% schrittweise auf etwa 4½% zurück und liegt damit nur noch geringfügig über der nominellen Wachstumsrate des BIP. Davon profitiert der *Unternehmenssektor* am stärksten, seine Zinszahlungen (sie betragen 1993 allein in Westdeutschland 252 Mrd DM) sinken um etwa 10%, die durch den hohen DM-Kurs und die Konjunkturschwäche gedrückte Gewinnsituation verbessert sich dadurch erheblich⁹⁾.

⁹⁾ Dieser kurzfristige Entlastungseffekt ist eine Folge des „Zinsakzelerators“: Sinkt der Nominalzins von 6,5% auf 4,5%, so sinken die Zinszahlungen bei flexibel verzinsten Schulden mit dem Faktor 4,5/6,5 und damit um etwa 31%. Empirisch ergibt sich eine hochsignifikante Elastizität der Zinszahlungen des westdeutschen Unternehmenssektors (einschließlich Wohnungswirtschaft) in bezug auf die (unverzögerte) Prime Rate von 0,35 (Stützperiode: 1970/1993), der Koeffizient ist in erster Linie deshalb kleiner als 1, weil ein Teil der Unternehmensschulden nicht flexibel verzinst wird und weil Änderungen der Prime

Eine an der Konjunkturverschlechterung orientierte Geldpolitik der Bundesbank ermöglicht nicht nur einen *Rückgang des gesamteuropäischen Zinsniveaus*, sondern auch Korrekturen der Disparitäten zwischen Hart- und Weichwährungen (letztere würden tendenziell aufwerten). Beide Faktoren tragen zu einer Milderung der Konjunkturverschlechterung im Laufe des Jahres 1996 bei.

Darüber hinaus gelingt es der *EU-Regierungskonferenz*, die im Weißbuch entwickelten Pläne für eine gesamteuropäische Investitions- und Beschäftigungsoffensive zu reaktivieren (dazu trägt die Erfahrung der Jahre 1995 und 1996 bei, daß eine Rücknahme der wirtschaftlichen Aktivitäten des Staates für eine Expansion des privaten Sektors nicht nur nicht ausreicht, sondern kurzfristig sogar den gegenteiligen Effekt hat).

Unter diesen einander ergänzenden Bedingungen gewinnt die europäische Konjunktur Ende 1996 wieder an Schwung, Arbeitslosigkeit und Budgetdefizit verringern sich wieder. In der Folge beschließt der Rat der EU 1998, daß eine hinreichend große Zahl von Mitgliedsländern die *Maastricht-Kriterien erreicht* habe, insbesondere „eine auf Dauer tragbare Finanzlage der öffentlichen Hand“. Die Beurteilung, ob ein Land die Kriterien für eine Teilnahme an der Währungsunion erfüllt, wird somit nicht primär unter statistischen Aspekten erfolgen, sondern in einer umfassenden *wirtschaftlichen und politischen Gesamtsicht*.

Die *vorliegende Prognose* nimmt an, daß sich die westeuropäische Wirtschaft zwischen diesen beiden Extremszenarien auf einem mittleren Pfad entwickeln wird. Die *Deutsche Bundesbank* wird das Leitzinsniveau 1996 zwar senken, jedoch weniger als im optimistischen Szenario angenommen. In den Hartwährungsländern wird das Zinsniveau daher um nur etwa 1, in den Weichwährungsländern um höchstens 2 Prozentpunkte zurückgehen. Die *Wechselkurse* zwischen den wichtigsten europäischen Währungen dürften sich nicht wesentlich verschieben. In Anbetracht der steigenden Arbeitslosigkeit wird die Regierung einzelner Länder zwar *auch* expansive Impulse setzen, insbesondere im Bereich der Investitionen in die Infrastruktur, ein europaweit koordiniertes Investitions- und Beschäftigungsprogramm dürfte jedoch nicht realisiert werden.

Unter diesen Bedingungen werden die *dämpfenden Effekte* einer zur Erreichung der Maastricht-Kriterien überwiegend restriktiven Fiskalpolitik noch *bis 1998 wirksam* sein, insbesondere weil viele Länder in jenem Jahr, das für die Länderbeurteilung nach den Maastricht-Kriterien maßgeblich ist, nämlich 1997, den restriktiven Kurs ihrer Budgetpolitik verschärfen; niedrigere Zinsen und ex-

Rate von den Banken nicht an alle Schuldner voll weitergegeben werden. Zum Zinsakzelerator und seiner makroökonomischen Relevanz siehe *Schulmeister* (1995).

Übersicht 2: Die wichtigsten Prognoseergebnisse im Überblick

	1965/1973	1973/1979	1979/1985	1985/1990	1990/1995	1995/2000
	Durchschnittliche jährliche Veränderung in %					
Wechselkurs 4 Reservewährungen je Dollar	- 27	- 23	87	- 91	- 12	21
Eurodollarzins in %	7,1	8,4	12,1	7,8	4,5	4,6
Erdölpreis \$ je Barrel		22,7	32,2	17,5	17,4	17,6
Welthandelspreise	+ 5,5	+15,2	+ 0,6	+ 4,2	+ 1,0	+ 2,7
Brennstoffe	+ 6,3	+32,3	+ 7,0	- 9,0	- 4,4	+ 1,4
Nahrungsmittel	+ 7,0	+10,0	- 2,2	+ 4,7	+ 4,9	+ 0,8
Industrierohstoffe	+ 5,3	+12,1	- 1,7	+ 4,2	+ 1,0	+ 2,8
Industriewaren	+ 5,5	+11,4	- 0,8	+ 7,1	+ 1,3	+ 2,3
Realzins für internationale Schulden ¹⁾ in %	1,3	- 7,6	11,1	3,5	3,4	1,9
Importe, real	+ 9,2	+ 3,3	+ 2,0	+ 7,0	+ 5,8	+ 7,5
Industrieländer	+ 9,7	+ 2,6	+ 1,2	+ 9,1	+ 4,9	+ 6,6
Erdölexporteure	+ 9,5	+14,3	+ 2,1	- 2,4	- 2,9	+ 3,7
Sonstige Entwicklungsländer	+ 7,6	+ 4,6	+ 4,6	+ 7,8	+11,4	+10,2
Oststaaten	+ 7,7	+ 1,6	+ 2,9	-10,8	- 4,0	+ 9,4
BIP, real	+ 5,7	+ 3,7	+ 2,5	+ 3,4	+ 1,9	+ 3,8
Industrieländer	+ 4,8	+ 2,7	+ 2,2	+ 3,2	+ 1,8	+ 2,1
Erdölexporteure	+ 9,0	+ 5,4	+ 0,9	+ 2,0	+ 2,3	+ 2,3
Andere Entwicklungsländer	+ 5,3	+ 5,1	+ 4,2	+ 5,3	+ 6,2	+ 6,3
Oststaaten	+ 7,1	+ 3,5	+ 2,0	+ 1,6	- 9,6	+ 4,4
Ost-Mitteleuropa						+ 5,5
GUS						+ 3,5
OECD	+ 4,8	+ 2,7	+ 2,2	+ 3,2	+ 1,8	+ 2,2
USA	+ 3,5	+ 2,5	+ 2,1	+ 2,8	+ 2,4	+ 2,4
Japan	+ 9,7	+ 3,6	+ 3,7	+ 4,5	+ 1,2	+ 2,1
OECD-Europa	+ 4,6	+ 2,5	+ 1,6	+ 3,2	+ 1,5	+ 2,0
Deutschland ²⁾	+ 4,1	+ 2,4	+ 1,1	+ 3,4	+ 2,2	+ 1,6

¹⁾ Eurodollarzins deflationiert mit den Welthandelspreisen insgesamt — ²⁾ Ab 1991 Gesamtdeutschland

pansive „Einzelimpulse“ der Fiskalpolitik verhindern jedoch, daß sich die Wachstumsschwäche zu einer echten Rezession ausweitert¹⁰⁾.

Den intensiven und mit spürbaren Wachstumsverlusten erkaufte Konsolidierungsanstrengungen der einzelnen Länder trägt der Rat der EU im Prognoseszenario dadurch Rechnung, daß er die Erfüllung der Kriterien für die Teilnahme an der Währungsunion im Geiste des Vertrags von Maastricht beurteilt: Entscheidend wird sein, ob die *generelle Ausrichtung* der Geld- und Fiskalpolitik eines Landes den Stabilitätszielen des Vertrags von Maastricht entspricht, ob also die Richtung der Entwicklung von Inflation, Zinssätzen, Budgetdefizit und Staatsverschuldung stimmt. Kleinere Abweichungen von den quantitativ formulierten Kriterien dürften somit toleriert werden. Dabei wird auch die Überlegung eine Rolle spielen, daß die Überwindung der monetären Spaltung nicht nur im wirtschaftlichen Gesamtinteresse der EU liegt (insbesondere im Hinblick auf die Konkurrenten USA und Japan), sondern auch eine notwendige Bedingung für eine Fortführung des *politischen Einigungsprozesses* ist.

¹⁰⁾ Nach Modellsimulationen senkt die gleichschrittige Reduktion des Budgetdefizits in den vier größten EU-Ländern deren Wirtschaftswachstum etwa zwei Jahre lang und bewirkt eine echte Rezession (Eichengreen – von Hagen, 1996). Da die vorliegende Prognose auch expansive Impulse der Wirtschafts-, insbesondere der Geldpolitik unterstellt (im Gegensatz zu den Modellberechnungen), nimmt sie eine bis 1998 anhaltende Wachstumsabschwächung, aber keine Rezession an.

Unter diesen Annahmen dürfte das Wirtschaftswachstum in Westeuropa von 2,8% (1995) auf 1,4% (1998) sinken, die Konjunkturverlangsamung wird in den Weichwährungsländern stärker und im „Hartwährungsblock“

Die Überwindung der monetären Spaltung liegt nicht nur im wirtschaftlichen Gesamtinteresse der EU – insbesondere im Hinblick auf die Konkurrenten USA und Japan –, sondern ist auch eine notwendige Bedingung für die Fortführung des politischen Einigungsprozesses.

schwächer ausfallen. So dürfte sich das Wachstum in Deutschland zwischen 1995 und 1998 von 2,1% auf 1,0% verlangsamen.

Nach Beginn der dritten und entscheidenden Phase des Übergangs zur Währungsunion wird eine *deutliche Wirtschaftsbelebung* einsetzen; die Prognose nimmt an, daß sich das Produktionswachstum in Westeuropa bis zum Jahr 2000 auf knapp 3% beschleunigt.

Über den gesamten Prognosezeitraum 1995/2000 sollte das BIP in den europäischen Industrieländern um knapp 2% pro Jahr wachsen, in den Weichwährungsländern etwas rascher und in den Hartwährungsländern etwas langsamer; in Deutschland dürfte etwa das Wirtschaftswachstum nicht ganz 1½% pro Jahr erreichen (Übersicht 2).

LANGSAME ERHOLUNG DER JAPANISCHEN WIRTSCHAFT

Die japanische Wirtschaft wird in den kommenden fünf Jahren um etwa 2% pro Jahr expandieren; damit ist das Wachstumstempo zwar merklich höher als zwischen 1990 und 1995 (+1,2%), jedoch viel geringer als in den siebziger und achtziger Jahren. Die wichtigste Ursache dieser Entwicklung liegt in der Abschwächung der *Export- und damit auch der Investitionsdynamik*. Die anhaltende Überbewertung des Yen verschlechtert die preisliche Wettbewerbsfähigkeit nicht nur gegenüber den USA, sondern auch gegenüber den Konkurrenzländern in Ostasien. Überdies wird das Exportwachstum Japans in den kommenden Jahren auch durch die Konjunkturschwäche in Westeuropa gedämpft.

Zwar versucht die japanische Wirtschaftspolitik, die Konsum- und Investitionsnachfrage durch eine *expansive Geld- und Fiskalpolitik* zu stimulieren, doch wird dies nur langsam gelingen: Über Jahrzehnte hatten Sparen und Arbeiten für die privaten Haushalte einen so hohen Stellenwert im Vergleich zu Konsum und Freizeit, daß ein Umlernen mehrere Jahre in Anspruch nehmen dürfte.

Wie bereits in der ersten Hälfte der neunziger Jahre wächst somit die Wirtschaft in den USA merklich rascher als in Westdeutschland und Japan, sie baut also ihren Produktions- und Einkommensvorsprung weiter aus

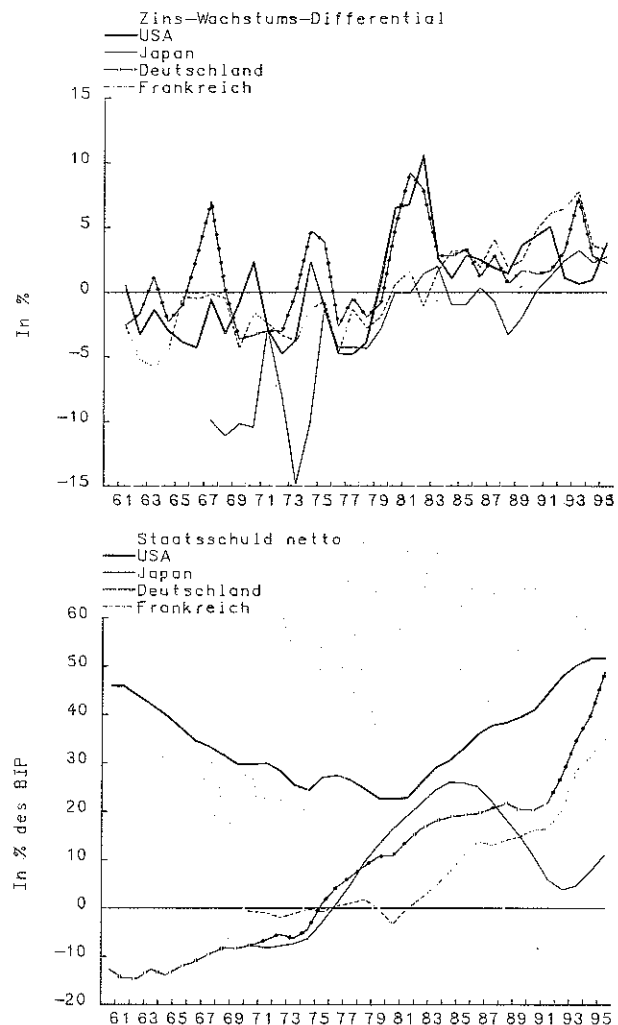
BESCHLEUNIGUNG DES WELT-HANDELSWACHSTUMS

Nachdem die Rohstoffpreise seit 1985 nur schwach stiegen (die Erdölpreise sind bis 1995 sogar auf die Hälfte gesunken), dürften sie sich bis 2000 etwa *gleichschrittig* mit den Preisen der Industriewaren entwickeln (Abbildung 7). Infolge der schwachen Konjunktur in Westeuropa und Japan sowie einer leichten Dollaraufwertung steigen die Preise im gesamten Welthandel (auf Dollarbasis) bis 1998 um nur knapp 2% pro Jahr, im Zuge der nachfolgenden Konjunkturbelebung dürften sie 1999 und 2000 stärker anziehen (etwa +4% pro Jahr). Insgesamt wird die Inflation für international gehandelte Güter zwischen 1995 und 2000 etwa 2½% betragen und damit höher ausfallen als in der ersten Hälfte der neunziger Jahre (1%)

Bei annähernd gleichschrittiger Entwicklung von Rohstoff- und Industriewarenpreisen verschieben sich die *Terms of Trade* zwischen den wichtigsten Ländergruppen nur geringfügig (Übersicht 2).

Die Rahmenbedingungen für den weltwirtschaftlichen Güter-, Einkommens- und Finanzierungskreislauf dürften in den kommenden fünf Jahren *stabiler* sein als in den siebziger und achtziger Jahren (Abbildung 7, Übersicht 2). Das Nominalzinsniveau der Weltwährung

Abbildung 7: Zinssatz, Wachstumsrate und Staatsverschuldung

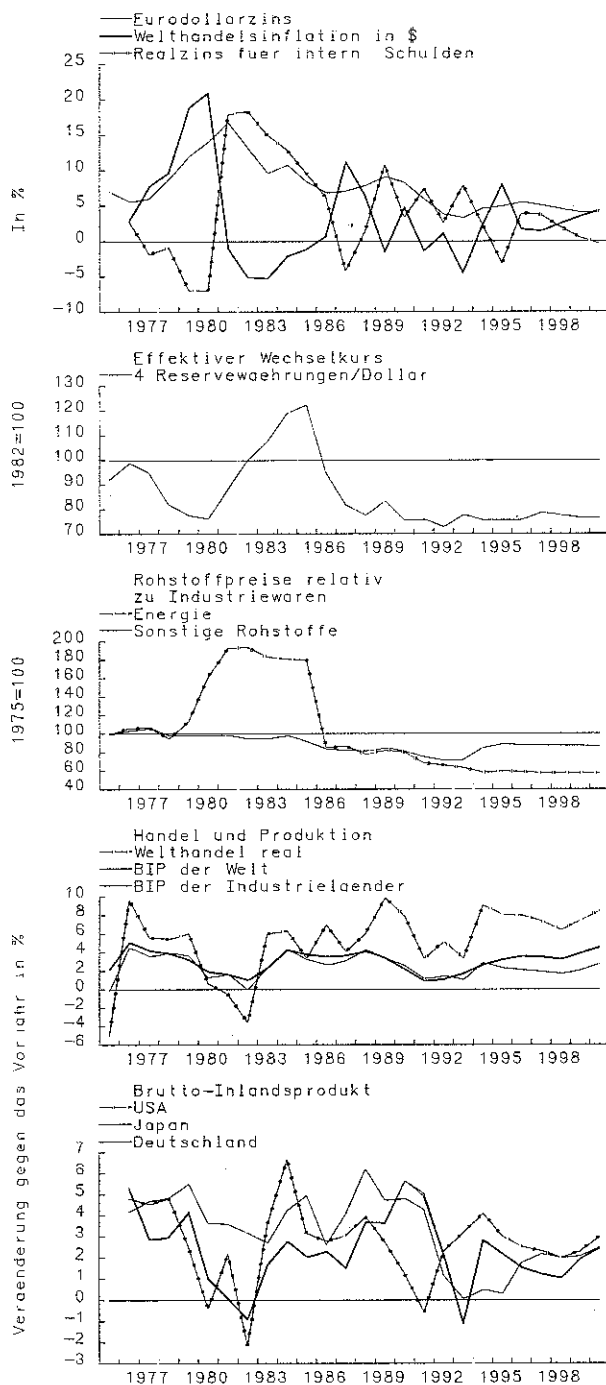


(Eurodollarzins) dürfte ab 1997 wieder merklich sinken und im Durchschnitt 1995/2000 4½% betragen, also ebenso hoch sein wie in der ersten Hälfte der neunziger Jahre. Der *Realzins für internationale Schulden* wird im gesamten Prognosezeitraum bei nur etwa 2% liegen und damit deutlich unter der Exportwachstumsrate der Schuldnerländer (nur unter dieser Bedingung können sie ein Primärdefizit und damit einen Ressourcentransfer zu ihren Gunsten aufrechterhalten, ohne daß ihre Auslandsschulden rascher wachsen als ihre Exporterlöse)

Die Rahmenbedingungen für den weltwirtschaftlichen Güter-, Einkommens- und Finanzierungskreislauf dürften in den kommenden fünf Jahren stabiler sein als in den siebziger und achtziger Jahren.

Unter diesen Bedingungen werden die *Importe* der nicht erdölexportierenden *Entwicklungsländer* weiter

Abbildung 8: Entwicklungstendenzen der Weltwirtschaft



kräftig expandieren, wegen der starken Verschlechterung ihrer Handelsbilanz allerdings etwas langsamer als seit Beginn der neunziger Jahre (Übersicht 2).

Die *Exportdynamik* wird sich weiterhin zugunsten der Entwicklungsländer in Südostasien, aber auch in Lateinamerika verlagern, die Exporte aller nicht erdölexportierenden Entwicklungsländer dürfte bis 2000 um durchschnittlich 11% pro Jahr expandieren und damit viel rascher als der gesamte Welthandel. Auch die *ehemaligen Planwirtschaften* – insbesondere die Transformationsländer in Ostmitteleuropa – werden *Marktanteile*

gewinnen, ihre Exporte dürften um etwa 9½% pro Jahr zunehmen. Hauptverlierer dieser Entwicklung werden die Industrieländer sein, ihr Marktanteil wird um mehr als 1% pro Jahr sinken. Insgesamt dürfte der *Welthandel* bis 2000 um durchschnittlich 7½% expandieren, etwas rascher als in der ersten Hälfte der neunziger Jahre (Übersicht 2).

TENDENZIELLE PRODUKTIONSVERLAGERUNG IN DIE ENTWICKLUNGSLÄNDER UND OSTSTAATEN

Das *mittelfristige Wachstumstempo der Weltwirtschaft* wird bis 2000 fast 4% pro Jahr betragen und so deutlich höher ausfallen als in den vergangenen 15 Jahren. Allerdings unterscheidet sich die Entwicklung in den einzelnen Ländergruppen markant.

Weitaus am stärksten expandiert die Produktion in den nicht erdölexportierenden *Entwicklungsländern*, insbesondere in Ostasien – mit +6½% pro Jahr ebenso rasch wie in der ersten Hälfte der neunziger Jahre.

Nach einem schweren Produktionseinbruch in den *ehemaligen Planwirtschaften* – insbesondere in der GUS – wird sich die Wirtschaft dieser Länder in den kommenden Jahren stark beleben: In Ostmitteleuropa sollte die Produktion bis 2000 um 5½% pro Jahr steigen, in den GUS-Staaten dürfte sie erst ab 1997 wieder wachsen. Im Durchschnitt der Jahre 1995/2000 wird das Wirtschaftswachstum in der GUS etwa 3½% betragen, in den Oststaaten insgesamt 4½%

LITERATURHINWEISE

- Avesani, R., Gallo, G. M., Salmon, M., „On the Nature of Commitment in Flexible Target Zones and the Measurement of Credibility: The 1993 ERM Crisis“, European University Institute, Florenz, Economics Department, Working Paper, 1994
- Barro, R., „Economic Growth in a Cross Section of Countries“, Quarterly Journal of Economics, 1991, 106, S. 407-444.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, „German Monetary Targeting: A Retrospective View“, Federal Reserve Bulletin, 1995, 81(10), S. 917-931
- Eichengreen, B., von Hagen, J., „Fiscal Restrictions and Monetary Union: Rationales, Repercussions, Reforms“, Empirica, 1996 (erscheint demnächst).
- Schulmeister, St., „Zinssatz, Wachstumsrate und Staatsverschuldung“, WIFO-Monatsberichte, 1995, 68(3)
- Schulmeister, St., „The Double Role of the Dollar as World Currency and as National Currency“ in Althaler, K., Hanappi, H. (Hrsg.), The Birth of the World Economy, Edward Elgar, London-New York, 1996

*Divergence in the International Growth Process
Medium-term Projections for the World Economy – Summary*

Over the next few years, the U. S. will attempt to reduce the budget deficit and unemployment by way of an expansive monetary policy, a goal that is likely to be achieved. Moreover, the U. S. will succeed in maintaining an undervalued exchange rate for the dollar. Under these circumstances, the U. S. economy might grow by 2½ percent on average until the year 2000, ½ percentage point faster than the economies of Western Europe and Japan.

The slowdown in economic growth since the middle of 1995 had the effect of raising budget deficits and unemployment in Western Europe. If fiscal policy responds to the deceleration with further cuts in government expenditures, there is a risk that the growth slowdown will deepen to a genuine recession. This can be expected to impede the integration process of the EU, because various countries might be tempted, more than now, to relieve their own problems through devaluations.

This forecast is based on the assumption that the EU countries, through more intense cooperation, will

succeed in avoiding a recession: the German Bundesbank will markedly lower key interest rates in the first half of 1996, facilitating a reduction in European interest rates; to combat unemployment, some specific measures might also be taken, such as stimulating investment in infrastructure. Under these assumptions, the economies of Western Europe might grow by 2 percent during the period 1996-2000.

The Japanese economy will continue to expand at a much lower rate than in the 1970s and 1980s. Growth in exports and investment will be considerably weaker than in the past: the sustained overvaluation of the yen lowers the competitiveness of the Japanese economy not only vis-à-vis other industrialized countries but also vis-à-vis competitors in East Asia. Moreover, Japanese exports will suffer from the weakness of the European market. Over the forecast period, GDP in Japan is likely to grow by no more than 2 percent per year on average.

TELEKOMMUNIKATION – WENDE IN SICHT  **ALLES DREHT SICH UM BTZ MIT ISDN**

BTZ ist das BildTextZentrum mit integriertem Satzstudio und eigener Reproanstalt, das die Zeichen der Zeit erkannt hat und die Zukunft bereits in der Gegenwart gestaltet. ISDN ist das Integrierte Sprach-Daten-Netz. Und Ihr Anschluß an die Kommunikation von morgen.

Ab sofort können Sie mit BTZ und ISDN Sprache, Daten, Texte und Bilder in digitaler Form über einen Anschluß übertragen. Dabei schneller und sicherer kommunizieren, Zeit sparen und Kosten senken.

Das BildTextZentrum in Korneuburg vermittelt Ihnen die Qualität des Reproduzierens auf höchstem Niveau: Mit ISDN, eigener Bilddatenbank und der Kompatibilität aller Systeme. Rufen Sie gleich Herrn Andreas Walka an. Vereinbaren Sie einen Gesprächstermin über die Wende in der Kommunikation.

 **BTZ** 
Das blitzschnelle BildTextZentrum

A-2100 Korneuburg Industriestraße 1 Telefon 0 22 62/56 15 Fax 0 22 62/56 18