

STEPHAN SCHULMEISTER

■ FINANZMARKTTURBULENZEN BEEINTRÄCHTIGEN INTERNATIO- NALE WACHSTUMSDYNAMIK

MITTELFRISTIGE PROGNOSE DER WELTWIRTSCHAFT
BIS 2002

Seit Mitte 1997 haben sich die Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft durch die Aufeinanderfolge von vier Entwicklungen verschlechtert, deren Hauptursache in einer zunehmenden Instabilität der Finanzmärkte und einer entsprechenden Unberechenbarkeit ihrer Akteure besteht: dem Einbruch von Nachfrage und Produktion in den „Tigerländern“ Ostasiens, der schweren Rezession in Japan, dem Zusammenbruch des Rubelkurses und der damit verbundenen Finanzkrise in Rußland sowie der Verschlechterung der Wirtschaftslage in Lateinamerika. Eine Senkung von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars und damit eine Entlastung der Schuldnerländer sowie eine Erholung der Rohstoffpreise werden dazu beitragen, daß die Weltwirtschaft nach einer Dämpfung 1998/99 wieder an Wachstumsdynamik gewinnt.

Wesentliche Voraussetzung für eine Prognose der weltwirtschaftlichen Trends ist eine Einschätzung ihrer Ausgangsbedingungen und damit insbesondere der Ursachen und Konsequenzen jener vier Entwicklungen, welche die Wachstumsdynamik seit Mitte 1997 deutlich beeinträchtigen: der Krise in den „Tigerländern“ Ostasiens, der Rezession in Japan, der dramatischen Verschlechterung der Wirtschaftslage in Rußland sowie der drohenden Finanzkrise in Lateinamerika. Die wichtigste gemeinsame Ursache dieser vier Entwicklungen besteht in der Instabilität der internationalen Finanzmärkte im allgemeinen und in jener des Dollarkurses im besonderen: Da der Dollar nicht nur die nationale Währung der USA, sondern zugleich auch die „key currency“ der Weltwirtschaft ist, verändern die Schwankungen von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars die Rahmenbedingungen für die globale Wachstumsdynamik.

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

ZUR DOPPELROLLE DES DOLLARS ALS NATIONALE UND GLOBALE WÄHRUNG

Die Rolle des Dollars als Weltwährung kommt in seinen drei Funktionen als „Numéraire“ für globale Flows und Stocks zum Ausdruck¹⁾:

- Alle wichtigen *Rohstoffe*, insbesondere Erdöl, notieren in Dollar (Wechselkurs des Dollars als weltwirtschaftlicher „flow price“).
- Die meisten *internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten* werden in Dollar gehalten (Zinssatz und Wechselkurs des Dollars als weltwirtschaftliche „asset prices“).
- Der globale *Devisenhandel* wird in Form von Transaktionen zwischen den verschiedenen Einzelwährungen und dem Dollar als „vehicle currency“ abgewickelt.

Aufgrund dieser weltwirtschaftlichen Funktionen beeinflussen Änderungen von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars nicht nur die ökonomischen Beziehungen zwischen den USA und den anderen Ländern (entsprechend seiner Rolle als Währung der USA), sondern auch globale Variable wie die relativen Preise zwischen Rohstoffen und Industriewaren und damit die Verteilung der Welthandelsenerlöse zwischen Industrie- und Entwicklungsländern, die Abfolge von Inflation und Deflation im Welthandel und den Realzins für internationale (Dollar-) Schulden.

Die wichtigste Konsequenz der Funktion des Dollarkurses als weltwirtschaftlicher „flow price“ besteht darin, daß seine Schwankungen *ceteris paribus* nicht nur die Terms of Trade zwischen den USA und den anderen Ländern verändern, sondern zwischen jedem Länderpaar, und zwar in Abhängigkeit vom Anteil der Rohstoffe („Dollargüter“) an den Gesamtexporten und -importen. Sinkt etwa der Wechselkurs des Dollars gegenüber der DM, so verschlechtern sich nicht nur die Terms of Trade der USA, sondern auch jene z. B. Saudi-Arabiens gegenüber Deutschland: Der Dollarkurs von Importen aus Deutschland steigt infolge einer Abwertung des Dollars gegenüber der DM, während der Dollarkurs von Erdöl gleich bleibt.

Von diesen *Verteilungseffekten* des Wechselkurses der Weltwährung sind jene Länder am stärksten betroffen, deren Deviseneinnahmen überwiegend durch Rohstoffexporte und damit in Dollar erwirtschaftet werden, während ihre Importe in erster Linie in Industriewaren bestehen – die wenig industrialisierten Entwicklungsländer, insbesondere die Erdölproduzenten:

- Solange die Erdölexportureure über eine relativ große Marktmacht verfügen, vor allem über ein effizientes

Kartell in Gestalt der OPEC, konnten sie auf eine Dollarabwertung und die damit verbundene Verschlechterung ihrer Einkommensposition mit einer überproportionalen Steigerung der *Dollarpreise* von Erdöl reagieren (die beiden Erdölpreisschocks 1973 und 1979 traten jeweils am Ende eines etwa zweijährigen Abwertungsschubs der Weltwährung auf; Abbildung 1).

- Je schwächer das OPEC-Kartell wurde, desto eher reagierten die einzelnen Erdölproduzenten auf Ab- bzw. Aufwertungen des Dollars und damit des realen Erdölpreises mit *Mengenanpassungen*, welche angesichts der geringen Preiselastizität der Energienachfrage einen Anstieg bzw. Rückgang des (nominellen) Erdölpreises auslösten; so trug die starke Dollarabwertung zwischen Anfang 1994 und Mitte 1995 (gegenüber der DM um 20% und gegenüber dem Yen um 25%) dazu bei, daß sich der Erdölpreis zwischen Mitte 1995 und Ende 1996 kräftig erholte (Abbildung 4). Umgekehrt dürfte die Dollaraufwertung zwischen Mitte 1995 und Mitte 1997 (gegenüber der DM um 30% und gegenüber dem Yen um 35%) ein Überangebot an Rohöl und damit den Erdölpreisverfall seit dem III. Quartal 1996 mitverursacht haben (Abbildung 4).

Da sich auch die Preise der anderen Rohstoffe gegenläufig zum Dollarkurs entwickeln, ergibt sich ein ausgeprägt inverses Verlaufsmuster zwischen den Rohstoffpreisen insgesamt und dem Wechselkurs ihrer „Numéraire-Währung“ (Abbildung 1).

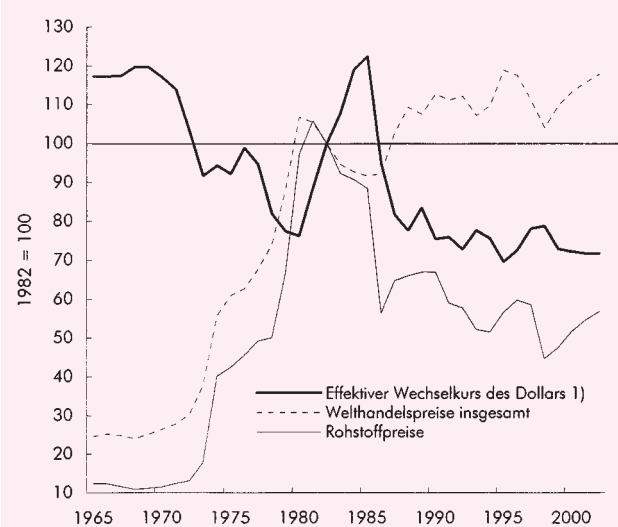
Berechnet man die Entwicklung der überwiegend in der Währung des Ursprungslands notierenden Preise von Industriewaren auf Dollarbasis, so zeigt sich (zwingend) ein gegenläufiger Verlauf zum Dollarkurs; dies ist deshalb mehr als ein rein statistisches Phänomen, weil der überwiegende Teil internationaler Schulden in Dollar gehalten wird und ihre Realzinsbelastung wesentlich von der Exportpreisentwicklung auf Dollarbasis bestimmt wird.

Im gesamten Welthandel schlägt sich somit die Rolle des Dollarkurses als weltwirtschaftlicher „flow price“ in einer Abfolge von *Inflations- und Deflationsphasen* nieder (Abbildung 1): Die siebziger Jahre waren durch sinkenden Dollarkurs und hohe Inflation im Welthandel charakterisiert; zwischen 1980 und 1985 stieg der Dollarkurs stark, und die Dollarpreise gingen insgesamt um 14,2% zurück; zwischen 1985 und 1995 verlor die Weltwährung wieder deutlich an Wert, und die Dollarpreise erholten sich. Nach 1995 trug der stärkste Anstieg des Dollarkurses seit Anfang der achtziger Jahre wesentlich dazu bei, daß die Dollarpreise im Welthandel drei Jahre lang sanken (insgesamt betrug die Deflation zwischen 1995 und 1998 12,5%).

Die wichtigste Folge der Rolle von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars als weltwirtschaftliche „asset prices“

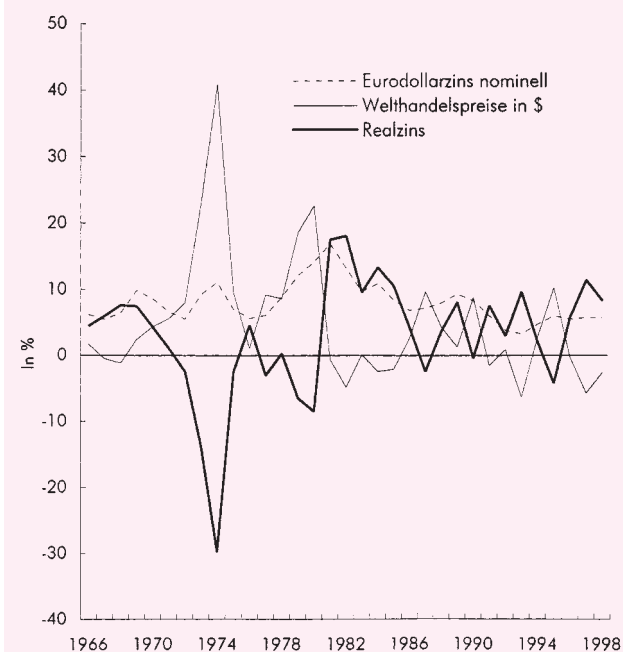
¹⁾ Eine genauere Analyse der Doppelrolle des Dollars als nationale Währung der USA und als „key currency“ der Weltwirtschaft findet sich in *Schulmeister (1998)*.

Abbildung 1: Dollarkurs und Welthandelspreise



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

Abbildung 2: Realzins für internationale Schulden



besteht in den hohen Schwankungen der *Realzinsen für internationale Schulden* (insbesondere jene der Entwicklungsländer werden zum größten Teil in Dollar gehalten), welche wiederum hauptsächlich durch die Abfolge von Inflations- und Deflationsphasen im Welthandel verursacht werden (Abbildung 2):

- Zwischen 1971 und 1980 war der Realzins einer Dollarschuld fast durchwegs negativ und betrug im Durchschnitt $-6,5\%$ (die *Welthandelsinflation* überstieg mit $15,0\%$ pro Jahr das Niveau des Eurodollarzinses von durchschnittlich $8,5\%$ erheblich).
- In der ersten Hälfte der achtziger Jahre ließen höhere nominelle Dollarzinsen und eine anhaltende *Deflation* den Realzins auf durchschnittlich $14,5\%$ steigen (die sprunghafte Zunahme um 26 Prozentpunkte zwischen 1980 und 1981 wurde zur wichtigsten Ursache für den Ausbruch der internationalen Schuldenkrise im darauffolgenden Jahr).
- Zwischen 1986 und 1990 bewirkte die mit der Dollarabwertung verbundene Beschleunigung der *Welthandelsinflation* auf $6,1\%$ pro Jahr gemeinsam mit niedrigeren Dollarzinsen einen deutlichen Rückgang des Realzinses für internationale Dollarschulden auf durchschnittlich $1,7\%$.
- Nach einer Phase relativer Stabilität von Dollarkurs, Dollarzins und Dollarpreisen im Welthandel ließ die Dollaraufwertung seit 1995 induzierte *Deflation* im Welthandel gemeinsam mit etwas höheren Dollarzinsen den Realzins wieder sprunghaft steigen, und zwar auf $9,9\%$ im Durchschnitt der Jahre 1996 bis 1998.

Die weltwirtschaftliche Entwicklung der letzten 25 Jahre war in hohem Maß von folgendem Widerspruch ge-

prägt: Einerseits beeinflussen Änderungen von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars die internationalen Wachstumsbedingungen erheblich (wegen der Rolle des Dollars als *Weltwährung*), andererseits werden diese Änderungen in erster Linie durch die „nationalökonomisch“ orientierte Wirtschaftspolitik der USA bestimmt (wegen der Rolle des Dollars als *nationale Währung* der USA). Dieser Konflikt trug nicht nur in hohem Maß zur Entstehung der beiden Erdölpreisschocks 1973 und 1979 sowie der internationalen Schuldenkrise bei, sondern beeinflusste auch die jüngsten Finanzkrisen in Ostasien, Rußland und Lateinamerika.

ZUR ENTSTEHUNG DER KRISE IN OSTASIEN

Zwei Tendenzen prägten die Wirtschaftsentwicklung in den „Tigerländern“ (in Abbildung 2 dargestellt am Beispiel von Südkorea): Erstens haben sich ihre Leistungsbilanzen seit 1993/94 merklich verschlechtert, und zweitens finanzierten sie diese Defizite überwiegend durch kurzfristige Dollarkredite westlicher Banken.

Die wichtigste Ursache für die *Leistungsbilanzdefizite* der ostasiatischen Entwicklungsländer war die Diskrepanz zwischen ihrer Wachstumsdynamik und jener in Europa und Japan:

- Seit Anfang der neunziger Jahre dämpfen anhaltend hohe Realzinsen, der Zusammenbruch des Systems fester EWS-Wechselkurse, die nachfolgende monetäre Spaltung Europas und die durch den Maastricht-Vertrag gleichgeschaltete Sparpolitik das europäische Wirtschaftswachstum nachhaltig.

- In Japan machte der Zusammenbruch des Spekulationsbooms auf den Aktien- und Immobilienmärkten immer mehr Bankkredite uneinbringlich; die gedämpfte Bereitschaft zur Kreditgewährung und zur Verschuldung verursachte gemeinsam mit der enormen Yen-Aufwertung die längste Wirtschaftskrise in der japanischen Nachkriegsgeschichte.

Gleichzeitig expandierten Realinvestitionen und Produktion in den Entwicklungsländern Ostasiens weiterhin rasch. Dementsprechend steigerten diese Länder ihre Importnachfrage nach Produkten aus der EU und Japan viel stärker als umgekehrt. Im Hinblick auf die Finanzströme bedeutete dies (dargestellt am Beispiel Deutschlands): bei restriktiver Fiskalpolitik und geringer Verschuldungsbereitschaft der Unternehmen nahm die überschüssige Liquidität der deutschen Banken immer mehr zu, ein erheblicher Teil dieser Mittel wurde an die dynamischen Länder Ostasiens verliehen; bis Ende 1996 waren die Forderungen deutscher Banken bereits auf 122,7 Mrd. \$ angewachsen (Sherman, 1998).

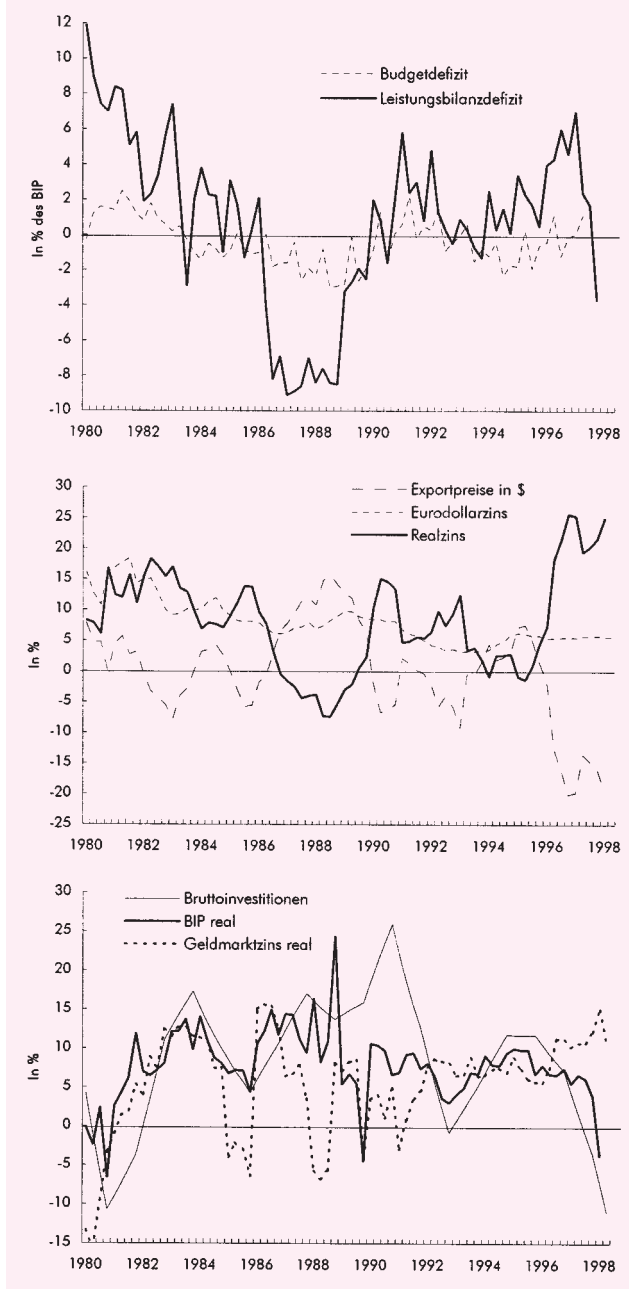
Eine wesentliche Ursache für den Ausbruch der Finanzkrise war die Tatsache, daß diese *Schulden in Dollar* gehalten wurden und daß 1995 die stärkste Dollaraufwertung seit Anfang der achtziger Jahre einsetzte; dies senkte die zur Bedienung von Auslandsschulden benötigten Exporterlöse in Dollar: Erhielt etwa Hyundai Mitte 1995 für ein nach Deutschland um 20.000 DM exportiertes Auto noch rund 14.300 \$, so waren es zwei Jahre später nur noch 11.100 \$, und zwar lediglich infolge der Dollaraufwertung gegenüber der DM.

Dieser Zusammenhang zeigt sich an der Entwicklung der Exportpreise Südkoreas in Dollar: Sie begannen Anfang 1996 deutlich zu sinken (innerhalb eines Jahres um 19,8%). Entsprechend stark stieg der Realzins für die koreanischen Auslandsschulden, nämlich von 0,8% im III. Quartal 1995 auf 20,3% zwei Jahre später. Diese Entwicklung verursachte eine *Knappheit an Dollarliquidität*, welche wiederum die ausländischen Gläubigerbanken veranlaßte, einen Großteil ihrer kurzfristigen Kredite abrupt abzuziehen (siehe dazu Radelet – Sachs, 1998).

Der wichtigste Grund, warum die Exportpreise Südkoreas in Dollar noch stärker sanken als die Welthandelspreise insgesamt dürfte darin liegen, daß der Won bereits Anfang 1996 abgewertet wurde und binnen Jahresfrist gegenüber dem Dollar fast 15% seines Werts einbüßte (die oft vorgebrachte These, die zu lang aufrechterhaltene Dollarbindung der Währungen der „Tigerländer“ sei eine wesentliche Ursache ihrer Finanzkrise, findet zumindest für Südkorea keine empirische Bestätigung²⁾).

²⁾ Die *Schuldenkrise Lateinamerikas* entwickelte sich nach einer ähnlichen Logik wie die aktuelle Krise in Ostasien: Zwischen 1980 und 1982 wurde die Rezession in den Industrieländern durch die dynamische

Abbildung 3: Zur Finanzkrise in Südkorea



Die nach dem Ausbruch der Krise vom Internationalen Währungsfonds geforderten Maßnahmen einer restriktiven Geld- und Fiskalpolitik dürften die Lage in den betroffenen Ländern zumindest kurzfristig verschärft haben (siehe dazu auch Radelet – Sachs, 1998). Dies gilt insbesondere für die Zinserhöhungen, welche die Investitionsbereitschaft weiter dämpften: So stiegen etwa die realen Geldmarktzinsen in Südkorea zwischen dem III. Quartal 1997 und dem I. Quartal 1998 von 10,7%

sche Importnachfrage der damaligen „Tigerländer“ wie Argentinien, Brasilien oder Mexiko gemildert, ihr *Leistungsbilanzdefizit* stieg sprunghaft. Gleichzeitig löste die Hochzinspolitik der USA eine dramatische *Dollaraufwertung* und damit eine *Deflation* im Welthandel aus.

auf 15,0%, gleichzeitig verstärkte sich der Rückgang der Investitionen enorm, nämlich von -3,5% im III. Quartal 1997 auf -11,0% im II. Quartal 1998 (Abbildung 3).

ZUR FINANZKRISE IN RUSSLAND

Der Zusammenbruch des Rubelkurses und die daraus resultierende Verschärfung der Wirtschaftskrise in Rußland sind in zweifacher Hinsicht mit der unmittelbar vorhergehenden Finanzkrise in Ostasien verknüpft:

- Der Abzug von Finanzkapital aus den „Tigerländern“ fiel zeitlich mit einem enormen Kapitalzufluß nach Rußland zusammen (die überschüssige Liquidität wurde, angezogen von den hohen Rubelzinsen, in erheblichem Ausmaß kurzfristig in Rußland veranlagt).
- Die Dollaraufwertung zwischen 1995 und 1997, welche den Anstieg der Realzinsen für internationale Schulden mitverursacht hatte, wurde indirekt auch zum Auslöser der russischen Finanzkrise, da sie wesentlich zum Verfall der Erdölpreise beitrug.

Beide Entwicklungen sollen im Zusammenhang mit der Entstehungsgeschichte der russischen Finanzkrise rekapituliert werden (Abbildung 4). Ausgehend von einer Hyperinflation von etwa 900% im Jahr 1993 gelang es, die Geldentwertung bis Anfang 1998 auf 10% zu senken. In dieser Übergangsphase waren die nominellen (Rubel-) Zinsen natürlich hoch, wenn auch mit sinkender Tendenz (Verzinsung von Schatzscheinen 1995 168%, 1996 86%, 1997 26%).

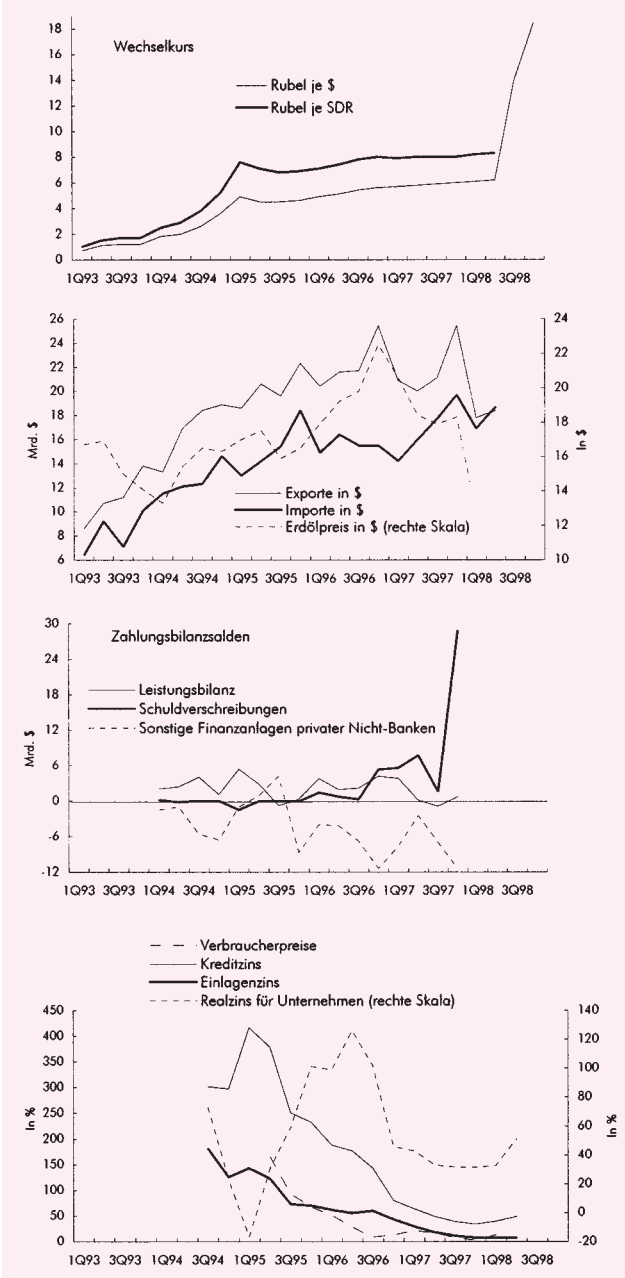
Um den Prozeß der Disinflation zu stärken, wurde der Wechselkurs des Rubels seit Anfang 1995 stabil gehalten. Diese Strategie konnte angesichts der zwar sinkenden, aber im Vergleich mit den Konkurrenten noch immer sehr hohen Preis- und Lohnsteigerungen (zunächst) verfolgt werden, weil der Preis des wichtigsten Exportgutes Rußlands, nämlich von Erdöl, auf dem Weltmarkt in Dollar bestimmt wird und nicht von den Produktionskosten in nationaler Währung abhängt³⁾.

Die an sich vernünftige Politik, die Inflation durch eine Wechselkursbindung zu brechen, schlitterte wegen des gleichzeitig freien (Finanz-)Kapitalverkehrs in folgendes Dilemma:

- Wird der feste Rubelkurs glaubwürdig, dann entsteht ein Ungleichgewicht: Die im Vergleich zu Dollar oder DM hohen Rubelzinsen machen die Verlagerung kurzfristigen Kapitals nach Rußland für westliche Banken enorm profitabel.

³⁾ Abbildung 4 verdeutlicht, in welchem hohem Maß die Entwicklung der Handelsbilanz Rußlands von jener des Erdölpreises bestimmt wird: So hat sich der Überschuß der Exporterlöse über die Importausgaben im Laufe des Jahres 1996 parallel zum Erdölpreisanstieg vergrößert und ist mit dem Rückgang des Erdölpreises seit dem IV. Quartal 1996 deutlich gesunken.

Abbildung 4: Zur Finanzkrise in Rußland



- Ist der feste Rubelkurs unglaubwürdig, dann droht Kapitalflucht, welche zunächst die Devisenreserven aufbraucht und schließlich eine Abwertung erzwingt.

Nacheinander wurden *beide Varianten* realisiert: Je länger der Rubelkurs stabil blieb, desto mehr Kapital floß in russische Schuldverschreibungen („debt securities“; 1. Halbjahr 1996 laut IWF 2 Mrd. \$, 2. Halbjahr 5,7 Mrd. \$, erste Jahreshälfte 1997 13,3 Mrd. \$). Nach dem Abzug von internationalem Finanzkapital aus Ostasien und der dadurch ausgelösten Krise stieg die kurzfristige Veranlagung in Rußland erheblich, und zwar auf 30,6 Mrd. \$ im 2. Halbjahr 1997 (Abbildung 4).

Mit dem beschleunigten Verfall des Erdölpreises ab November 1997 verstärken sich die Zweifel am festen Ru-

belkurs, und zwar zunächst bei russischen Unternehmen. Diese transferierten schon im IV. Quartal 1997 13,5 Mrd. \$ ins Ausland (Abbildung 4). Bis zum Sommer 1998 schwand das Vertrauen in den festen Rubelkurs immer mehr, und die Kapitalverlagerungen ins Ausland stiegen sprunghaft, obwohl die Zentralbank versuchte, durch außerordentlich hohe Rubelzinsen gegenzusteuern. Im August waren die Devisenreserven schließlich erschöpft, und die Kursbindung des Rubels mußte aufgegeben werden. Seither hat der Rubel gegenüber dem Dollar mehr als zwei Drittel seines Werts verloren (Abbildung 4); der wichtigste wirtschaftliche Erfolg in Rußland, die Stabilisierung der Inflation, wird deshalb wieder zunichte werden.

DAS ÜBERGREIFEN DER FINANZKRISEN AUF LATEINAMERIKA

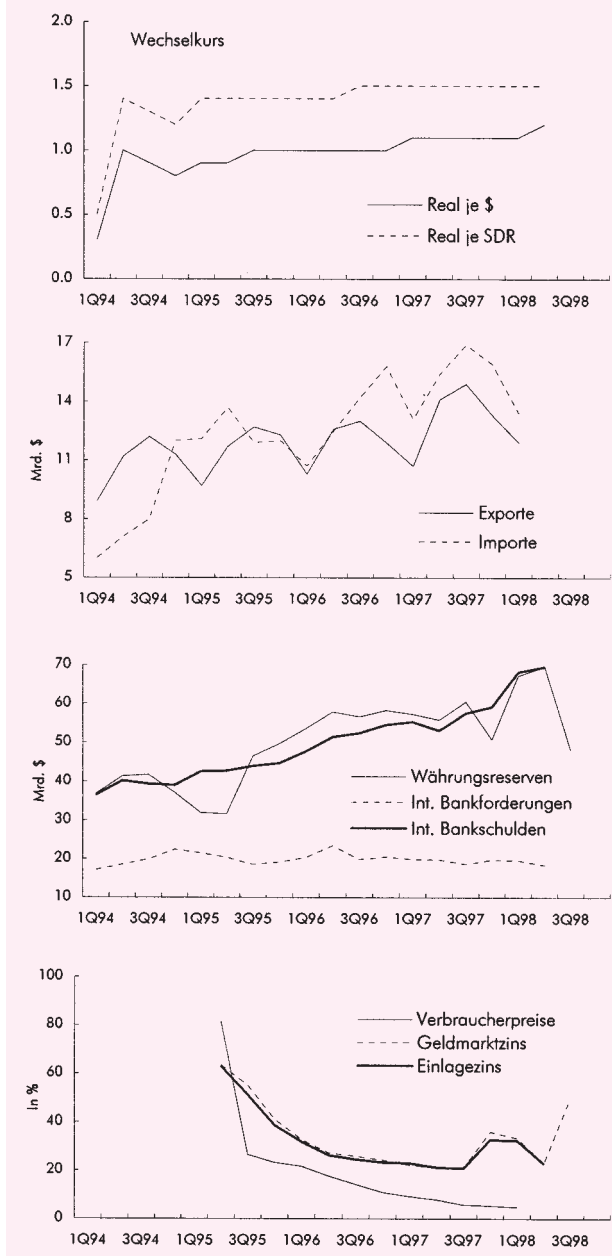
Die Entwicklung der Wirtschaft Brasiliens in den neunziger Jahren weist in einem wesentlichen Punkt Ähnlichkeiten mit jener in Rußland auf (Abbildung 5): Auch Brasilien versuchte ab Mitte 1994, die Hyperinflation durch eine Wechselkursbindung der neuen Währung, des Real, zu brechen. Tatsächlich verlangsamte sich die Geldentwertung deutlich, Anfang 1998 lag die Inflationsrate bei nur mehr 5%. In der Übergangsphase verursachten allerdings die noch wesentlich höheren Preis- und Lohnsteigerungsraten eine so starke *reale Aufwertung*, daß die brasilianische Handelsbilanz Mitte 1996 defizitär wurde (Abbildung 5).

Trotz einer weiteren Verschlechterung der Leistungsbilanz infolge der immer stärkeren Überbewertung des Real hielt die brasilianische Regierung am Kurs einer strikten Wechselkursbindung fest, um das mühsam erworbene Vertrauen der internationalen Finanzanleger nicht zu verlieren. Tatsächlich strömte immer mehr Kapital nach Brasilien, sowohl die Auslandsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken als auch die Währungsreserven der Notenbank nahmen stetig zu (Abbildung 5).

Mit Ausbruch der Finanzkrise in Rußland wuchsen die Zweifel an der „sustainability“ des brasilianischen Hartwährungskurses. Seither wurde immer mehr Finanzkapital aus Brasilien abgezogen – innerhalb von drei Monaten gingen die Währungsreserven um ein Drittel zurück, gleichzeitig verloren brasilianische Aktien etwa die Hälfte ihres Werts. Die Regierung begegnet der Kapitalflucht und dem damit verbundenen Abwertungsdruck auf den Real mit einer *Anhebung der Zinssätze*. Dies hat allerdings die Konsequenz, daß die realen Kreditzinsen auf mehr als 40% gestiegen sind.

Angesichts der wirtschaftlichen Bedeutung Brasiliens für Lateinamerika, aber auch für die USA versucht der Internationale Währungsfonds, durch eine sehr umfangreiche Finanzhilfe im Ausmaß von 40 Mrd. \$ den Ausbruch einer ähnlichen Finanzkrise wie in Ostasien oder Ruß-

Abbildung 5: Wirtschaftsentwicklung in Brasilien



land zu verhindern. Solange allerdings der kurzfristig-spekulative Kapitalverkehr keinerlei Einschränkungen unterworfen wird, muß daß Zinsniveau so hoch gehalten werden, daß nicht nur in Brasilien selbst, sondern in ganz Lateinamerika eine schwere Rezession droht, die schließlich doch eine Finanzkrise auslösen könnte.

PROGNOSE DER WELTWIRTSCHAFTLICHEN RAHMENBEDINGUNGEN

Angesichts der Finanzkrisen in Ostasien und Rußland sowie der Verschlechterung der Wirtschaftslage in Lateinamerika scheint die Wirtschaftspolitik der USA in jüngster Zeit die Rolle des Dollars nicht nur als nationale Währung, sondern auch als „key currency“ der Weltwirt-

schaft zu berücksichtigen. So dürften die Leitzinsen seit dem Sommer 1998 nicht nur aus Sorge um die heimische Konjunktur dreimal gesenkt worden sein (die Wirtschaft der USA entwickelte sich im III. Quartal sogar überraschend gut), sondern auch wegen der weltweiten Finanzunruhen. Jeder deutliche Rückgang von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars verringert die reale Last internationaler Dollarschulden; eine solche Lockerung der monetären Rahmenbedingungen erleichtert überdies eine mittelfristige Erholung der Rohstoffpreise.

Diese drei Zinssenkungsschritte hatten bereits eine erhebliche Abwertung der Weltwährung – seit dem Höchststand im Sommer 1998 hat der Dollar gegenüber der DM 10% und gegenüber dem Yen sogar 17% seines Wertes verloren – und so einen Rückgang des Realzinses für internationale Schulden zur Folge, doch dürfte dies angesichts des Verschuldungsgrads vieler Entwicklungsländer nicht ausreichen, um die Gefahr einer weiteren Ausbreitung der Finanzkrise zu bannen.

Überdies sprechen auch „nationalökonomische“ Gründe für eine weitere *Rücknahme der Dollarzinsen*: Für die USA wird eine merkliche Konjunkturabschwächung erwartet, gleichzeitig ist der Preisanstieg zum Stillstand gekommen.

Die vorliegende Prognose nimmt daher an, daß die Notenbank der USA die Leitzinsen weiter in kleinen Schritten senken wird; dementsprechend dürfte der Eurodollarzins von 5½% im Jahresdurchschnitt 1998 auf 4% im Jahr 2000 zurückgehen. Diese Entwicklung wird dazu beitragen, daß auch der *Wechselkurs des Dollars* weiter nachgibt, zumal die Europäische Zentralbank die Leitzinsen in der „Etablierungsphase“ des Euro in geringem Ausmaß senken wird als die Fed. Überdies dürften die teilweise Auflösung von nicht mehr benötigten Dollarreserven europäischer Notenbanken sowie Portfolioumschichtungen privater „asset holder“ zugunsten des Euro zu einer Schwächung des Dollarkurses beitragen.

Die Prognose nimmt an, daß der Dollar gegenüber der DM bzw. dem Euro bis zum Jahr 2000 etwa 10% an Wert verlieren wird, gegenüber dem Yen etwa 8% (jeweils relativ zum Jahresdurchschnitt 1998). Diese Entwicklung sollte eine merkliche Erholung der *Rohstoffpreise*, insbesondere des Erdölpreises bewirken: Bis zum Jahr 2002 dürfte der Erdölpreis wieder das Niveau von 1997, dem Basisjahr der Prognose erreichen (etwa 19 \$ je Barrel). Auch die Preise der anderen Rohstoffe sollten in den kommenden Jahren den starken Rückgang des Jahres 1998 annähernd wettmachen (Abbildung 1, Übersicht 1).

Die Welthandelspreise von Industriewaren auf Dollarbasis dürften nach einem absoluten Rückgang in den Jahren 1996, 1997 und 1998 bis zum Ende des Prognosezeitraums merklich steigen, insbesondere in den Jahren einer deutlichen Dollarabwertung (Abbildung 8).

Für die *Dollarpreise im gesamten Welthandel* impliziert die Prognose daher nach einer dreijährigen Deflationsphase ab 1999 eine kräftige Erholung; einschließlich des Jahres 1998, in dem die Welthandelspreise um etwa 6½% zurückgingen, ergibt sich bis 2002 ein leichter Anstieg um durchschnittlich etwas mehr als 1% pro Jahr (Abbildung 8, Übersicht 1).

Unter diesen Bedingungen dürfte der *Realzins für internationale Schulden* – nach seinem Rekordniveau in den Jahren 1996 bis 1998 von durchschnittlich 9,9% – im nächsten Jahr leicht negativ werden und bis 2002 nur geringfügig steigen (Abbildung 8).

Diese Erleichterung der Finanzierungsbedingungen internationaler Schulden ist eine wesentliche Voraussetzung, um eine weitere Ausbreitung der jüngsten Finanzkrisen, insbesondere ein Übergreifen auf Lateinamerika zu vermeiden.

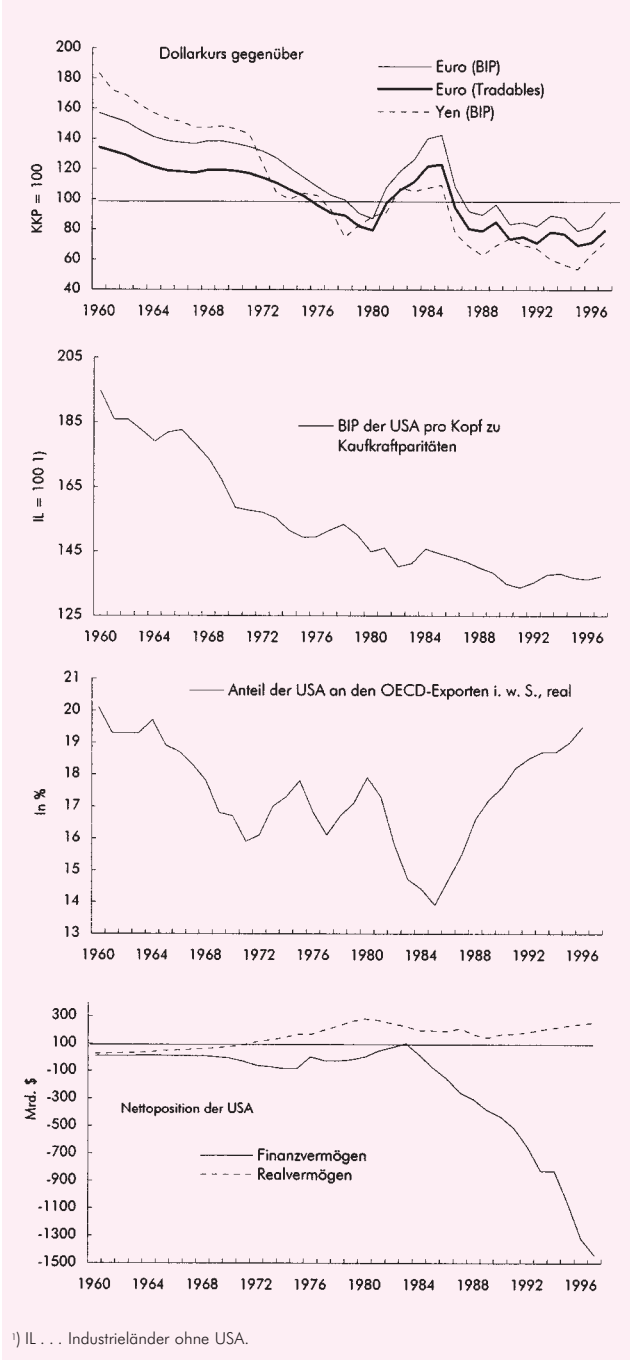
DIE MITTELFRISTIGE ENTWICKLUNG IN DER TRIADE

Insgesamt dürfte die Weltproduktion zwischen 1997 und 2002 um 3½% und der Welthandel um 6½% pro Jahr expandieren. Während die EU und die USA ein Wirtschaftswachstum von etwa 2½% erreichen werden, wird es in Japan 1% kaum übersteigen.

Die Wirtschaftsdynamik der USA relativ zu Europa und Japan wird mittel- und längerfristig in hohem Maß von der Doppelrolle des Dollars geprägt, insbesondere davon, ob ein Regime einer „billigen“ oder einer „teuren“ Weltwährung dominiert (Abbildung 6):

- Die starke *Überbewertung* des Dollars während der Gültigkeit des Systems von *Bretton Woods* trug wesentlich dazu bei, daß die USA in den sechziger Jahren Weltmarktanteile verloren (ihre Exporte von Gütern und Dienstleistungen wuchsen langsamer als jene aller Industrieländer im Durchschnitt), und erleichterte den Aufholprozeß der anderen Industrieländer (war das BIP der USA pro Kopf zu Kaufkraftparitäten 1960 noch fast doppelt so hoch gewesen wie jenes der anderen Industrieländer, so betrug dieser Vorsprung 1973 nur noch etwa 55%; Abbildung 6).
- Nach einer Erholung des Marktanteils der USA im Zuge der deutlichen Dollarabwertung in den siebziger Jahren hatte die Kombination *hoher Dollarzinsen* mit einem steigenden und zunehmend *überbewerteten Dollarkurs* in der ersten Hälfte der achtziger Jahre neuerlich markante Marktanteilsverluste zur Folge, welche langfristig auch die technologische „leader-

Abbildung 6: Die Position der USA in der Weltwirtschaft



1) IL ... Industrieländer ohne USA.

ship“ zu gefährden drohten, insbesondere durch die „japanische Herausforderung“.

- Der von dieser Entwicklung mitbeeinflusste Kurswechsel zu einer Politik *niedriger* und relativ stabiler *Dollarzinsen*, welche gemeinsam mit einer Strategie eines „talking the dollar down“ eine stark „*überschießende*“ *Dollarabwertung* nach sich zog, verbesserte die Konkurrenzfähigkeit der USA enorm: War der Dollar gegenüber dem ECU bzw. Euro 1985 auf der Basis eines BIP-Warenkorbs um 42,4% und auf der Basis eines Warenkorbs international gehandelter Güter (tradables) um 23,0% überbewertet, so lag er 1997 um 8,0% bzw. um 21,5% unter der Kaufkraftparität

des BIP bzw. der tradables (noch stärker unterbewertet ist der Dollar gegenüber dem Yen); dementsprechend wuchsen die Gesamtexporte der USA seit 1985 wesentlich rascher als jene der anderen Industrieländer (Abbildung 6)⁴).

Das hohe *Leistungsbilanzdefizit der USA* widerspricht nicht den Berechnungen, wonach der Dollar gegenüber dem Euro und dem Yen markant unterbewertet ist. Vielmehr ist das hohe außenwirtschaftliche Defizit der USA in erster Linie eine Folge der *Doppelrolle des Dollars*: Sie ermöglicht es den USA als einzigem Land, sich nahezu schrankenlos in eigener Währung im Ausland zu verschulden (überdies besteht ein großer Teil der Importe der USA in Luxusgütern; sie werden primär von den einkommenstärksten Schichten gekauft, deren Nachfrage kaum preiselastisch ist). Die USA nutzen diese Möglichkeit in so hohem Maß, daß sie zum weitest- aus größten Schuldnerland der Welt geworden sind – ihre Auslandsverbindlichkeiten erreichen netto fast 1.500 Mrd. \$ und übersteigen damit die Nettoschulden aller Entwicklungsländer (Abbildung 6).

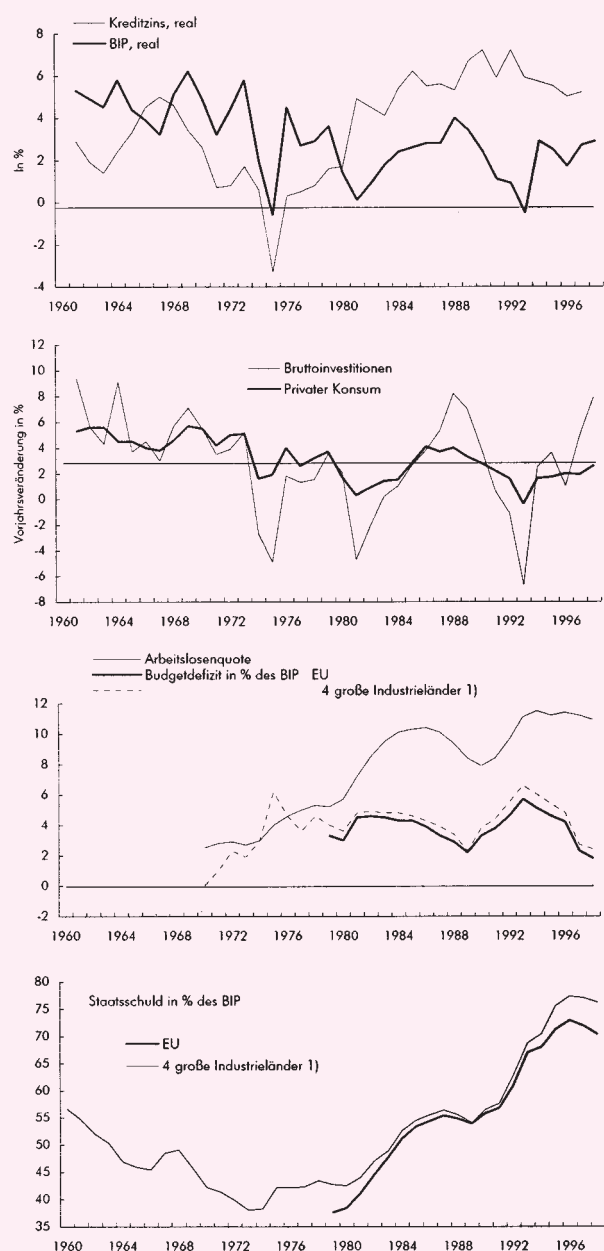
Die Gesamtexporte der EU und Japans entwickeln sich seit Mitte der achtziger Jahre „spiegelverkehrt“ zu jenen der USA: Nicht zuletzt infolge der Überbewertung ihrer Währungen erlitten insbesondere die Hartwährungsländer innerhalb der EU sowie Japan merkliche *Marktanteilsverluste*.

Anfang der neunziger Jahre nahm die Diskrepanz zwischen der Wirtschaftsdynamik der EU und der USA aus folgenden Gründen zu:

- Eine ausgeprägte Niedrigzinspolitik, der unterbewertete Dollarkurs, eine „nachfrageschonende“ und „passive“ Budgetkonsolidierung (sie forderte von den Bestverdienern durch eine Erhöhung des Spitzensteuersatzes die höchsten Beiträge, verzichtete aber auf ein „Sparpaket“) und eine Ausweitung der negativen Einkommensteuer zur Stärkung der Kaufkraft der einkommenschwächsten Schichten ermöglichte den USA, das Wirtschaftswachstum zu steigern und zu stabilisieren.
- In der EU trugen hingegen die Hochzinspolitik der Bundesbank (sie hob 1992 den Diskontsatz auf das höchste Niveau der Nachkriegszeit an), der dadurch mitverursachte Zusammenbruch des Systems fester EWS-Wechselkurse, die zunehmende Überbewertung der EU-Hartwährungen und eine durch den Maastricht-Vertrag „gleichgeschaltete“ Sparpolitik wesentlich dazu bei, daß das mittelfristige Wachstumstempo auf das niedrigste Niveau der Nachkriegszeit fiel (Abbildung 7).

⁴) Die Berechnung von Kaufkraftparitäten für den ECU bzw. Euro auf der Basis eines Warenkorbs des BIP bzw. von tradables wird in *Schulmeister* (1997) diskutiert.

Abbildung 7: Entwicklung der Wirtschaft in den 15 EU-Ländern



) Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien.

Unter diesen Bedingungen konnten die USA Anfang der neunziger Jahre die seit 1980 positive Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate verringern, was wiederum den Prozeß der Budgetkonsolidierung wesentlich erleichterte. Je weiter nämlich der Zinssatz die Wachstumsrate übersteigt, desto geringer ist die Bereitschaft und auch der Spielraum der Unternehmen, Investitionskredite aufzunehmen, also das Sparen der Haushalte in Realkapital zu transformieren und so das Wirtschaftswachstum zu fördern (siehe dazu Schulmeister, 1996).

In der EU weitete sich hingegen das *Zins-Wachstums-Differential* Ende der achtziger Jahre markant aus. In dieser Situation beeinträchtigte die Sparpolitik nicht nur

das Wirtschaftswachstum wesentlich stärker als in den USA, sondern bremste gleichzeitig den Anstieg der *Staatsschuldenquote* kaum: Obwohl das Budgetdefizit im EU-Durchschnitt seit 1993 zurückging, nahm die Staatsschuldenquote bis 1996 weiter zu und ist auch seither in den vier großen EU-Ländern kaum gesunken (Abbildung 7; ein Vergleich des ersten mit dem vierten Diagramm verdeutlicht die große Bedeutung des Zins-Wachstums-Differentials für die Dynamik der Staatsverschuldung).

Die *Wirtschaftsentwicklung* dürfte in den USA in den kommenden Jahren von folgenden Faktoren geprägt sein:

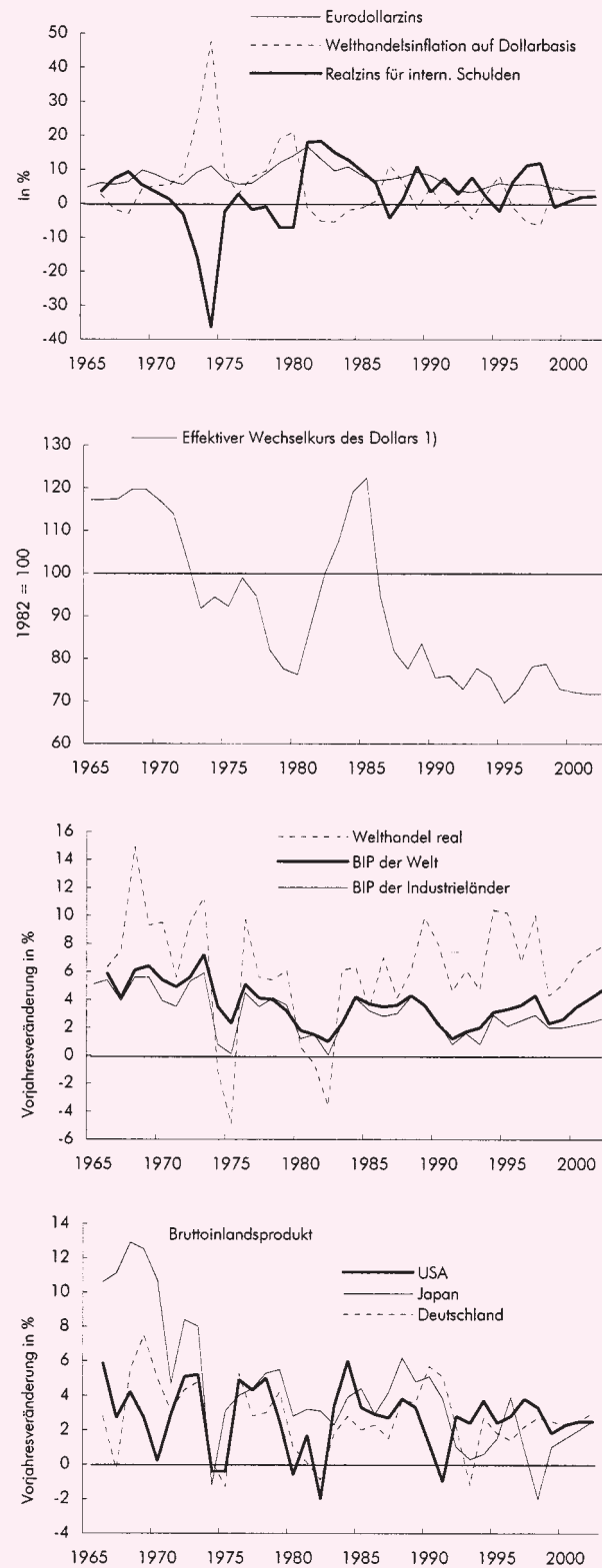
- Nach sieben Jahren eines stabilen Wachstums von etwa 3% pro Jahr verliert die Konjunktur an Dynamik, nicht zuletzt infolge der mit den Finanzkrisen in Ostasien und Rußland verbundenen Verunsicherung von Unternehmen und Haushalten und einer größeren Zurückhaltung der Banken in der Kreditvergabe.
- Die zur Vermeidung eines Übergreifens der Finanzturbulenzen auf Lateinamerika nötige Senkung von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars als Weltwährung wird das Wachstum der Exporte der USA stärken und die Investitionsdämpfung in den USA mildern.
- Der Überschuß des Bundesbudgets gibt den USA großen Spielraum für eine expansive Fiskalpolitik im Fall eines unerwartet starken Konjunkturreinbruchs; antizipieren dies die Akteure, so werden sie auf mögliche „Schocks“ weniger stark reagieren und so deren Dämpfungseffekte abschwächen.

Angesichts dieser Ausgangssituation nimmt die Prognose des WIFO an, daß sich das Wirtschaftswachstum der USA zwar 1999 merklich verlangsamt, im Jahr 2000 dürfte es aber wieder anziehen und im Jahr 2001 einen mittelfristigen Trendwert von 2,5% erreichen (Abbildung 8).

Die *Ausgangsbedingungen in der EU* sind tendenziell „spiegelverkehrt“ zu jenen in den USA:

- Die europäische Konjunktur befindet sich noch in einer Aufschwungsphase; die Binnennachfrage, insbesondere die Investitionen, aber auch der private Konsum haben erst in jüngster Zeit an Dynamik gewonnen.
- Die Realisierung der Währungsunion und die geringere Finanzverflechtung mit Lateinamerika lassen ein hohes Maß an monetärer Stabilität in der EU erwarten. Allerdings dürfte die mit der Abwertung des Dollars, aber auch aller Währungen der ostasiatischen Entwicklungsländer verbundene Aufwertung des schon derzeit überbewerteten ECU bzw. Euro die EU-Exporte dämpfen.
- Ähnliches gilt für die Zinssätze, die weiterhin deutlich über der BIP-Wachstumsrate liegen. Die EZB wird in

Abbildung 8: Entwicklungstendenzen der Weltwirtschaft



) Gegenüber DM, französischem Franc, Pfund, Yen.

der Frühphase der Währungsunion eher eine restriktive als eine expansive Zinspolitik verfolgen, was wiederum die Investitionsdynamik beschränken dürfte.

- Der fiskalische Spielraum ist angesichts weiterhin ausgeprägter Budgetdefizite und des positiven Zins-

Übersicht 1: Die wichtigsten Prognoseergebnisse im Überblick

	1973/ 1979	1979/ 1985	1985/ 1991	1991/ 1997	1997/ 2002
Durchschnittliche jährliche Veränderung in %					
Wechselkurs 4 Reservewährungen je Dollar	- 2,3	8,7	- 7,4	+ 0,6	- 1,8
Eurodollarzins in %	8,4	12,1	7,5	4,8	4,4
Erdölpreis \$ je Barrel	22,7	32,2	17,8	17,9	16,4
Welthandelspreise	+15,2	+ 0,6	+ 3,3	- 0,0	+ 1,2
Brennstoffe	+32,3	+ 7,0	- 9,6	- 0,1	- 0,2
Nahrungsmittel	+10,0	- 2,2	+ 3,2	+ 4,7	+ 0,6
Industrierohstoffe	+12,1	- 1,7	+ 1,9	- 0,4	- 1,4
Industriewaren	+11,4	- 0,8	+ 6,2	- 1,0	+ 1,1
Realzins für internationale Schulden ¹⁾ in %	- 7,6	11,1	4,2	4,7	3,1
Importe, real	+ 3,3	+ 2,0	+ 6,6	+ 8,0	+ 6,3
Industrieländer	+ 2,6	+ 1,2	+ 8,3	+ 7,1	+ 6,4
Erdölexporteure	+14,3	+ 2,1	- 1,5	+ 4,3	+ 2,6
Sonstige Entwicklungsländer	+ 4,6	+ 4,6	+ 7,9	+12,3	+ 6,2
Oststaaten	+ 1,6	+ 2,9	-11,2	+ 3,4	+ 6,2
BIP real	+ 3,7	+ 2,4	+ 3,1	+ 3,0	+ 3,5
Industrieländer	+ 2,8	+ 2,1	+ 2,8	+ 2,1	+ 2,3
Erdölexporteure	+ 5,4	+ 0,9	+ 2,5	+ 2,9	+ 2,1
Andere Entwicklungsländer	+ 5,1	+ 4,2	+ 5,3	+ 6,8	+ 5,5
Oststaaten	+ 3,5	+ 2,0	+ 0,0	- 5,0	+ 2,6
Ost-Mitteuropa	.	.	.	+ 1,0	+ 4,4
GUS	.	.	.	- 9,0	+ 1,5
OECD	+ 2,8	+ 2,1	+ 2,8	+ 2,1	+ 2,3
USA	+ 2,6	+ 1,9	+ 2,1	+ 3,0	+ 2,5
Japan	+ 3,5	+ 3,3	+ 4,5	+ 1,4	+ 0,9
EU	+ 2,5	+ 1,5	+ 2,8	+ 1,7	+ 2,5
Deutschland ²⁾	+ 2,4	+ 1,1	+ 3,6	+ 1,5	+ 2,5

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

Wachstums-Differentials in der EU viel kleiner als in den USA.

Unter diesen Bedingungen wird auch in der EU das Wirtschaftswachstum 1999 sinken, aber schwächer als in den USA. Allerdings dürfte es sich erst 2001 und 2002 merklich beschleunigen (nach der Einführungsphase des Euro wird auch die EZB eine verhalten-expansive Zinspolitik verfolgen). Über den gesamten Prognosezeitraum 1997/2002 ergibt sich demnach ein Wirtschaftswachstum von 2½% pro Jahr.

Japan durchläuft derzeit die schwerste Rezession der Nachkriegszeit, das BIP dürfte 1998 um 2,5% schrumpfen und auch im nächsten Jahr nur schwach steigen (+1,0%). Die Vernichtung (fiktiver) Vermögenswerte durch den Zusammenbruch des Spekulationsbooms auf den Aktien- und Immobilienmärkten Anfang der neunziger Jahre, die Fragilität des Bankensektors angesichts des großen, aber nicht klar dokumentierten Volumens an „faulen“ Krediten und die wachsende Arbeitslosigkeit haben die japanische Gesellschaft nicht nur in ökonomischer, sondern auch in sozial-psychologischer Hinsicht fundamental erschüttert: Über Jahrzehnte hatten Sparen und Arbeiten einen so hohen Stellenwert im Vergleich zu Konsum und Freizeit, daß der Übergang zu einem System mit einer niedrigeren Investitions- und Exportquote und einer entsprechend höheren Konsumquote bisher nicht gelungen ist. Dies wird nicht nur an den deflationi-

stischen Tendenzen deutlich, sondern insbesondere daran, daß der Konsum der privaten Haushalte durch die überaus expansive Fiskalpolitik nicht stimuliert werden konnte (1998 beträgt das japanische Budgetdefizit bereits mehr als 6% des BIP).

Aus diesen Gründen geht die vorliegende Prognose davon aus, daß sich das Wirtschaftswachstum in Japan auch nach 1999 nur langsam erholen wird. Über den gesamten Prognosezeitraum 1997/2002 dürfte es nur etwa 1% pro Jahr betragen.

WELTPRODUKTION UND WELTHANDEL NACH LÄNDERGRUPPEN

Das BIP der *Industrieländer* dürfte bis 2002 um durchschnittlich 2¼% pro Jahr wachsen und damit geringfügig stärker als im bisherigen Verlauf der neunziger Jahre (in der EU wird das Wachstum kräftiger, in den USA etwas und in Japan wesentlich schwächer ausfallen als zwischen 1991 und 1997; Übersicht 1). Die Importnachfrage der Industrieländer dürfte bis 2002 mit +6½%

etwas stärker expandieren als ihre Exporte (+6¼%), nicht zuletzt auch infolge der Finanzkrise in Ostasien und Rußland.

Für die *Entwicklungsländer* zeichnet sich in den kommenden Jahren ein langsames Wirtschaftswachstum ab als zwischen 1991 und 1997 (Übersicht 1):

- Wegen des Verfalls der Rohölpreise wird die Importnachfrage der *Erdölexporteur* 1998 und 1999 um insgesamt etwa 10% sinken und erst im Zuge einer Erholung der Energiepreise wieder zunehmen. Die Importeinschränkungen dämpfen das Wirtschaftswachstum, es dürfte daher zwischen 1997 und 2002 mit nur etwa 2% pro Jahr um ½ Prozentpunkt geringer ausfallen als 1991/1997.
- Die Importdynamik der *sonstigen Entwicklungsländer* wird infolge der Finanzkrise in Ostasien, aber auch der bis zuletzt sinkenden Rohstoffpreise stark nachlassen (von +12,3% 1991/1997 auf +6¼% pro Jahr bis 2002). Dementsprechend dürfte sich auch das Wirtschaftswachstum abschwächen (von +6,8% auf +5½%).

Turbulent Financial Markets Impair International Growth Dynamism Medium-term Projection for the Global Economy until 2002 – Summary

Since 1997, prospects for growth have markedly deteriorated as a consequence of the economic crises in Eastern Asia and Russia, the recession in Japan and the looming financial crisis in Latin America. The chief causes that these four factors share is instability of financial markets in general and instability of the dollar exchange rate in particular.

The dual role of the dollar as a national and global currency

The dollar's role as a global currency is expressed by its function as a „numéraire“ for global flows and stocks:

- all key commodities, including in particular crude oil, are quoted in dollars;
- most international debts, especially those incurred by developing countries, are contracted in dollars.

With the dollar acting as a global flow price, the primary result is that its fluctuations entail counter-movements of commodity prices. Accordingly, world trade has been exposed to a succession of inflationary and deflationary phases ever since the Bretton Woods system of fixed exchange rates broke down: the 1970s were characterized by a declining dollar and high inflation; in 1980 to 1985, the dollar shot up and dollar prices plunged by altogether 14.2 percent; in 1985 to 1995, the dollar once again lost ground and dollar prices recovered. After 1995, the revaluation of the

dollar was a major contributory factor to the fall of world trade dollar prices over the past three years (deflation totaled 12.5 percent between 1995 and 1998).

With the dollar interest rate and exchange rate acting as global asset prices, the chief result is that real rates of interest for international debts are subject to substantial fluctuations:

- Between 1971 and 1980, the real interest rate of a dollar debt was mostly negative, averaging -6.5 percent.
- In the first half of the 1980s, higher nominal dollar interest rates and sustained deflation made real interest rates rise to 14.5 percent on average.
- In 1986 to 1990, real interest rates declined to 1.7 percent on average due to higher inflation in world trade.
- From 1995 onwards, global trade deflation once again pushed up real interest rates, to an average of 9.9 percent in 1996 to 1998.

The roots of the East-Asian crisis

In the early 1990s, the „tigers“ gained a headstart in their growth rates over their main trading partners such as Japan and the European Union, and their current account deficits exploded. The deficits could be financed easily for as long as the dollar continued to depreciate, thus reducing the real interest rate of dollar debts.

But 1995 saw the steepest rise of the dollar exchange rate since the early 1980s, which cut dollar earnings on exports required to serve external debts: a South Korean company selling an exported car in Germany for 20,000 DM received about 14,300 \$ in 1995, but only 11,100 \$ two years later.

This link is best demonstrated by the development of dollar export prices in South Korea: they started to slide noticeably in early 1996 (by 19.8 percent within one year). Real interest rates for Korean foreign liabilities rose correspondingly: from 0.8 percent in the third quarter of 1995 to 20.3 percent two years later. This resulted in a shortage of dollar liquidity, which in turn caused foreign creditor banks to abruptly withdraw most of their short-term loans.

The financial crisis in Russia

The ruble exchange rate was kept stable since early 1995 in order to strengthen the disinflation process, a policy which was basically sound but which, due to the free movement of (financial) capital, gradually found itself facing a dilemma:

- If a fixed ruble rate is made credible, an imbalance emerges: the high ruble interest rate as compared to the dollar or DM makes it enormously profitable to shift short-term capital to Russia.
- If a fixed ruble rate is not credible, capital flight threatens, which first absorbs foreign currency reserves and ultimately makes devaluation necessary.

The two alternatives were realized in succession: the longer the ruble rate remained stable the more capital flew into Russian debt securities. When international financial capital retreated from Eastern Asia, short-term investment in Russia rose significantly.

When the crude oil price started its accelerated slide in November 1997, doubts about a fixed ruble rate began to consolidate, initially in Russian businesses. By the summer of 1998, foreign currency reserves were finally exhausted and ruble pegging had to be abandoned.

Financial crises spread to Latin America

Brazil's economic development is similar to that of Russia in one critical respect: as of mid 1994, Brazil also attempted to break hyperinflation by fixing the exchange rate of its new currency, the real. As a result, inflation did indeed decelerate and was only 5 percent at the start of 1998. But the stabilization policy caused a strong appreciation in real terms and thus made for further deterioration in the Brazilian balance on current account.

When the financial crisis broke out in Russia, doubts about the sustainability of the hard currency course grew. Financial capital has since been increasingly

withdrawn from Brazil – in just three months, currency reserves shrank by one third while Brazilian stocks and bonds lost about half of their value. The government is fighting capital flight and the attendant pressure to devalue the Brazilian real by raising interest rates, with the consequence that real interest rates on loans have risen to more than 40 percent, which makes a severe recession all but unavoidable.

Forecast of global economic terms of reference

In view of the international financial crises and the economic slowdown in the USA, the Fed is likely to continue its gradual reduction of the discount rate. The Eurodollar interest rate will therefore decrease to 4 percent by 2000. The dollar exchange rate will similarly decline, by about 10 percent against the euro. This should contribute to a noticeable recovery of commodity prices, and especially of the crude oil price.

For the dollar prices in world trade, this means a strong recovery as of 1999. Given these conditions, the real interest rate for international debts, having achieved record levels of 9.9 percent on average in 1996 to 1998, should be slightly negative next year and should then rise at a negligible rate until 2002.

Such an easing of the terms for financing international debts is a critical prerequisite to ensure that the recent financial crises will not spread any further and will in particular not infect Latin America.

Medium-term development in the triad

With international financial crises looming and banks becoming more reticent in their lending practices, the USA is likely to see its economic dynamism slow down in 1999. Later, growth will once again reach a medium-term trend of 2.5 percent, not least thanks to low dollar interest rates and dollar devaluation.

The economy in Europe is still in its expansive phase so that the slowdown in 1999 will be less pronounced than in the USA. Nevertheless investment and export growth will be dampened when the ecu/euro, already overvalued today, will be further revalued concomitant with the devaluation of the dollar and all „tiger“ currencies and when the euro continues to show a positive interest/growth differential.

Faced with such conditions, dynamism in the European Union will slacken in 1999, although to a lesser degree than in the USA. For the forecast period of 1997-2002, WIFO expects the economy in the EU to grow at 2.5 percent p.a., markedly faster than in 1991 to 1997 (+1.7 percent).

The Japanese economy will face an uphill struggle in recovering from its severe recession of 1998, growing only about 1 percent p.a. over the next years.

In den *früheren Planwirtschaften* wird die mittelfristige Entwicklung weiterhin unterschiedlich verlaufen: Nach einer leichten Abschwächung 1998 und 1999 dürfte sich das Wirtschaftswachstum in den Transformationsländern Ost-Mitteleuropas (MOEL) auf etwa 5% pro Jahr beschleunigen, im gesamten Prognosezeitraum 1997/2002 wird das BIP der MOEL um durchschnittlich etwa 4½% pro Jahr zunehmen.

In *Rußland* schrumpft die Wirtschaft wegen der akuten Finanzkrise 1998 und 1999, und zwar in beiden Jahren um etwa 3%. Angesichts der enormen Unsicherheit über die weitere ökonomische und politische Entwicklung sind mittelfristige Prognosen für Rußland mehr als für andere Regionen exogene Vorgaben, denen keine empirisch fundierte Vorstellung über das Zusammenwirken der wichtigsten Wachstumsfaktoren zugrunde liegt. Die Prognose des WIFO geht von der Annahme aus, daß der Output in Rußland erst in den Jahren 2001 und 2002 merklich steigen wird; daraus ergibt sich für den ge-

samten Prognosezeitraum eine Stagnation der Wirtschaft. In den anderen GUS-Ländern dürfte sich die Produktion günstiger entwickeln, sodaß das BIP der GUS-Wirtschaften insgesamt zwischen 1997 und 2002 leicht zunehmen wird (+1½% pro Jahr).

LITERATURHINWEISE

- Radelet, S., Sachs, J., „The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects“, Brookings Papers on Economic Activity, 1998, (1).
- Schulmeister, St., Zinssatz, Investitionsdynamik, Wachstumsrate und Staatsverschuldung, WIFO, Wien, 1996.
- Schulmeister, St., „Währungsunion fördert Wachstum in der EU. Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 2001“, WIFO-Monatsberichte, 1997, 70(10), S. 593.
- Schulmeister, St., „Globalization Without Global Money. The Double Role of the Dollar as National Currency and as World Currency and its Consequences“, WIFO Working Papers, 1998, (106).
- Sherman, H. C., „Die deutschen Banken in exponierter Stellung in Ostasien“, Ifo-Schnelldienst, 1998, (3).