

Stephan Schulmeister*)

Gleichschrittiges Wachstum in den USA, Japan und Westeuropa

Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 1999

Als Grundlage für die WIFO-Prognose wird zunächst untersucht, welcher Phase der langfristigen Wirtschaftsentwicklung die Periode 1994 bis 1999 entsprechen wird. Voraussetzung dafür wäre eine umfassende „Standortbestimmung“ und damit eine Charakterisierung der wichtigsten Entwicklungsphasen der Weltwirtschaft seit Anfang der fünfziger Jahre. Hier sollen jedoch nur einige für die Wachstumsdynamik wichtige, häufig aber wenig beachtete Zusammenhänge herausgegriffen werden (die Darstellung erhebt also bewußt keinen Anspruch auf Vollständigkeit):

- die Doppelfunktion des Dollars als Leitwährung der Weltwirtschaft sowie als nationale Währung der USA und der daraus resultierende Einfluß der Schwankungen von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars auf Terms of Trade, Einkommensverteilung, Inflation und Schuldenakkumulation;
- die Verschiebungen der Einkommens- und Vermögensposition zwischen den wichtigsten Ländern und Ländergruppen und ihr Einfluß auf das Wachstumstempo von Handel und Produktion;

In Japan wird das hohe Wachstumstempo von Investitionen und Exporten nicht anhalten können, insbesondere wegen des enorm überbewerteten Wechselkurses des Yen. Bis 1999 dürfte daher das BIP um nur etwa 2½% pro Jahr zunehmen.

- das Verhältnis zwischen Zinssatz und Wachstumsrate und sein Einfluß auf die Verlagerungen der Unterneh-

Die Wirtschaft der USA, Japans und Westeuropas wird bis 1999 etwa gleichschrittig expandieren. In den USA sollte die Produktion um etwa 2½% pro Jahr steigen, sinkende Dollarzinsen und ein niedriger Dollarkurs stützen Investitionen und Exporte. Die Budgetkonsolidierung dürfte das Wachstum nur geringfügig dämpfen, da sie primär durch Steuererhöhungen für die Bezieher hoher Einkommen erfolgt. Westeuropa profitiert von der Schaffung des Binnenmarktes und der EU-Erweiterung, allerdings macht die Erfüllung der Maastricht-Kriterien in vielen Ländern einschneidende Maßnahmen zur Budgetkonsolidierung notwendig. Insgesamt wird das BIP in den europäischen OECD-Ländern pro Jahr um etwa 2¼% wachsen.

meraktivitäten zwischen Real- und Finanzakkumulation sowie auf die Entwicklung der Staatsverschuldung (dieser Aspekt wird in Schulmeister, St, „Zinssatz Wachstumsrate und Staatsverschuldung“, in diesem Heft genauer untersucht)

Die Doppelrolle des Dollars

Die Bedeutung des Dollars als „key currency“ der Weltwirtschaft kommt in dreifacher Weise zum Ausdruck:

Der Dollar ist der „numeraire“ für den Handel mit „standard commodi-

ties“ (Rohstoffen): Jede Änderung des Dollarkurses als „flow price“ verschiebt nicht nur die Terms of Trade zwischen den USA und den anderen Ländern (Terms-of-Trade-Effekt des Dollars als Währung der USA), sondern auch zwischen *jedem einzelnen Länderpaar* in Abhängigkeit vom jeweiligen Gewicht von Rohstoffen und Industriewaren in der Außenhandelsstruktur (Terms-of-Trade-Effekt des Dollars als Weltwährung). Wertet der Dollar etwa ab, so verbessern sich ceteris paribus die Terms of Trade von Deutschland nicht nur gegenüber den USA, sondern auch gegenüber Saudi-Arabien (die Dollarpreise von Industriewaren steigen, der Erdölpreis aber nicht). Starke Schwankungen des Dollarkurses als *flow price der Weltwährung* bewirken daher ceteris paribus ausgeprägte Verschiebungen der Terms of Trade und damit der Einkommensverteilung in der Weltwirtschaft.

Der Dollar ist der „numeraire“ für internationale Forderungen und Verbindlichkeiten, da diese überwiegend in der

*) Die Aufbereitung der statistischen Daten betreute Eva Sokoll

menbruch von Bretton Woods zur instabilsten Währung wurde: Der *Dollarkurs* entwickelt sich gegenüber den wichtigsten anderen Währungen relativ *einheitlich*, das Ausmaß seines „*Überschieens*“ und damit seiner Abweichungen von der Kaufkraftparität ist viel größer als das der „*cross rates*“

Wegen der Doppelfunktion des Dollars haben fiskal- und geldpolitische Maßnahmen der USA nicht nur „national-ökonomische“, sondern auch weltwirtschaftliche Konsequenzen. Diese sind deshalb besonders einschneidend für die Weltwirtschaft, weil sie *von der Wirtschaftspolitik der USA weitgehend vernachlässigt* werden: Sie orientiert sich wie in jedem anderen Land in erster Linie an den jeweils vorrangigen Zielen für die eigene Volkswirtschaft

Dollarkurs, Terms of Trade und Inflation im Welthandel

Die *Stabilität des Dollarkurses* in den fünfziger und sechziger Jahren bildete das monetäre Fundament dafür, daß die relativen Preise zwischen Rohstoffen und Industriewaren etwa konstant blieben. Daher *änderten* sich auch die *Terms of Trade* und damit die Verteilung der Welthandels-erlöse zwischen den wichtigsten Ländern bzw. Ländergruppen *kaum* (Abbildung 1). Die Vermeidung von Verteilungskämpfen zwischen den Industrieländern und den Rohstoffexporteuren trug wiederum wesentlich dazu bei, daß das Preisniveau im gesamten Welthandel fast zwei Jahrzehnte lang stabil blieb (Abbildung 2). Darüber hinaus förderte die *Stabilität der Terms of Trade* ein kräftiges und gleichschrittiges Wachstum von Exporten und Importen der wichtigsten Ländergruppen: Der Welthandel wuchs zwischen 1950 und 1970 um etwa 8% pro Jahr und damit nahezu doppelt so rasch wie die Weltproduktion, hohe und persistente außenwirtschaftliche Ungleichgewichte wurden so vermieden (Abbildung 1).

Der mit dem *internationalen Handel*, den *Direktinvestitionen* (überwiegend aus den USA) sowie den Patent- und Lizenznahmen verbundene *Wissenstransfer* und die *Überbewertung des Dollars* förderten den wirtschaftlichen Aufholprozeß gegenüber den USA, deren internationale Konkurrenzfähigkeit sich laufend verschlechterte. Aus „national-ökonomischen“ Interessen finanzierten jedoch die USA ihr Zahlungsbilanzdefizit zunehmend durch „Dollarexporte“ und unterminierten so das Vertrauen in die Stabilität der Weltwährung: Die außerhalb der USA gehaltenen Dollarforderungen waren in immer geringerem Maß durch Goldreserven gedeckt. 1971 hoben die USA schließlich die Goldkonvertibilitat des Dollars und damit den Stabilitätsanker des Systems von Bretton Woods auf.

Die starke Abwertung des Dollars zwischen 1971 und 1973 bewirkte einen kräftigen Anstieg der Dollarpreise im Welthandel: Industriewaren verteuerten sich um etwa 30% und „non-oil commodities“ um nahezu 100%. Diese Entwicklung verschlechterte die *Terms of Trade* der Erdölexporteure des Mittleren Ostens in doppelter Hinsicht: Beide Güterarten, die diese Länder netto importieren, wurden relativ zu ihrem Hauptexportgut, nämlich Erdöl, *teurer*. Die OPEC reagierte auf die Verschlechterung ihrer Ein-

kommensposition mit einer enormen Verteuerung von Erdöl.

Der durch die Entwertung der Weltwährung direkt und indirekt ausgelöste Anstieg der Welthandelspreise trug wesentlich zur Beschleunigung des Preisauftriebs in den einzelnen Ländern bei. Gleichzeitig verursachte der Erdolpreisanstieg eine erhebliche Verschlechterung der Leistungsbilanz der Industrieländer sowie einen sprunghaften Anstieg der Unsicherheit. Beide Effekte dämpften die Gesamtnachfrage und lösten so eine *ausgeprägte Rezession* aus.

Die beiden Dollarabwertungen 1971/1973 und 1977/78 lösten die Erdolpreisschocks und indirekt Rezessionen aus. Die starke Entwertung der Weltwährung trug wesentlich dazu bei, daß in den siebziger Jahren die Inflation und gleichzeitig die Arbeitslosigkeit stiegen.

Die starke *Dollarabwertung 1977/78* und die dadurch induzierte *Verschlechterung der Terms of Trade* der Exporteure von Rohstoffen, insbesondere von Erdöl, lösten 1979 einen neuerlichen Anstieg der Preise von non-oil commodities und in der Folge den *zweiten Erdolpreisschock* aus. Auf die dadurch entstehende *Inflationsbeschleunigung* reagierten die Industrieländer mit einer *Hochzinspolitik*, die gemeinsam mit der Verunsicherung infolge des zweiten Erdolpreisschocks eine fast drei Jahre dauernde *Rezession* verursachte.

Die durch die Hochzinspolitik der USA ausgelöste, „*überschießende*“ Dollaraufwertung 1980/1985 trug wesentlich zum Verfall der Rohstoffpreise bei, durch die Rezession in den Industrieländern wurde er verstärkt. Wegen des „Umrechnungseffekts“, der alle nicht aus den USA stammenden Industriewaren betrifft, gingen in der Folge auch die Dollarpreise im gesamten Welthandel deutlich zurück (1980/1985 –3,0% pro Jahr). Diese *Deflation im internationalen Handel* förderte die Eindämmung der Inflation in den Industrieländern.

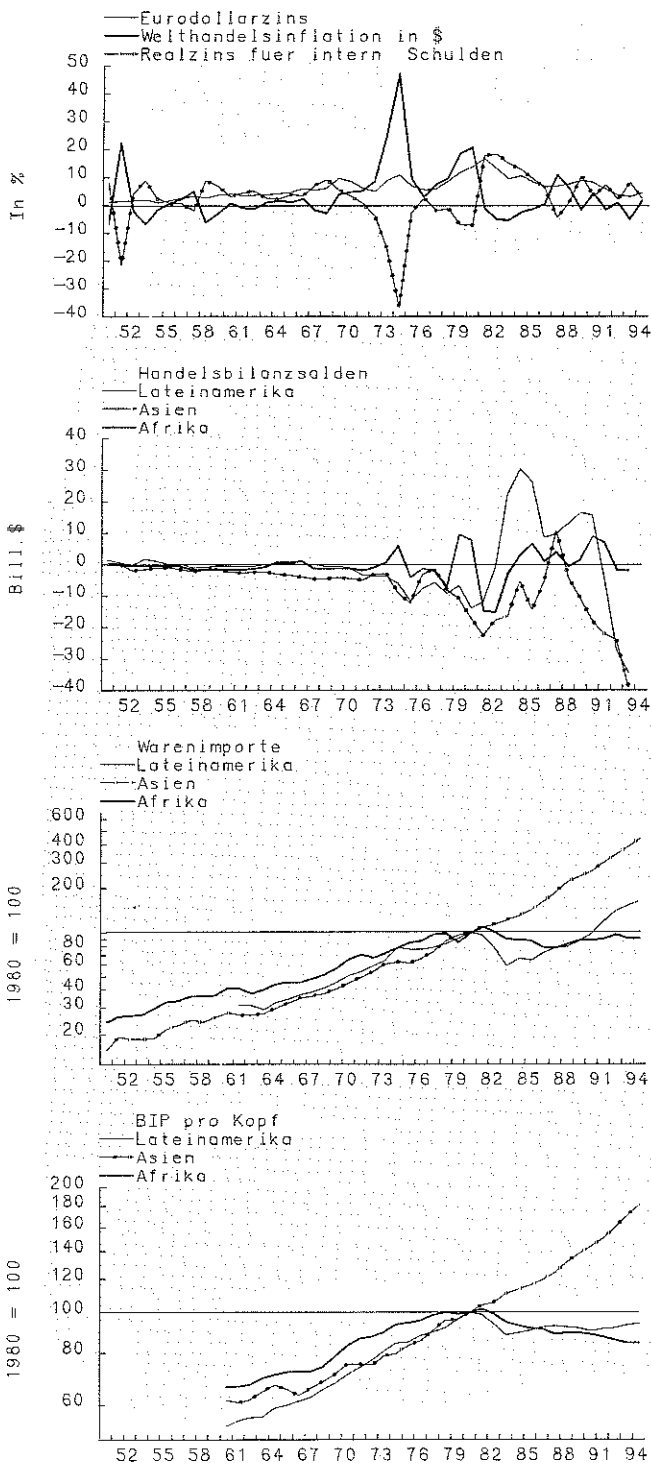
Mitte der achtziger Jahre erzwang das wachsende Budget- und Leistungsbilanzdefizit der USA eine Lockerung der Geldpolitik. Das Sinken der Dollarzinsen löste eine neuerlich „*überschießende*“ Abwertung der Weltwährung aus (Abbildung 1). Darauf reagierte Saudi-Arabien mit dem Versuch durch eine kurzfristige Ausweitung seiner Erdölförderung die übrigen OPEC-Länder zur Einhaltung ihrer Förderquoten zu zwingen – als Voraussetzung für eine die Dollarabwertung zumindest kompensierende Erdolpreiserhohung. Diese Strategie scheiterte jedoch und ließ den *Erdölpreis* auf die Hälfte *fallen* (Abbildung 5). Die Dollarpreise der sonstigen Rohstoffe und insbesondere der Industriewaren belebten sich hingegen als Folge der Entwertung der Weltwährung. Insgesamt stiegen die Welthandelspreise zwischen 1985 und 1994 um 2,0% pro Jahr (Übersicht 1).

Dollarzins, Dollarkurs und Realzins für internationale Schulden

Die *national* orientierte, lockere *Geldpolitik der USA* und ihre *weltwirtschaftlichen Folgen* verursachten in den sieb-

Dollarzins und Weltwirtschaft

Abbildung 2



Niedrige nominelle Dollarzinsen und ein hoher Anstieg der Dollarpreise resultierten in einem stark negativen Realzins für internationale Schulden (Durchschnitt 1973/1980 -7,6%; Abbildung 2 und Übersicht 1). Unter diesen Bedingungen nahmen viele Entwicklungsländer, insbesondere in Lateinamerika, in wachsendem Ausmaß internationale Kredite auf und finanzierten damit eine starke Ausweitung ihrer Importe. Dies trug dazu bei, daß Lateinamerika in den siebziger Jahren das weitaus höchste Wachstum der Nachkriegszeit erzielte (Abbildung 2).

Trotz einer stetigen Zunahme des externen Primärdefizits der lateinamerikanischen Entwicklungsländer blieb ihre Schuld-Export-Relation stabil: Der Zinssatz lag fast immer deutlich unter der Exportwachstumsrate, im Durchschnitt 1973/1980 betrug das Zins-Exportwachstumsdifferential -14,5%

Die Ende der siebziger Jahre zur Inflationsbekämpfung im eigenen Land eingeleitete Hochzinspolitik der USA hatte folgende weltwirtschaftliche Konsequenzen: Die überschießende Dollaraufwertung bewirkte eine anhaltende Deflation im Welthandel, bei relativ hohen nominellen Dollarzinsen lag der Realzins für internationale Schulden 1980/1985 bei durchschnittlich 14,7% (Abbildung 2). Infolge des „dynamic external budget constraint“ stieg die Schuld-Export-Relation Lateinamerikas Anfang der achtziger Jahre sprunghaft. Daraufhin reduzierten die Industrieländer 1982 den Netto-Kapitaltransfer in diese Länder und lösten so die internationale Schuldenkrise aus. In der Folge versuchten die lateinamerikanischen Entwicklungsländer durch starke Importeinschränkungen einen Überschuß in ihrer externen Primärbilanz zu erzielen; dieser reichte jedoch wegen des hohen positiven Zins-Exportwachstumsdifferentials nicht aus, die Schuld-Export-Relation zu senken. Dies wurde erst durch den Rückgang von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars ab Mitte der achtziger Jahre möglich: Die Dollarpreise im Welthandel belebten sich (trotz des Erdölpreisverfalls), der Realzins für internationale Schulden lag daher im Durchschnitt 1985/1994 nur noch bei 4,2% (Übersicht 1).

Die Hochzinspolitik der USA und die dadurch induzierte Dollaraufwertung waren die wichtigsten Ursachen für den Ausbruch der internationalen Schuldenkrise 1982. Diese erzwang so hohe Importeinschränkungen, daß die realen Pro-Kopf-Einkommen in Lateinamerika und Afrika ein Jahrzehnt lang stagnierten.

Die durch die Schuldenkrise erzwungenen Importeinschränkungen waren der wichtigste Grund dafür, daß die realen Pro-Kopf-Einkommen in Lateinamerika, aber auch in Afrika ein Jahrzehnt lang stagnierten. Ende der achtziger Jahre nahmen die Kapitalzuflüsse in die lateinamerikanischen Entwicklungsländer nicht zuletzt wegen des Rückgangs ihrer Schuld-Export-Relation wieder zu und leiteten einen kräftigen Wirtschaftsaufschwung ein: Die hohe Importdynamik förderte die Gesamtproduktion, verursachte aber gleichzeitig eine dramatische Passivierung der Handels- und Leistungsbilanz (Abbildung 2).

Im Verlauf des Jahres 1994 verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen für die Entwicklungsländer deut-

ziger Jahren ein äußerst niedriges Niveau der Realzinsen für internationale Schulden:

- Die im Vergleich zu den wichtigsten Partnerländern, insbesondere der BRD, niedrigen Dollarzinsen trugen wesentlich zu den zwei ausgeprägten Dollarabwertungen bei (Abbildung 1)
- Diese Entwertung der Weltwährung ließ die Dollarpreise im Welthandel zwischen 1973 und 1980 stark steigen (+16,0% pro Jahr)

lich: Zum „nationalökonomischen“ Zweck einer vorbeugenden Inflationsbekämpfung verdoppelte die Geldpolitik der USA in mehreren Schritten die kurzfristigen Zinsen und damit auch den Eurodollarzins. Dadurch stieg der Zinsendienst für internationale Schulden sprunghaft, und dies löste Ende 1994 eine schwere Finanzkrise in Mexiko aus

Weltwirtschaftliche Finanzierungsbedingungen und die Rolle der USA

Eine grundlegende Ursache dafür, daß sich die Finanzierungsbedingungen im weltwirtschaftlichen Kreislauf viel instabiler entwickeln als innerhalb der einzelnen Volkswirtschaften, liegt in der beschriebenen *Doppelfunktion des Dollars* als Weltwährung und als Währung der USA:

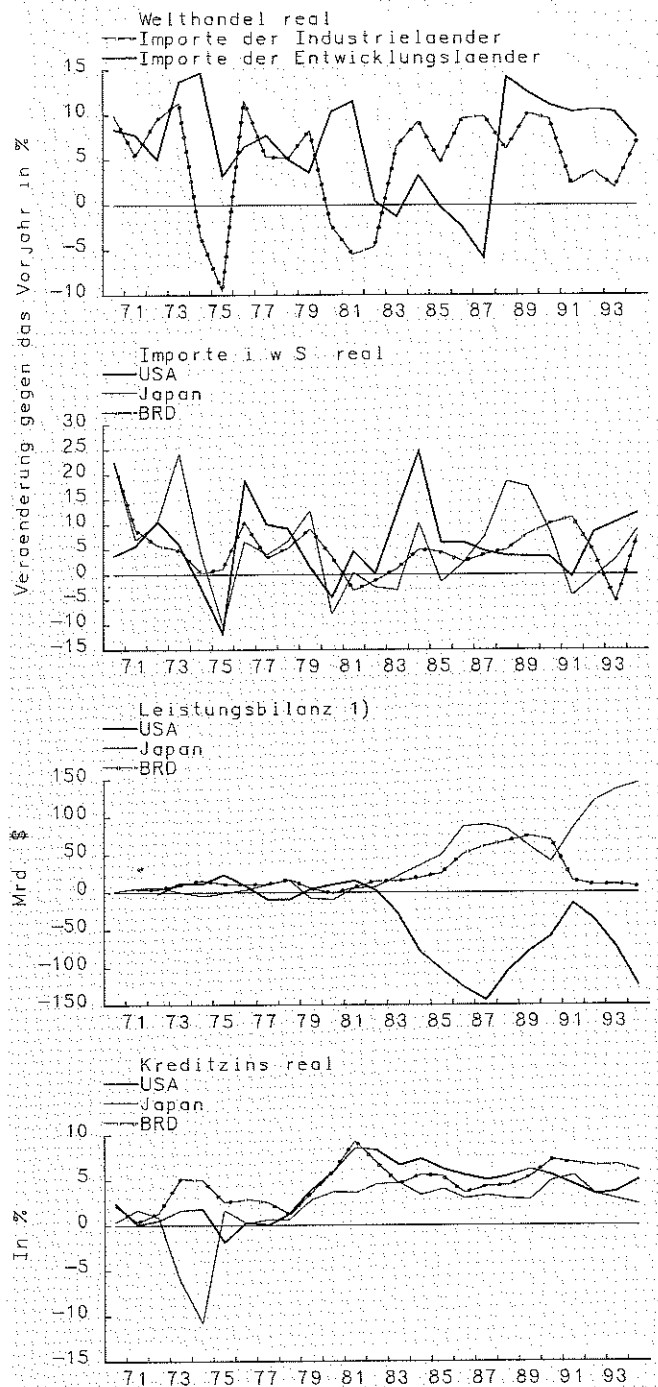
- Eine *expansive* Politik der USA senkt Zinssatz und Wechselkurs des Dollars und belebt die Dollarpreise im Welthandel, die Realzinsen für internationale Schulden sind dann besonders niedrig — wie 1971/1980 oder 1985/1993
- Eine *restriktive* Geldpolitik der USA verteuert umgekehrt die Weltwährung. Zinssatz und Wechselkurs des Dollars steigen und bewirken gemeinsam mit sinkenden Dollarpreisen ein besonders hohes Realzinsniveau — wie 1980/1985.

Weil der kurzfristig-spekulative Handel mit zins- und wechselkursabhängigen Instrumenten, insbesondere auf den *derivativen Märkten* (Futures, Optionen), in den letzten 15 Jahren enorm zugenommen hat, verstärkte sich die Instabilität von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars zusätzlich. Ein Großteil der Handelsstrategien basiert auf computergesteuerten technischen Spekulationssystemen, welche die Eigenschaft haben, Preistrends zu verstärken und zu verlängern. Da der Dollar die „key currency“ der Weltwirtschaft ist, konzentrieren sich diese Finanzmarktaktivitäten auf Dollartitel (Futures und Optionen auf US bonds, Eurodollardeposits oder auf Dollarkurse).

Einkommensverteilung und Nachfragedynamik im Welthandel

In den siebziger Jahren verlangsamte sich das Welthandelwachstum gegenüber der Periode 1950/1970 auf etwa ein Drittel. Die durch die Entwertung der Weltwährung mitverursachte Verteuerung der Rohstoffe, insbesondere des Erdöls, verschlechterte die Terms of Trade und damit die Einkommensposition der Industrieländer erheblich, sie reagierten darauf mit einer starken Dämpfung ihres mittelfristigen Importwachstums (Abbildung 3). Die Nachfragesteigerung der Erdölexporteure konnte diese Importreduktionen nicht annähernd kompensieren. Ein kumulativer Schrumpfungsprozeß im Welthandel wurde durch die sonstigen Entwicklungsländer als „*spender of last resort*“ verhindert: Obwohl sich ihre Leistungsbilanz verschlechterte, hielten sie ein hohes Importwachstum aufrecht und trugen so zur Stabilisierung des *Wirtschaftswachstums* in

Nachfragedynamik in der Weltwirtschaft **Abbildung 3**



1) Exporte i.w.S. minus Importe i.w.S.

den *Industrielländern* bei, allerdings um den Preis einer stark steigenden *Auslandsverschuldung* (Abbildungen 2 und 3)

In der ersten Hälfte der achtziger Jahre schwächte sich das Welthandelwachstum weiter ab. Die Industrieländer dämpften ihre Importnachfrage infolge des zweiten Erdölpreisschocks und der durch die Hochzinspolitik verlängerten Rezession viel stärker, als die Erdölexporteure sie ausweiten konnten. Wieder übernahmen zunächst die sonstigen *Entwicklungsländer* die Funktion eines *spender of last resort*: Sie erhöhten ihre Importe kräftig, wodurch sich ihre Handelsbilanz deutlich verschlechterte. Dies löste gemein-

sam mit dem sprunghaften Anstieg der Realzinsen für Weltwährungskredite die internationale Schuldenkrise aus, welche die meisten Entwicklungsländer zu drastischen Importkürzungen zwang (Abbildungen 1 bis 3).

Vier Entwicklungen begünstigten die Beschleunigung des internationalen Güter- und Einkommenskreislaufs seit Mitte der achtziger Jahre: der *Rückgang von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars*, der *Verfall des Erdölpreises* und der leichte *Anstieg der Preise der übrigen Rohstoffe*. Dadurch verschoben sich die *Terms of Trade* zugunsten der Länder mit besonders hoher Importneigung (nicht-erdöl-exportierende Entwicklungsländer) und zu Lasten der Überschußländer (Erdölexporteure des Mittleren Ostens). Überdies profitierten die verschuldeten Entwicklungsländer vom kräftigen Rückgang des Realzinses für Auslandsschulden. Als Folge dieser Kaufkraftverschiebungen steigerten die nicht-erdöl-exportierenden Entwicklungsländer und Industrieländer ihre Importe viel deutlicher, als die Erdölexporteure sie einschränkten, sodaß sich das gesamte Welthandelwachstum von 2,3% (1980/1985) auf 6,0% (1985/1994) beschleunigte (Abbildungen 1 bis 3)

Als Folge der hohen Leistungsbilanzdefizite seit Anfang der achtziger Jahre wurden die USA — das reichste Land der Welt — zum bei weitem größten Schuldner: 1992 betrug die Auslandsschuld der USA netto etwa 660 Mrd. \$. Sie war damit etwa so hoch wie die Auslandsschuld aller Entwicklungsländer in Afrika und Lateinamerika zusammen.

Die überschießende Dollaraufwertung 1980/1985 und eine stark expansive Fiskalpolitik der USA bei gleichzeitig restriktiver Fiskalpolitik in Westeuropa steigerten die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zwischen den drei größten Industrieländern in den achtziger Jahren dramatisch. Erst 1987 begann sich die Leistungsbilanz der USA wieder zu verbessern, also zwei Jahre nach Einsetzen der neuerlich überschießenden Dollarabwertung. Ab 1991 verschlechterte sich die Leistungsbilanz der USA infolge der asynchronen Konjunktorentwicklung gegenüber den anderen Industrieländern neuerlich (Abbildung 3). Diese außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte verschärften die *handelspolitischen Spannungen* zwischen den USA, Japan und Westeuropa und trugen wesentlich zur anhaltenden Dollarschwäche bei.

In weltwirtschaftlichem Kontext bedeutete diese Entwicklung, daß die USA — das *reichste Land* der Welt — zum bei weitem *größten Schuldner* wurden: 1992 betrug die Auslandsschuld der USA netto etwa 660 Mrd. \$, sie war damit etwa so hoch wie die aller Entwicklungsländer in Afrika (225 Mrd. \$) und Lateinamerika (470 Mrd. \$) zusammen. Dieser „*Überhang*“ von *Dollarforderungen* gegen die USA ist ein wichtiger Grund für die anhaltende Schwäche der Weltwährung.

Zinsniveau und Wachstumsdynamik in den Industrieländern

Das *Wirtschaftswachstum* veränderte sich in den *Industrieländern* in den achtziger Jahren gegenüber den sieb-

ziger Jahren nicht (Übersichten 1). Zwar wurden die Industrieländer durch die Entwicklungen im internationalen Güter- und Einkommenskreislauf, insbesondere durch den Verfall des Erdölpreises begünstigt, doch wurde dies durch den starken *Anstieg der Realzinsen* kompensiert. Seit 1980 liegt der Realzins in allen wichtigen Industrieländern (außer Japan) ständig deutlich über der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate, bis dahin war er mittelfristig merklich niedriger gewesen (Abbildung 5). Überdies erhöhten die wachsende Volatilität spekulativer Preise und die Schaffung neuer, für kurzfristige Spekulation „maßgeschneiderter“ Instrumente (Futures und Optionen) die *Gewinnchancen* kurzfristiger *Finanzmarkttransaktionen*.

Auf den Anstieg der Realzinsen sowie die wachsende Attraktivität von Zins-, Devisen-, Aktien- und Rohstoffpreisspekulation reagierten die Unternehmer mit einer Verlagerung von der Realakkumulation zur Finanzakkumulation. Das Wachstum ihrer Investitionen und Kreditnachfrage wurde gedämpft, sodaß bei relativ stabiler Sparquote der privaten Haushalte die Staatsverschuldung stark stieg (siehe dazu Schulmeister, St., „Zinssatz, Wachstumsrate und Staatsverschuldung“, in diesem Heft).

Daß das niedrige Wirtschaftswachstum in den Industrieländern Anfang der achtziger Jahre primär „interne“ Ursachen hatte, kommt darin zum Ausdruck, daß der internationale Handel dauernd stärker expandierte als das BIP — im Gegensatz zu den siebziger Jahren (Abbildung 1).

Die Wirtschaftsdynamik wurde in Westeuropa zusätzlich durch folgenden *Widerspruch* geschwächt: Einerseits blieben die Institutionen und Regelungen des in der Nachkriegszeit ausgebauten *Wohlfahrtsstaates* in Kraft, andererseits wurde zunehmend eine den Zielen des *Wohlfahrtsstaates widersprechende*, restriktive Geld- und Fiskalpolitik betrieben. Insbesondere das hohe Realzinsni-

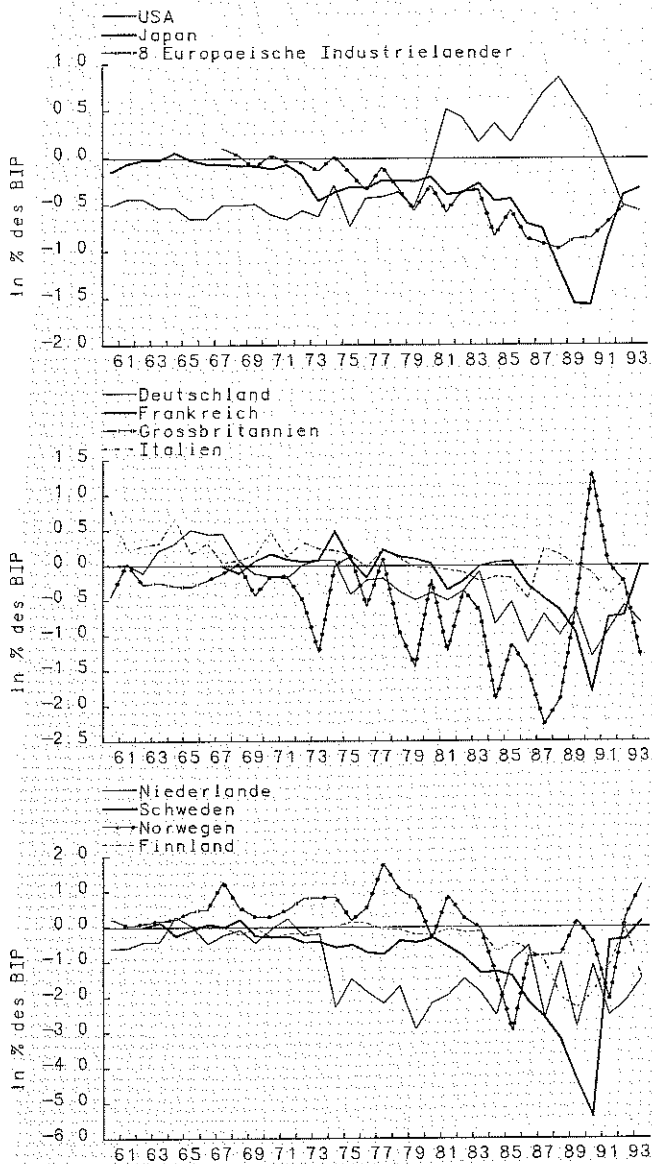
Auf den Anstieg der Realzinsen sowie die wachsende Attraktivität von Zins-, Devisen-, Aktien- und Rohstoffpreisspekulation reagierten die Unternehmer mit einer Verlagerung von der Realakkumulation zur Finanzakkumulation. Das Wachstum ihrer Investitionen und Kreditnachfrage wurde gedämpft, sodaß bei relativ stabiler Sparquote der privaten Haushalte die Staatsverschuldung stark stieg.

veau dämpfte die Investitionsdynamik und damit die Schaffung von Arbeitsplätzen, die *Arbeitslosigkeit* nahm daher in den achtziger und frühen neunziger Jahren weiter zu, obwohl die Löhne deutlich langsamer stiegen als die Arbeitsproduktivität (In den USA wurde die Hochzinspolitik durch eine expansive Fiskalpolitik gemildert; überdies fehlt in Westeuropa ein vergleichbar bedeutender Niedriglohnarbeitsmarkt). Die *steigende Arbeitslosigkeit* belastete die *öffentlichen Haushalte* erheblich und war gemeinsam mit dem *Zinsendienst* der wichtigste Grund für die stetig steigende öffentliche Verschuldung.

Ein weiterer Grund für die Investitionsschwäche in Westeuropa lag in der *starken Zunahme der Direktinvestitionen* im Ausland seit Mitte der achtziger Jahre. Besonders hoch waren die Netto-Kapitalabflüsse aus Schweden (Abbildung 4).

**Bilanz der Direktinvestitionen
der Geberländer**

Abbildung 4



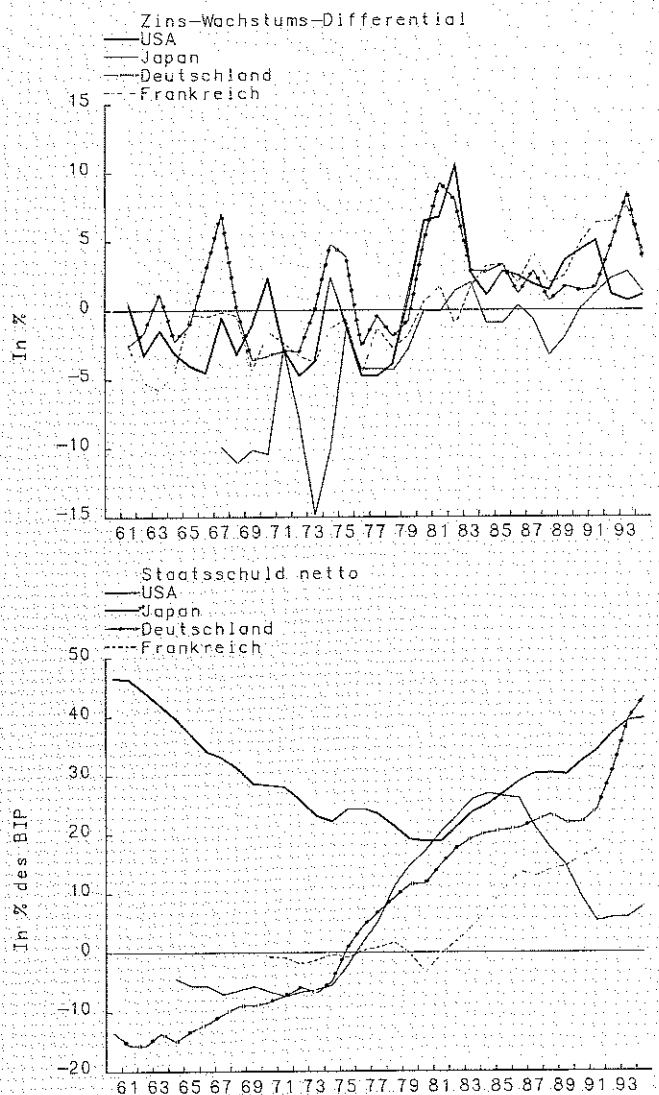
Diese Problematik der Staatsverschuldung verschärfte sich in Westeuropa ab Mitte der achtziger Jahre wegen des sinkenden Leistungsbilanzdefizits der USA. Bis dahin hatte der Leistungsbilanzüberschuss der westeuropäischen Länder, insbesondere der BRD, den Anstieg des Budgetdefizits gedämpft. Ein „Trittbrettfahren“ Westeuropas mit der Fiskalpolitik der USA wie 1982/1985 ließ sich nach dem Verfall des Dollarkurses nicht mehr fortsetzen. Entsprechend stiegen die Budgetdefizite in Westeuropa während der Rezession 1991/1993 deutlich stärker als 1979/1982.

**Destabilisierung des Europäischen
Währungssystems**

Anfang der neunziger Jahre wurde die realwirtschaftliche Position Westeuropas zusätzlich durch die Inkohärenz der Geldpolitik geschwächt: Innerhalb des EWS domi-

**Zinssatz, Wachstumsrate und
Staatsverschuldung**

Abbildung 5



niert die Deutsche Bundesbank, sie reagierte auf den „Wiedervereinigungsboom“ und die dadurch induzierte Erhöhung des Budgetdefizits, die Inflationsbeschleunigung und die Verschlechterung der Leistungsbilanz mit einer Hochzinspolitik. 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 — vermeintlichen — „nationalökonomischen“ Interesse verfolgte Politik Deutschlands wegen der Leitwährungsfunktion der DM in Westeuropa erhebliche internationale Konsequenzen: Der Widerspruch zwischen der rezessionsbedingten Notwendigkeit von Zinssenkungen, insbesondere in Großbritannien, und der Hochzinspolitik der Deutschen Bundesbank hatte den partiellen Zusammenbruch des EWS 1992/93 und gleichzeitig eine ausgeprägte Aufwertung der europäischen Hartwährungen gegenüber dem Dollar zur Folge. Die hohe Überbewertung der DM und der an ihr orientierten Währungen dürfte die internationale Konkurrenzfähigkeit dieser Länder auch in den nächsten Jahren mindern.

Die bisherigen Überlegungen zu einzelnen Aspekten der längerfristigen Entwicklung sowie die Berücksichtigung zusätzlicher nicht näher diskutierter Probleme wie etwa des Protektionismus oder der Transformation in Osteuro-

Qualitative Merkmale der Weltwirtschaftsentwicklung bis 1999

pa lassen vermuten, daß das Wachstum des weltwirtschaftlichen Güter- und Einkommenskreislaufs in den kommenden fünf Jahren durch folgende Merkmale geprägt sein wird:

- Der *Wechselkurs des Dollars* bleibt unterbewertet, in erster Linie wegen des Leistungsbilanzdefizits der USA und ihrer hohen und weiter steigenden Auslandsverschuldung.
- Der *Zinssatz des Dollars* dürfte als Folge einer leichten Wachstumsabschwächung und einer niedrigen Inflation in den USA mittelfristig etwas sinken; überdies wird die Geldpolitik der USA nach dem Ausbruch der Finanzkrise in Mexiko Ende 1994 die Rolle des Dollars als Weltwährung stärker als bisher berücksichtigen.
- Die *Volatilität* von Zinssätzen, Wechselkursen und Rohstoffpreisen bleibt wegen der anhaltenden Expansion der Märkte für Futures und Optionen hoch und damit auch die Gewinnchancen kurzfristig-spekulativer Transaktionen.
- Weitere Kapitalzuflüsse, insbesondere in Form von Direktinvestitionen, und Marktanteilsgewinne ermöglichen den *Entwicklungsländern* in Südostasien, aber auch in Lateinamerika ein *hohes Exportwachstum*. Bei einem relativ niedrigen Realzins für internationale Kredite dürfte die Schuld-Export-Relation der meisten Entwicklungsländer leicht sinken.
- Die schrittweise Realisierung der *Uruguay-Runde* baut Handelshemmnisse ab und vertieft die internationale Arbeitsteilung. Das Ausmaß der tatsächlich wirksamen Liberalisierung hängt allerdings wesentlich von der Wachstumsdynamik in den Industrieländern ab: Steigende Arbeitslosigkeit und beschleunigte Produktionsabwanderung würden die protektionistischen Tendenzen gegenüber den Entwicklungsländern aber auch gegenüber Osteuropa stärken, insbesondere in Westeuropa. Auch die handelspolitischen Spannungen zwischen den USA, Japan und Westeuropa würden unter diesen Bedingungen weiter zunehmen.
- Die westeuropäischen Länder profitieren von der *EU-Erweiterung* und der *Schaffung des Binnenmarktes* (besonders im Dienstleistungssektor); allerdings dürfte die Erfüllung der Maastricht-Kriterien in vielen Ländern einschneidende Maßnahmen zur Budgetkonsolidierung notwendig machen.
- Angesichts *hoher Arbeitslosigkeit* und *steigender Staatsverschuldung* wird die Wirtschaftspolitik in vielen Industrieländern versuchen, diese Probleme durch eine Verbesserung der Leistungsbilanz und damit auf Kosten anderer Länder zu mildern (die Maßnahmen rei-

chen von nichttarifären Handelshemmnissen über Technologieförderung bis zum Versuch, den Wechselkurs zu senken bzw. auf niedrigem Niveau zu halten).

- Die Wirtschaft der *Transformationsländer* entwickelt sich weiterhin sehr unterschiedlich: in Ost-Mitteleuropa sollte sich das Wachstum merklich beschleunigen, in den anderen kleineren Ländern wird sich die Wirtschaft in den nächsten zwei Jahren konsolidieren, in Rußland und der Ukraine ist jedoch noch kein Ende des Kontraktionsprozesses abzusehen.

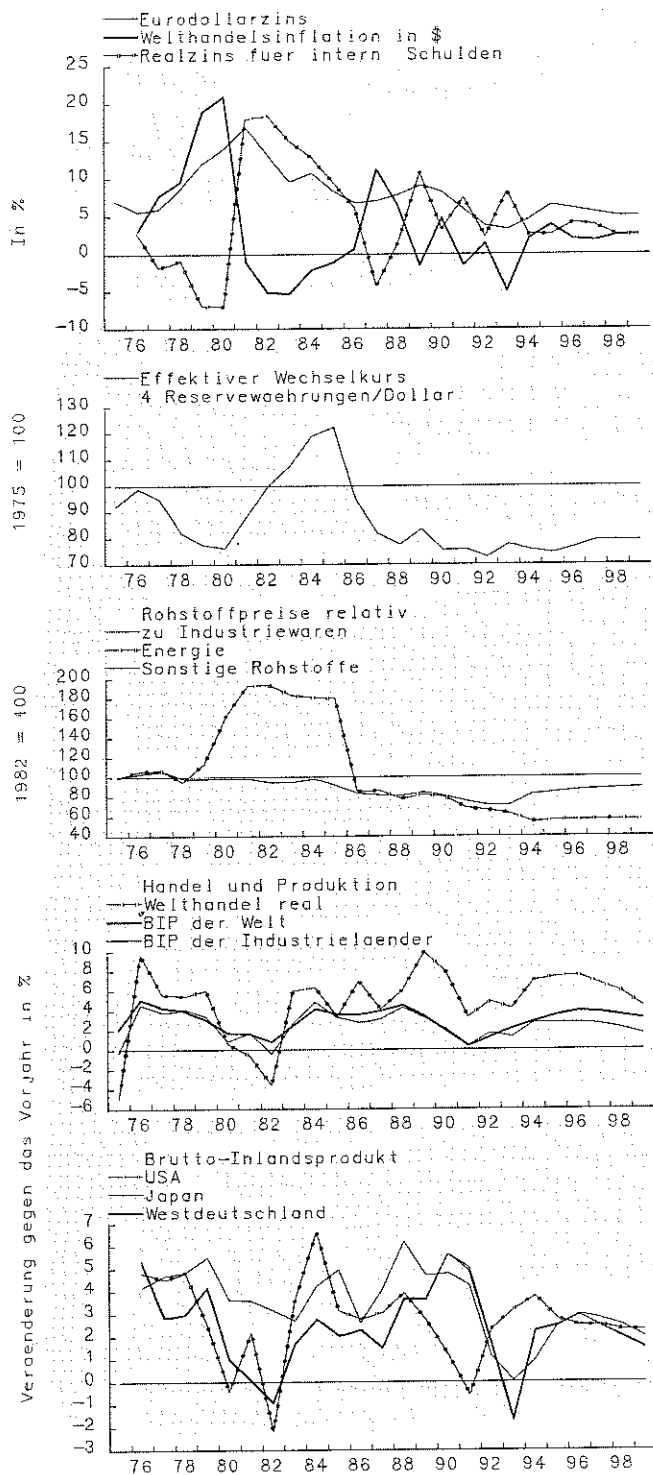
Der Wachstumspfad der Industrieländer dürfte von folgenden Merkmalen geprägt sein:

- Der *Realzins* liegt in den Industrieländern weiterhin über der Wachstumsrate, doch ist die Differenz kleiner als in den achtziger Jahren.
- Wegen der relativ hohen Fremdkapitalkosten expandieren die *Investitionen* in den Industrieländern weiterhin nur mäßig; ihr Wachstum wird überdies durch *Kapitalverlagerungen* in Entwicklungsländer und nach Osteuropa gedämpft.
- Durch diese Standortverschiebungen gehen einerseits in den Industrieländern Arbeitsplätze für Unselbständige verloren, andererseits entstehen *neue Einkommensquellen für Vermögensbesitzer* (Faktoreinkommen für Kapitalvermögen im Ausland).
- Unter steigendem internationalem Konkurrenzdruck konzentrieren sich die Investitionen in den Industrieländern auf *Rationalisierungen*.
- Eine deutliche Senkung der *Arbeitslosigkeit* ist, insbesondere in Westeuropa, unter diesen Bedingungen wenig wahrscheinlich.
- Wegen der angespannten Lage der *öffentlichen Finanzen* dürfte die Wirtschaftspolitik die Sozialausgaben (Arbeitslosenunterstützung) weiter in kleinen Schritten senken.
- Dadurch wird jedoch auch die *Konsumnachfrage* reduziert. Die Verringerung des Budgetdefizits durch solche Maßnahmen bleibt daher hinter den Erwartungen zurück.
- Bei einem anhaltend *positiven Zins-Wachstumsdifferential* dämpfen die Versuche nahezu aller Industrieländer, die Staatsschuldenquote zu stabilisieren, gleichzeitig das Wirtschaftswachstum. Unter diesen Finanzierungsbedingungen dürften die Unternehmer nämlich nicht bereit sein, ihre Verschuldung in jenem Ausmaß zu steigern, in dem die öffentlichen Haushalte sie einzuschränken versuchen.

Die Prognose nimmt an, daß es der Wirtschaftspolitik gelingt, einen Konsolidierungskurs zu realisieren, der Produktion und Beschäftigung möglichst wenig dämpft. Dies bedeutet, daß Maßnahmen gesetzt werden, welche die Investitionsbereitschaft der Unternehmer nicht verringern bzw. die Konsumquote der privaten Haushalte erhöhen.

Die Quantifizierung der Prognose geht von der Grundannahme aus, daß von den im Rahmen des oben skizzierten Entwicklungsmusters möglichen Wachstumspfaden die

Entwicklungstendenzen der Weltwirtschaft *Abbildung 6*



Nachfrage reagieren). Die Prognose nimmt weiters an, daß die Zinspolitik angesichts einer Stabilisierung der Inflation auf niedrigem Niveau wieder gelockert wird (ab 1995/96). Gelingt es unter diesen Annahmen, in den Industrieländern ein Wirtschaftswachstum wie in den siebziger und achtziger Jahren zu erreichen, so würde dies auch die protektionistischen Tendenzen mildern. Der Zinssatz läge dann in den Industrieländern um nur etwa 1 Prozentpunkt über der Wachstumsrate; das wiederum würde die Budgetkonsolidierung erleichtern.

Die Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern bis 1999

In den USA hat sich das Wirtschaftswachstum seit der Rezession Anfang der neunziger Jahre kontinuierlich beschleunigt und erreichte 1994 etwa 4%. Dieser kräftige Aufschwung war durch die Wirtschaftspolitik nachhaltig gefördert worden: Die Zinsen sanken bis 1993 auf das niedrigste Niveau der Nachkriegszeit, gleichzeitig blieb auch die Fiskalpolitik expansiv. Die Budgetkonsolidierung setzte erst 1994 ein und damit zu einem Zeitpunkt, zu dem der Konjunkturaufschwung bereits selbsttragend geworden war. Überdies wurde eine Konsolidierungsstrategie gewählt, die Nachfrage und Produktion nur wenig dämpft. Die Staatseinnahmen werden in erster Linie durch eine Erhöhung des Steuersatzes und der Sozialversicherungsbeiträge der Bezieher hoher Einkommen gesteigert (ihre effektive Steuerbelastung nimmt von 31% auf 42% zu), zusätzlich wurde der Spitzensteuersatz für Kapitalgesellschaften hinaufgesetzt. Auf der Ausgabenseite wird primär an den Verteidigungsausgaben und im öffentlichen Dienst gespart. Diese Strategie und der kräftige Konjunkturaufschwung ließen das Budgetdefizit 1994 um fast 1½% des BIP sinken.

Um einer möglichen Überhitzung der Konjunktur und damit einer Beschleunigung der Inflation vorzubeugen, hat die Zentralbank der USA die Leitzinsen seit Anfang 1994 in mehreren Schritten erhöht; der nominelle Kreditzins (Prime Rate) stieg deshalb von 6% auf 9%. Ein vergleichbarer Zinsanstieg zwischen 1987 und 1989 hatte wesentlich zum Konjunkturabschwung und zur Rezession 1990/91 beigetragen. Da überdies die Erhöhung der Dollarzinsen den Schuldendienst der Entwicklungsländer stark steigerte und so zum Ausbruch der Finanzkrise in Mexiko beitrug, dürften die Dollarzinsen nur noch geringfügig erhöht und mit der Wachstumsabschwächung 1995/96 wieder um etwa 1½ Prozentpunkte gesenkt werden.

Der Wechselkurs des Dollars dürfte wegen des anhaltenden Leistungsbilanzdefizits der USA und insbesondere wegen ihrer hohen Auslandsschulden auch mittelfristig unter der Kaufkraftparität bleiben, doch sollte sich das Ausmaß der Unterbewertung leicht verringern.

Der Wechselkurs des Dollars dürfte wegen des anhaltenden Leistungsbilanzdefizits der USA und insbesondere wegen ihrer hohen Auslandsschulden auch mittelfristig unter der Kaufkraftparität bleiben, doch sollte sich das

relativ günstigsten realisiert werden. Der Wirtschaftspolitik müßte es also in dem längerfristig akuten Konflikt zwischen hoher Arbeitslosigkeit und notwendiger Stabilisierung der Staatsschuldenquote gelingen, einen Konsolidierungskurs zu realisieren, der Produktion und Beschäftigung möglichst wenig dämpft. Dies bedeutet, daß Maßnahmen gesetzt werden, welche die Investitionsbereitschaft der Unternehmer nicht verringern bzw. die Konsumquote der privaten Haushalte erhöhen (etwa durch Senkung des verfügbaren Einkommens jener Schichten, die darauf stärker mit einer Reduktion ihres Sparens als ihrer

Ausmaß der Unterbewertung leicht verringern; die WIFO-Prognose nimmt an daß der Dollarkurs im Durchschnitt der Jahre 1995 bis 1999 bei 1 67 DM bzw. 104 Yen liegt. Der niedrige Wechselkurs wird die Exportdynamik der USA weiterhin fördern; gemeinsam mit einer leichten Wachstumsabschwächung wird dies ab 1996 zu einer Verbesserung der Leistungsbilanz der USA beitragen (dennoch dürfte sie im gesamten Prognosezeitraum defizitär bleiben).

Unter diesen Bedingungen wird die Wirtschaft in den USA zwischen 1994 und 1999 um durchschnittlich 2½% pro Jahr wachsen und damit etwa jene Dynamik aufweisen wie seit Mitte der achtziger Jahre.

Die neuerliche, diesmal unbefristete Einführung eines „Solidarzuschlags“ von 7,5% auf die Lohn- und Einkommensteuer dämpft die Nachfrage der privaten Haushalte in Deutschland 1995 merklich. Dieser Effekt wird jedoch durch anhaltend kräftige Exportsteigerungen sowie durch eine von der günstigen Exportentwicklung mitgetragene Investitionsbelebung wettgemacht. 1996 nimmt auch der private Konsum wieder deutlich zu, bei weiterhin wachsenden Exporten und Investitionen dürfte sich das Wirtschaftswachstum in Gesamtdeutschland 1996 auf 3,5% und in Westdeutschland auf 3,0% erhöhen.

Zwei Annahmen dieser Prognose sind allerdings relativ unsicher: 1. Die deutschen Exporte könnten sich wegen einer zunehmend restriktiven Wirtschaftspolitik in den anderen europäischen Industrieländern und der anhaltenden Überbewertung der DM schwächer entwickeln. 2. Der Anstieg der langfristigen Zinsen um 2 Prozentpunkte seit Anfang 1994 könnte gemeinsam mit einer Exportabschwächung bewirken, daß die Investitionsdynamik geringer ausfällt als angenommen.

Zwischen 1996 und 1999 dürfte sich das Wirtschaftswachstum in Deutschland nicht nur aus Gründen des Konjunkturzyklus abschwächen, sondern insbesondere weil der restriktive Kurs der Fiskalpolitik in jenen EU-Ländern (z. B. Italien, Belgien, Spanien, Schweden, Finnland) verschärft wird, deren Budgetdefizit und Staatsverschuldung viel höher sind, als in den Maastricht-Kriterien vorgese-

Als Folge einer restriktiven Wirtschaftspolitik all jener Länder, deren Budgetdefizit und Staatsverschuldung die Maastricht-Kriterien deutlich übersteigen, wird das Wirtschaftswachstum in den europäischen OECD-Ländern insgesamt nur etwa 2¼% betragen.

Dies wird gemeinsam mit dem anhaltend hohen Wechselkurs der DM das Wachstum der deutschen Exporte und Investitionen dämpfen.

Im gesamten Prognosezeitraum dürfte die deutsche Wirtschaft unter diesen Bedingungen um etwa 2¾% pro Jahr wachsen.

In erster Linie wegen der zunehmend restriktiven Wirtschaftspolitik all jener Länder, deren Budgetdefizit und Staatsverschuldung die Maastricht-Kriterien deutlich übersteigen, wird das Wirtschaftswachstum in den europäischen OECD-Ländern insgesamt nur etwa 2¼% betragen.

Die wichtigsten Prognoseergebnisse im Überblick

Übersicht 1

	1965/1973	1973/1980	1980/1985	1985/1994	1994/1999
	Durchschnittliche jährliche Veränderung in %				
Wechselkurs 4 Reservewährungen je Dollar	- 2,7	- 2,3	+ 11,0	- 4,9	+ 1,0
Eurodollarzins in %	7,1	9,2	11,7	6,3	5,6
Erdölpreis \$ je Barrel absolut		24,0	30,0	16,3	14,6
Welthandelspreise insgesamt	+ 5,5	+ 16,0	- 3,0	+ 2,0	+ 2,5
Brennstoffe	+ 6,3	+ 35,8	- 1,1	- 9,0	+ 2,6
Nahrungsmittel	+ 7,0	+ 10,3	- 4,9	+ 4,4	+ 3,2
Industrierohstoffe	+ 5,3	+ 11,9	- 4,0	- 0,1	+ 4,3
Industriewaren	+ 5,5	+ 11,5	- 3,1	+ 3,9	+ 1,8
Realzins für internationale Schulden ¹⁾ in %	1,3	- 7,6	14,7	4,2	3,1
Welthandel real insgesamt	+ 9,2	+ 2,9	+ 2,3	+ 6,0	+ 6,4
Importe der Industrieländer	+ 9,7	+ 1,9	+ 1,9	+ 6,7	+ 5,6
Importe der Erdöl-exporteure	+ 9,5	+ 15,1	- 1,1	+ 0,1	+ 7,0
Importe der sonstigen Entwicklungsländer	+ 7,6	+ 4,9	+ 4,1	+ 9,1	+ 8,4
Importe der Oststaaten	+ 7,7	+ 1,2	+ 3,7	- 9,5	+ 8,6
BIP real insgesamt	+ 5,5	+ 3,4	+ 2,5	+ 2,7	+ 3,6
Industrieländer	+ 4,6	+ 2,4	+ 2,5	+ 2,4	+ 2,4
Erdöl-exporteure	+ 9,0	+ 4,7	+ 0,9	+ 3,1	+ 3,3
Sonstige Entwicklungsländer	+ 5,3	+ 5,0	+ 4,1	+ 5,7	+ 5,9
Oststaaten	+ 7,1	+ 3,1	+ 1,5	- 4,2	+ 1,0
Ost-Mitteuropa					+ 4,0
GUS					± 0,0
OECD insgesamt	+ 4,6	+ 2,4	+ 2,5	+ 2,4	+ 2,4
OECD-Europa	+ 4,6	+ 2,3	+ 1,6	+ 2,3	+ 2,2
USA	+ 3,5	+ 2,1	+ 2,7	+ 2,5	+ 2,5
Japan	+ 9,7	+ 3,6	+ 3,7	+ 3,2	+ 2,6
Westdeutschland BRD	+ 4,1	+ 2,2	+ 1,1	+ 2,7	+ 2,3
					+ 2,8

¹⁾ Eurodollarzins deflationiert mit den Welthandelspreisen insgesamt

Die japanische Wirtschaft wird merklich langsamer expandieren als in den siebziger und achtziger Jahren, da sich die Investitions- und Exportdynamik auch mittelfristig abschwächt. In der Erwartung weiterer Marktanteilsgewinne steigerte die japanische Industrie im Investitionsboom Ende der achtziger Jahre die Produktionskapazitäten außerordentlich stark. Tatsächlich ließ aber das Exportwachstum seither aus drei Gründen deutlich nach: infolge der enormen Aufwertung des Yen, infolge der internationalen Rezession und wegen der zunehmenden Handelskonflikte sowohl mit den USA als auch mit der Europäischen Union. Die letzten zwei Faktoren werden auch in den kommenden Jahren wirken. Die Abschwächung des Exportwachstums und eine zunehmende Produktionsverlagerung in benachbarte Niedriglohnländer tragen dazu bei, daß auch die Investitionsdynamik mittelfristig deutlich schwächer ausfällt als in der Vergangenheit.

Zwar versucht die japanische Wirtschaftspolitik, den privaten Konsum um den Preis eines steigenden Budgetdefizits zu stimulieren, doch dürfte 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 wird. Aufgrund dieser Annahmen lautet die Prognose für die japanische Wirtschaft auf nur noch etwa +2½% pro Jahr bis 1999

Kräftige Expansion des Welthandels

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 6, Übersicht 1). Die Prognose nimmt an, daß die Preise von Rohstoffen relativ zu Industriewaren nach einem Rückgang von fast zehn Jahren wieder leicht steigen. Der Erdölpreis dürfte etwa gleichschrittig mit den Industriewarenpreisen anziehen, die sonstigen Rohstoffpreise aber etwas rascher (Nahrungsmittel verteuern sich nicht zuletzt deshalb, weil der Weltmarkt in der Folge der Uruguay-Runde immer weniger mit subventionierten Agrarprodukten beliefert wird). Insgesamt dürften sich die Preise im Welthandel mittelfristig um nur etwa 2½% pro Jahr erhöhen. Das Nominalzinsniveau der Weltwährung dürfte ab 1996 wieder merklich sinken, sodaß der *Realzins für internationale Schulden* im gesamten Prognosezeitraum bei nur etwa 3% liegt und damit deutlich unter der Exportwachstumsrate der Schuldnerländer

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

Die *Exportdynamik* verlagert sich weiterhin zugunsten der Entwicklungsländer in Südostasien, aber auch in Latein-

amerika. Die ehemaligen Planwirtschaften — insbesondere in Ost-Mitteleuropa — könnten jedoch ebenfalls Marktanteile gewinnen. Hauptverlierer dieser Entwicklung sind die Industrieländer, ihr Marktanteil wird um mehr als 1% pro Jahr sinken. Insgesamt sollte der *Welthandel* bis 1999 um durchschnittlich 6½% expandieren und damit etwas rascher als seit Mitte der achtziger Jahre.

Vor allem um die enorme Verschlechterung ihrer Handels- und Leistungsbilanz seit Anfang der neunziger Jahre zu stoppen und eine mittelfristige Verbesserung einzuleiten, werden die nichterdölexportierenden Entwicklungsländer ihre Importe um etwa 1½ Prozentpunkte langsamer wachsen lassen als ihre Exporte. Die anderen drei Ländergruppen weiten hingegen ihre Importe etwas rascher aus als ihre Exporte. Unter diesen Bedingungen würden sich die weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte verringern: Die Handelsbilanz der Industrieländer dreht sich von einem *Überschuß in ein Defizit, überall die hohen Defizite der nichterdölexportierenden Entwicklungsländer werden bis 1999 fast ganz abgebaut*.

Auch die Dynamik der *Gesamtproduktion* dürfte sich noch etwas stärker als seit Mitte der achtziger Jahre in die nichterdölexportierenden Entwicklungsländer verlagern, ihr BIP wird bis 1999 um etwa 6% pro Jahr expandieren. Auch in den erdölexportierenden Entwicklungsländern beschleunigt sich das Produktionswachstum leicht auf knapp +3½% pro Jahr.

In den ehemaligen Planwirtschaften divergiert die Entwicklung weiterhin erheblich: In *Ost-Mitteleuropa* wird sich die Produktion weiter erholen und bis 1999 um 4% pro Jahr expandieren, in der GUS schrumpft die Wirtschaft hingegen 1995 nochmals und beginnt erst 1997 zu wachsen. Über den gesamten Prognosezeitraum dürfte daher die Produktion kaum steigen.

Three Major Economies Expected to Grow at a Similar Pace Medium-term Projections for the World Economy — Summary

Financial framework conditions for the expansion of world trade are set to improve over the coming years. Nominal dollar interest rates may head downwards, for two reasons: deceleration of U. S. growth, and a lowering of international credit costs required to stabilize the fragile debt situation of many developing countries (the strong rise in dollar interest rates during 1994 has largely contributed towards the breaking of the Mexico crisis). The dollar may remain undervalued, thereby alleviating the debt burden not only of the U. S. but also of developing countries.

Export buoyancy is expected to further shift towards the rising economies in South-East Asia and Latin America; reform countries in eastern Europe should also gain international market shares, while industrialized countries should see their aggregate market share fall. World trade growth is projected to accelerate from the pace obtaining since the mid-1980s, to an average 6½ percent p. a. until 1999.

The three major economies — the U. S., Japan, and Germany — are expected to grow at a similar pace. U. S. output

growth should attain around 2½ percent p. a., with falling dollar interest rates and a low exchange rate supporting both investment and exports. Fiscal consolidation may dampen growth only to a limited extent, as it is brought about primarily via higher taxes for top income earners who may accommodate the income squeeze by lowering their savings.

Western European countries stand to benefit from the implementation of the single market and from EU enlargement, but the strive for convergence towards the Maastricht criteria will require severe measures of budget consolidation in many countries. In all, GDP in OECD-Europe is projected to rise at an annual average 2¼ percent, with the German economy expanding at a faster pace of 2½ percent, due mainly to the ongoing catching-up process in the new Länder.

In Japan, rapid growth of investment and exports is unlikely to continue, if only because of the largely overvalued Yen. Annual GDP growth up to 1999 is projected at 2½ percent.