

## Editorial

### Zur Konjunkturlage im Euroland

#### I.

Nachdem vor gut einem halben Jahr in elf Mitgliedsländern der Europäischen Union, zum Teil verbunden mit großen Hoffnungen bezüglich Stabilität und wirtschaftlicher Dynamik, der Euro als gemeinsame Währung eingeführt wurde, machte sich in letzter Zeit wieder vermehrt eine gewisse Skepsis bemerkbar. Die Wachstumsprognosen für die europäische Wirtschaft mußten seit Mitte 1998 mehrmals abwärtsrevidiert werden, und die Entwicklung des Außenwertes des Euro bewirkte unter den Bürgern eine steigende Verunsicherung über die Stabilität der neuen Währung. Oberflächlich betrachtet liegt die Vermutung nahe, daß die Erwartungen doch zu hoch angesetzt waren. Hat man den Bürgern etwa zu viel versprochen? Eine nähere Betrachtung der konjunkturellen Entwicklung (Abschnitt II) soll zeigen, daß der Euro in turbulenten Zeiten seine Feuerprobe durchaus bestanden hat und trotz des gegenüber dem Einführungskurs vom Jahresbeginn gesunkenen Außenwertes der Stabilität zuträglich war (Abschnitte III und IV).

#### II.

Während die Wirtschaft der USA dank der robusten Inlandsnachfrage (wenn auch auf Kosten einer längerfristig nicht tragbaren Verschuldung der Haushalte sowie mit einem Leistungsbilanzdefizit in der Höhe von 3 Prozent des BIP) weiterhin erstaunlich kräftig wächst, zeichnet sich in Japan noch immer keine nachhaltige Überwindung der hartnäckigen Krise, kein Ende der Deflation ab, da die Wiederherstellung des Vertrauens von Unternehmen und Haushalten nach wie vor noch effizienter Schritte der Politik zur Bewältigung der Strukturprobleme, vor allem im Finanzsektor, bedarf.

Die Fundamentaldaten der europäischen Wirtschaft entwickelten sich gegen Ende der neunziger Jahre geradezu prächtig: es existiert praktisch kein Preisauftrieb mehr, die Investitionsrentabilität übertrifft den historischen Höchststand der sechziger Jahre, die öffentlichen Haushalte konnten soweit saniert werden, daß die Gefahr explodierender Defizite bzw. Verschuldung gebannt ist, die Nominalzinsen wurden deutlich reduziert, sinkende Lohnstückkosten verbessern die preisliche Wettbewerbsfähigkeit,

und zumindest unter den Teilnehmerländern an der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion wurden die Unsicherheiten bezüglich Wechselkursschwankungen eliminiert.

Allerdings blieb eine wesentliche Voraussetzung für nachhaltiges Wachstum unerfüllt, nämlich die gleichgewichtige Entwicklung der nachfrageseitigen mit den angebotsseitigen Faktoren. Die Entwicklung der Einkommen der Unselbständigen verlief in Europa im Durchschnitt deutlich langsamer als der Produktivitätszuwachs. Dies dämpfte den größten Nachfragefaktor, den Konsum der privaten Haushalte. Da daneben auch die Ausgaben der öffentlichen Haushalte durch die Konsolidierungsbemühungen zur Erreichung der Maastricht-Kriterien eingebremst wurden, und da die Investitionen infolge von hohen Realzinsen und schwachen Nachfrageerwartungen gebremst wurden, litt die europäische Wirtschaft in den neunziger Jahren unter einer Schwäche der Binnennachfrage. Diese war dafür mitverantwortlich, daß die Dynamik der Konjunkturaufschwünge in diesem Jahrzehnt deutlich weniger kräftig ausfiel als in früheren Konjunkturzyklen.

Der jüngste, nach den Finanzmarkturbulenzen 1995 in Westeuropa in Gang gekommene Wirtschaftsaufschwung kam zu Jahremitte 1998 ins Stocken, als nach Südostasien auch Rußland in eine tiefe Krise taumelte, und das Übergreifen auf Lateinamerika ließ nicht lange auf sich warten. Das Wachstum des Welthandels erlitt einen drastischen Einbruch von 10 (1997) auf 2 Prozent (1998). Nicht nur die Wachstumsprognosen für die Industrieländer mußten spürbar reduziert werden, dazu kam auch noch ein enormer Anstieg der Risiken. Die einzelnen Risikofaktoren waren nicht mehr – wie sonst üblich – separat zu bewerten, sondern eine Kettenreaktion drohte: wird ein Risiko (z.B. Brasilien) schlagend, so werden auch die übrigen (US-Aktienmärkte, Rußland und Osteuropa, China...) aktiviert. Wird ein Ziegelstein entfernt, so bricht das ganze Gebäude zusammen. Die Weltwirtschaft insgesamt stand zumindest näher an der Kippe als seit vielen Jahren.

Ein knappes Jahr später läßt sich die Beurteilung der Lage in eine gute und eine schlechte Nachricht fassen. Letztere besagt, daß die Wachstumsabschwächung kräftiger ausgefallen ist, als noch sechs Monate zuvor prognostiziert wurde. Die gute Nachricht lautet, daß die damals angeführten Risikofaktoren heute deutlich geringer bewertet werden können, da sowohl in Lateinamerika als auch in Südostasien die Stabilisierung der Lage gelungen sein dürfte. Die Gefahr des Absturzes der Weltkonjunktur scheint abgewehrt, nach dem derzeitigen Wissens- und Erfahrungsstand dürfte durch die Krisenherde bloß eine vorübergehende Delle in der Konjunkturentwicklung eingetreten sein, welche zu Jahresende schon wieder überwunden sein sollte.

### III.

Der Euro selbst erlebte, ebenso wie seine Einschätzung durch Experten und Bevölkerung, in seinem kurzen Dasein (und auch schon davor) bereits einige Berg- und Talfahrten. Im Sommer 1999 erreichte die Stimmung einen Tiefpunkt, hatte doch der Euro seit Jahresbeginn gegenüber dem US-Dollar rund 12 Prozent, gegenüber einem gewichteten Währungskorb rund 8 Prozent an Wert verloren. Ist der Euro doch nicht so stabil wie erwartet? Mißtrauen die internationalen Finanzmärkte wirklich einem sozialdemokratisch dominierten Europa, welches bezüglich Budgetdisziplin wieder den Schlendrian walten läßt? Leidet der Euro unter einer fundamentalen Schwäche?

Um diese Frage seriös zu beantworten, muß man zuerst einmal den Stabilitätsbegriff etwas präziser definieren, bevor im nachfolgenden Abschnitt dann die Entwicklung des Außenwertes des Euro beleuchtet werden soll.

Vielfach glauben die durch mehrere Geldentwertungen traumatisierten Älteren irrigerweise, der Wohlstand hänge (immer und überall) vom Wechselkurs ab, und sie geben ihre Erkenntnis auch gerne und nachdrücklich an die nachfolgenden Generationen weiter. Wenn auch selbstverständlich gewisse Beziehungen zwischen der Entwicklung des Außenwertes einer Währung einerseits und des realen Wertes von Einkommen und Vermögen andererseits bestehen (wie etwa über die importierte Inflation), so verlieren diese Zusammenhänge mit abnehmender außenwirtschaftlicher Verflechtung und mit der zunehmenden Verwendung der eigenen Währung als internationale (Handels- und Reserve-)Währung an Bedeutung. Nach Jahrzehnten des Lernens und Lehrens, in Modellen kleiner, offener Volkswirtschaften zu denken, wo der Wechselkurs tatsächlich eine wichtige Bezugsgröße darstellt, und wo die Fixierung auf den Wechselkurs auch durchaus rational war, müssen die Bewohner von Euroland offensichtlich erst lernen, in den neuen Dimensionen zu denken.

Genau in diesem Punkt hat die dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion die Rahmenbedingungen radikal verändert. Waren bislang in den EU-Staaten Außenhandelsverflechtungen um 50 Prozent durchaus üblich (z.B. in den Niederlanden und Belgien; in großen Ländern wie Deutschland oder Frankreich immerhin um 35 Prozent), so werden nun im Euroland 87 Prozent der "nationalen" Außenhandelsströme innerhalb des Gebiets der Einheitswährung und nur 13 Prozent mit anderen Währungsgebieten abgewickelt. Diese Veränderung und ihre Konsequenzen und damit auch die Stärkung der internationalen Position der europäischen Wirtschaft ist – im Gegensatz zu Japan und den USA<sup>1</sup>, wo ähnliche Außenhandelsrelationen vorherrschen – noch nicht wirk-

lich umfassend in das Bewußtsein der Bürger eingedrungen. Äußere und innere Stabilität können noch nicht ausreichend unterschieden werden.

Auch wenn man korrekterweise hinzufügen muß, daß darüberhinaus gewisse Güter, vor allem Rohstoffe wie Erdöl, auch im Euroland in Dollar gehandelt werden, so machen die oben angeführten Zahlen offenkundig, daß für die monetäre Stabilität im Gebiet der Einheitswährung nicht die äußere (Währungs-)Stabilität, sondern in dominanter Weise die innere (Preis-)Stabilität von Relevanz ist. Wirft man einen Blick auf die Inflationsraten in den traditionellen Hartwährungsländern der EU-11, so zeigt sich, daß der Euro stabiler ist, als es DM oder Schilling je zuvor waren, denn eine Inflationsrate von praktisch Null gab es tatsächlich schon lange nicht. Wechselkursveränderungen können somit mit ebensolcher Gelassenheit gesehen werden, wie dies in den USA der Fall ist, denn diese sind in der Regel nur dann bedenklich, wenn dadurch die Preisstabilität gefährdet wird oder Störungen der Währungssysteme drohen. Da bei gegebener Preisentwicklung und Außenverflechtung die Angst vor einem massiveren Inflationsimport nicht wirklich rational begründbar erscheint, kann das große Zittern vor der Geldentwertung durch Euro-Kursverluste gestrotzt eingestellt werden.

#### IV.

Ganz abgesehen von der Klärung des Stabilitätsbegriffes sollte man zur realistischen Einschätzung der Kursentwicklung des Euro ein Jahr zurückblicken.

- Ihren ersten und bislang schwersten Härtestest hat die neue Währung bereits im Herbst 1998, also noch vor ihrer offiziellen Einführung, bravourös bestanden. Alleine das klare Bekenntnis, unumstößlich am Plan zur dritten Stufe der Währungsunion festzuhalten, hat die Währungen der Teilnehmerstaaten resistent gegen die internationalen Finanzprobleme gemacht. Im Gegensatz zu anderen Weltregionen (und übrigens auch zu den Nicht-Euro-Währungen in Europa) blieb das als Euroland geplante Gebiet relativ unbeeindruckt von den krisenhaften Entwicklungen und erwies sich als "sicherer Hafen" für vorsichtshalber aus anderen Regionen abgezogenes Kapital. Man kann jedenfalls davon ausgehen, daß ohne den festen Plan zur Einführung des Euro erneute Verwerfungen innerhalb des europäischen Währungsgefüges die Wirtschaft weit tiefer erschüttert und vermutlich in eine Rezession geführt hätten.
- Weiters führte eine ganze Reihe von Faktoren dazu, daß die Euro-Dollar-Relation bei der Einführung zu Jahresbeginn nicht unbedingt den realen wirtschaftlichen Gegebenheiten ent-

sprach: der Dollar litt aufgrund der Finanzkrisen (im Gegensatz zum Euro) mit rund 10 Prozent Wertverlust innerhalb kürzester Zeit an einer vorübergehenden Schwäche, während die amerikanische Wirtschaft aber rascher wuchs als erwartet. Der (erst einzuführende) Euro selbst blieb stark, und zwar einerseits, da sich die Konjunkturverschlechterung in ihrem tatsächlichen Ausmaß nur schleichend und etappenweise in den Prognosen und in der Folge dann eben auch in den Wechselkursen niederschlug, und andererseits, da man infolge der Skepsis von Experten und Bürgern (welchen die Unterscheidung von äußerer und innerer Stabilität nicht gelang) im Herbst 1998 aus psychologischen (kaum aus ökonomischen) Gründen Stärke demonstrieren wollte. Es ist daher irreführend, permanent die Euro-Dollar-Relation von Jahresbeginn 1999 als Referenzwert heranzuziehen.

- Betrachtet man beispielsweise die historische Bandbreite der DM-Dollar-Relation oder die Relation des Dollar zu einem synthetischen Euro-Vorläufer, und zieht man dazu auch die unterschiedlichen Positionen von EU und USA im Konjunkturzyklus in Betracht (überraschende ungebremste, geradezu nicht enden wollende Stärke in den USA, ebenso überraschend stärker als erwartete Wachstumsverlangsamung in der EU, wo sich gerade wesentliche Kernländer wie Deutschland und Italien nur äußerst zäh aus dem hartnäckigen Tief befreien können), so liefert schon alleine die unterschiedliche Konjunkturlage den wesentlichen Teil der Erklärung der Entwicklung des Euro-Kurses. Die Wirkungskette: ‚schwache Gesamtnachfrage/niedrigere Zinsen/sinkender Wechselkurs‘ kann wohl auf den Finanzmärkten aufgrund ihres geradezu lehrbuchartigen Verlaufes kaum für Überraschungen gesorgt haben. Die „Schwäche“ des Euro ist vielmehr eine Stärke des Dollar. Der Euro-Kurs wird – wie auch in der Vergangenheit derjenige von „stabilen“ Währungen wie DM oder Schilling – eine Hochschaubahn bleiben, ohne daß dies neue Stabilitätsprobleme verursachen würde.
- Natürlich kommen dazu noch gewisse psychologische, die Märkte leicht verunsichernde, spezifisch europäische Phänomene, wie der Kosovo-Krieg und die öffentlichen Diskussionen über die Erfüllung von Stabilitätszielen der öffentlichen Haushalte, doch sei hier die Behauptung gewagt, daß diese alleine (also ohne die zuvor angeführten Gründe wie überhöhter Einstiegskurs und stark differierende Wachstumsraten) bloß zu einem kaum merkbaren und nicht nachhaltigen Schlenker des Euro-Wechselkurses geführt hätten.

Vieles spricht dafür, daß die Kaufkraftparität von Euro zu Dollar nun eine vernünftiger Relation darstellt als zuvor. Die seit Anfang Juli erfolgte Korrektur des Wechselkurses hat jenen Recht gege-

ben, die keinen Anlaß für ein Reagieren der europäischen Geldpolitik auf die vorherige Wechselkursentwicklung gesehen hatten. Ein neuer restriktiver Impuls könnte die Hoffnungen auf einen kräftigeren europäischen Konjunkturaufschwung wieder einmal zunichte machen und – bei einem Kippen der psychologischen Faktoren – sogar die Gefahr ergeben, daß Europa wie zuvor Japan in die Liquiditätsfalle tappt.

## V.

Was in Europa an der Schwelle zum nächsten Jahrtausend also gefragt ist, ist einerseits eine stärkere Gesamtnachfrage und andererseits ein höherer Bewußtseinsstand über die Bedeutung der neuen Einheitswährung. Letzteres bedarf offensichtlich einer verstärkten Aufklärung zur Herausbildung eines stärkeren Euro-(Selbst-)Bewußtseins der durch die Euro-Kursentwicklung verunsicherten europäischen Bürger. Der konstruktive Beitrag des österreichischen Wirtschaftsjournalismus dazu hielt sich bislang noch in recht engen Grenzen.

Was die Nachfrageentwicklung betrifft, so stellt die sogenannte "Schwäche" des Euro geradezu einen Segen für die europäische Konjunktur dar, bringt sie doch Arbeitsplätze in der Exportwirtschaft. Ansonsten sollten die Hoffnungen auf eine rasche Wiederbelebung der Konjunktur eher auf heimische Nachfragekomponenten gerichtet werden, denn in den USA wird wohl irgendwann doch die sanfte Landung der Konjunktur vollzogen werden, und in den übrigen Weltregionen ist in absehbarer Zeit kaum mit einer überschäumenden Dynamik zu rechnen.

Ein hoffnungsvoller Ansatz könnte in der Verwirklichung der beim Gipfel in Köln (Juni 1999) vereinbarten verbesserten Abstimmung der unterschiedlichen Politikbereiche sein, welche den "Köln-Prozeß" (europäischer Beschäftigungspakt) als dritte Säule dem sogenannten "Luxemburg-Prozeß" (koordinierte Beschäftigungsstrategie) sowie dem "Cardiff-Prozeß" (Struktur-reformen zum besseren Funktionieren der Waren-, der Dienstleistungs- und Kapitalmärkte) hinzufügt. Der im Pakt vorgeschlagene regelmäßige Dialog zwischen den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern – natürlich unter Wahrung der jeweiligen Unabhängigkeit – bietet Möglichkeiten für eine kohärentere Wachstums- und Beschäftigungsstrategie. Am Beispiel Österreichs ist zu ersehen, daß ein solcher intensiver Dialog unter Einbeziehung der Sozialpartner durchaus erfolgreiche Perspektiven eröffnen kann.

Andererseits sind gewisse Zweifel an der Bereitschaft oder Fähigkeit mancher Akteure zu diesem Dialog angebracht. Es ist zu hoffen, daß etwa die Darlegung der Problemsicht der EZB in de-

ren Juni-Monatsbericht nur auf die Knappheit der Formulierung zurückzuführen ist und nicht deren grundsätzliche Einstellung zum Dialog widerspiegelt. Denn darin verkündet die EZB etwa folgendes, hier sinngemäß in geraffter Form und ausdrücklich nicht als Originalzitat wiedergegeben: "Wir haben unsere Hausaufgaben gemacht, im April die Zinsen gesenkt und damit die Basis für starkes Wachstum gelegt. Nun müssen endlich die Arbeitsmärkte flexibilisiert und die Stabilitätspolitik der Haushalte konsequenter durchgezogen werden". Einmal ganz abgesehen von der Frage, ob nicht trotz der höchst unterschiedlichen Position von EU und USA im Konjunkturzyklus die langfristigen Realzinsen in der EU nur bemerkenswert wenig niedriger liegen als in den USA, so muß doch festgestellt werden, daß ein solches Herangehen wohl nicht gerade das darstellt, was – etwa in österreichischer Tradition – als "Dialog unter Partnern" verstanden werden kann.

Da jedoch vom europäischen Beschäftigungspakt ohnedies bestenfalls längerfristig positive Effekte zu erwarten sind, muß die österreichische Konjunktur zur Zeit vor allem auf hausgemachte Nachfrage setzen, nicht zuletzt auch deshalb, da in wesentlichen Handelspartnerländern wie Deutschland, Italien und Ungarn die Entwicklung der Gesamtnachfrage weiterhin recht gedämpft prognostiziert wird. So sind in Österreich im Jahr 2000 insbesondere von der Entlastung der Haushalte durch die Steuerreform und durch die Änderungen der Familienleistungen Impulse für die Nachfrage zu erwarten. Auch die Expansion der Beschäftigung und die niedrige Inflationsrate tragen zur Erhöhung der Massenkaukraft bei. Die Einschätzungen der Unternehmer verbessern sich im Gleichschritt mit der Reduktion der internationalen Risiken, niedriger Euro-Kurs sowie eine in den letzten Jahren enorm verbesserte Lohnstückkostenposition bilden eine gute Ausgangsbasis für eine Expansion.

Allerdings ist auch damit zu rechnen, daß die Zeiten für Exporteure aus dem Euro-Raum wieder etwas härter werden. Falls der Kosovo-Konflikt einer nachhaltigen Lösung zugeführt werden und die US-Konjunktur endlich die überfällige sanfte Landung erleben sollte, so könnte der Euro im Zuge einer Wiederbelebung der europäischen Konjunktur doch wieder (hoffentlich nicht schlagartig) ein gewisses Aufwertungspotential realisieren können. Dies wird – auch wenn es die Exportwirtschaft weniger erfreut – zur Beruhigung der Freunde der äußeren Stabilität ebenso beitragen wie zur Freude der USA-Besucher.

Eines sollte aber in der ganzen Diskussion um Stabilität, sei es äußere oder innere, nicht vergessen werden. Natürlich ist es anzustreben, daß in einer Welt, die durch zunehmende Liberalisierung und Internationalisierung auch unsicherer, volatiler und krisenanfälliger wird, die Eurozone eine Stabilitätszone darstellt.

Wesentliche Teile davon sind bereits erfolgreich verwirklicht. Der Stabilitätsbegriff der Eurozone sollte jedoch vielmehr – weit hinausgehend über bloße Preis- und Währungsstabilität – auch die Stabilität von Beschäftigung, Einkommen und kollektiver Sicherheit umfassen, um Europa weiterhin erfolgreich im Wettbewerb der Systeme bestehen zu lassen.

---

<sup>1</sup> Dies macht folgende Anekdote deutlich: Fragte man einen US-Bürger zu Zeiten, als ein Dollar 25 Schilling kostete, wieviel ein Dollar wert sei, erhielt man dieselbe Antwort wie damals, als ein Dollar nur 9 Schilling wert war, nämlich: "Na, ein Dollar ist ein Dollar!"