

Stephan Schulmeister

Kräftige Erholung der Weltwirtschaft

Mittelfristige Prognose bis 2015

Die vorliegende Prognose geht davon aus, dass die Unsicherheit über die Bewältigung der Zinsen- und Schuldenkrisen in verschiedenen Euro-Ländern noch einige Zeit bestehen bleibt. Daher sollte sich der Wechselkurs des Euro bis 2012 auf 1,20 \$ abschwächen, danach aber wieder auf 1,35 \$ steigen. Die Erdölpreise dürften bis 2015 um 6,1% pro Jahr anziehen, merklich stärker als jene der anderen Rohstoffe (+3,7% pro Jahr). Industriewaren werden sich hingegen kaum verteuern (+0,5% pro Jahr). Unter diesen Annahmen wird sich die Weltwirtschaft weiter erholen. Der Welthandel dürfte bis 2015 um 7½% pro Jahr wachsen, merklich rascher als im Durchschnitt des letzten Jahrzehnts. Dies sollte auch für die Gesamtproduktion gelten: Das BIP der Industrieländer wird um 2,4% pro Jahr expandieren, die Weltproduktion sogar um 4,5% pro Jahr. Allerdings ist die Unsicherheit der Prognose erheblich, insbesondere wegen der Schuldenkrise mehrerer Euro-Länder, der weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte sowie der Gefahr anhaltender Rohstoffpreissteigerungen.

Begutachtung: Markus Marterbauer • Wissenschaftliche Assistenz: Eva Sokoll • E-Mail-Adressen: Stephan.Schulmeister@wifo.ac.at, Eva.Sokoll@wifo.ac.at

Mitte 2009 kam der stärkste Wirtschaftseinbruch seit der Weltwirtschaftskrise der 1930er-Jahre zum Stillstand. In erster Linie als Folge einer stark expansiven Geld- und Fiskalpolitik verbesserte sich die Weltkonjunktur seither. Diese Impulse konnten aber in den Industrieländern noch keinen selbsttragenden Aufschwung auslösen. Dafür sind mehrere Entwicklungen bestimmend:

- Die dramatische Verschlechterung der Staatsfinanzen in einzelnen Euro-Ländern wie Griechenland und Irland sowie der sprunghafte Anstieg der Anleihezinssätze dieser Länder gefährden den Fortbestand der Europäischen Währungsunion, sofern es nicht gelingt, die Ausbreitung der Krise einzudämmen.
- Die weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte, insbesondere das Defizit der USA und der Überschuss von China haben die handels- und währungspolitischen Spannungen zwischen diesen beiden Ländern verschärft und könnten in einen "Währungskrieg" eskalieren.
- Die jüngste Verteuerung von Rohstoffen, insbesondere von Erdöl, ist zu einem erheblichen Teil durch spekulative Transaktionen von Finanzinvestoren verursacht. Darauf lässt insbesondere das Ausmaß des Goldpreisbooms schließen. Eine Fortsetzung dieser Entwicklung würde die Erholung der Weltwirtschaft beeinträchtigen.

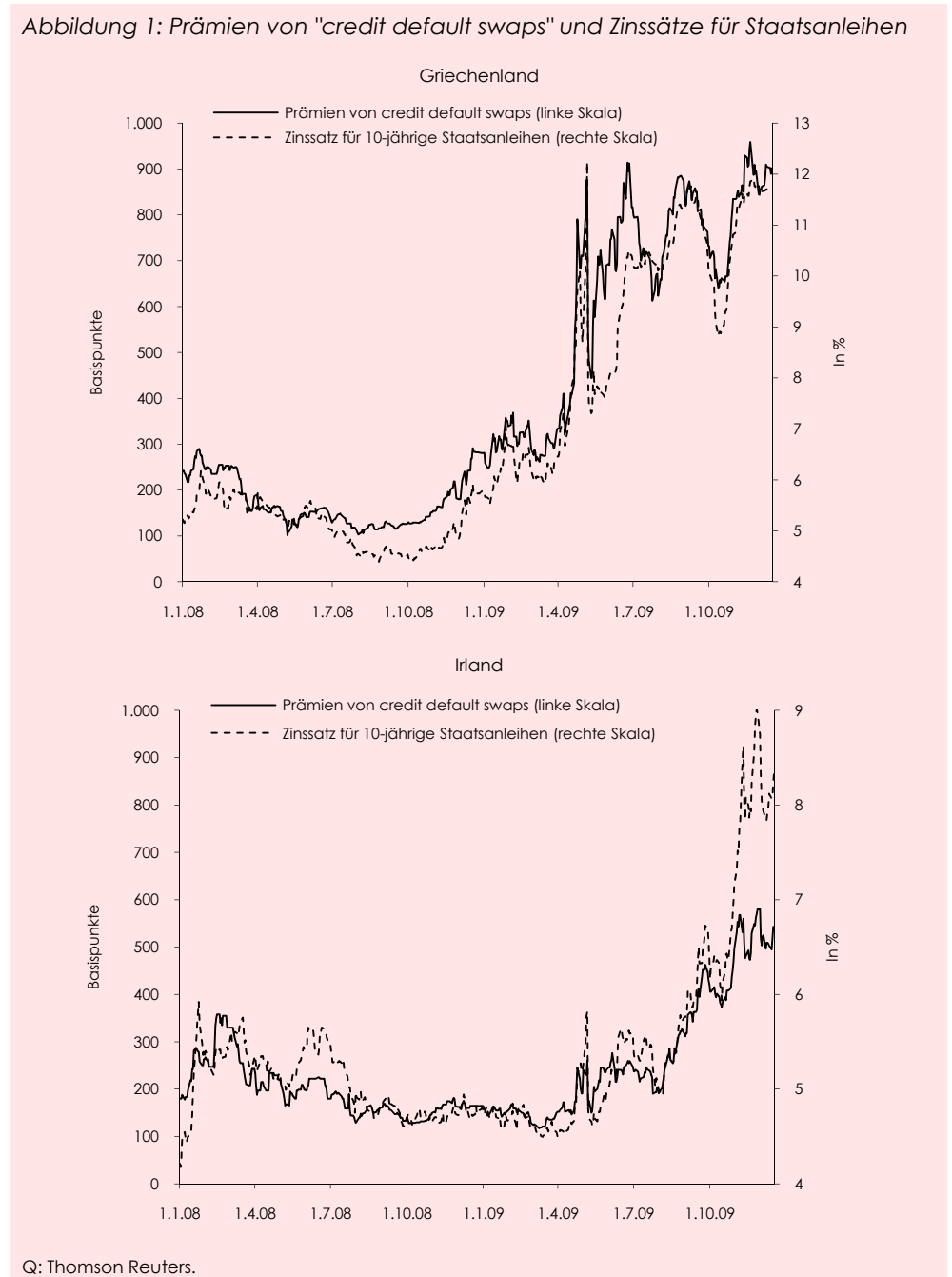
Diese drei Hauptprobleme erscheinen als wesentliche Ausgangsbedingungen für die mittelfristige Entwicklung der Weltwirtschaft. Aus diesen Überlegungen ergeben sich die Annahmen der vorliegenden Prognose, welche mit Hilfe eines ökonomischen Weltmodells erstellt wird.

Sowohl längerfristige als auch kurzfristige Faktoren trugen zur dramatischen Verschlechterung der Lage der Staatsfinanzen in Griechenland und Irland sowie zum Anstieg der Anleihezinssätze in Portugal, Spanien und Italien bei und erhöhten damit die Gefahr, dass sich die Schuldenkrise im Euro-Raum ausweitet.

Zögerliche Bewältigung der Schuldenkrisen im Euro-Raum

Die Konversionskurse, mit denen die einzelnen Euro-Länder 1999 in die Währungsunion eintraten, wichen erheblich von jenem Gleichgewichtsniveau ab, bei dem kein Land einen preislichen Wettbewerbsvorteil bzw. -nachteil im Außenhandel hat (Kaufkraftparität von Tradables). So waren international gehandelte Güter und Dienstleistungen noch 2002 in Griechenland, Portugal und Spanien billiger als im Durchschnitt der 12 Euro-Länder, in Deutschland und Frankreich aber teurer (Schulmeister, 2005, Table 10). In den folgenden Jahren stiegen die Lohnstückkosten und das Preisniveau in den südeuropäischen Ländern stärker als in den "Kernländern" des Euro-Raumes. Am stärksten fielen die Einbußen an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Deutschland aus, das eine Politik strikter Lohnzurückhaltung verfolgte.

Abbildung 1: Prämien von "credit default swaps" und Zinssätze für Staatsanleihen



Die unterschiedliche Lohnpolitik vertiefte die Unterschiede in der Wachstumsdynamik der Gesamtnachfrage zwischen Deutschland und den meisten anderen Euro-Ländern, insbesondere in Südeuropa: In Deutschland stagnierte die Binnennachfrage (insbesondere der private Konsum und der Wohnbau), während die Exporte kräftig expandierten. In den anderen Euro-Ländern nahmen umgekehrt die Binnennachfrage viel stärker und die Exporte viel schwächer zu als in Deutschland. Diese

Diskrepanz wurde in Spanien und Irland zusätzlich durch den Immobilienboom verstärkt (dazu kam in Irland der Boom des Finanzsektors), in Griechenland durch eine anhaltend expansive Fiskalpolitik.

Ein weiterer Effekt verstärkte die Unterschiede in der gesamtwirtschaftlichen Dynamik: Aufgrund der Lohnzurückhaltung war die Inflation in Deutschland anhaltend niedriger als in den anderen Euro-Ländern. Da nicht nur die kurzfristigen, sondern auch die langfristigen Euro-Zinssätze in allen Ländern der Währungsunion annähernd gleich hoch waren, war das Realzinsniveau in Deutschland höher als in den meisten anderen Euro-Ländern, insbesondere als in Irland, Portugal, Spanien und Griechenland (zu den Ungleichgewichten im Euro-Raum siehe im Detail in Ederer, 2010, und Horn – Joebges – Zwiener, 2009).

Wechselwirkung zwischen dem Markt für Staatsanleihen und "credit default swaps" (CDS)

Mit diesem Derivat können Finanzinvestoren auf einen Staatsbankrott spekulieren, indem sie sich gegen eine Prämie die Bedienung von Staatsanleihen versichern lassen (ohne dass die Investoren solche Staatsanleihen besitzen müssen – "naked CDS"). Diese CDS-Geschäfte bieten in einer akuten Krise große Gewinnmöglichkeiten, ihre Nutzung treibt allerdings gleichzeitig das Zinsniveau des "attackierten" Landes in die Höhe (in Abbildung 1 dargestellt am Beispiel von Griechenland und Irland):

- Solange die Finanzierungsprobleme des Staates noch nicht akut geworden sind, schließt ein Finanzinvestor (Investmentbanken wie Goldman Sachs oder Hedge Funds) mit Finanzverwaltern (Pensionsfonds, Versicherungen usw.) ein CDS-Geschäft ab. Letztere gehen davon aus, dass ein Euro-Land kaum zahlungsunfähig werden könne, und sind daher bereit, etwa griechische oder irische Staatsanleihen zu versichern. Sie erhalten dafür vom Investor die CDS-Prämie¹⁾.
- Sobald das wahre Ausmaß des Budgetdefizits bekannt wird und sich die Lage infolge einer Wirtschaftskrise weiter verschlechtert, beginnen die CDS-Prämien zu steigen und damit auch die Zinssätze für die Staatsanleihen der betroffenen Länder. Damit nimmt die Furcht vor einem Staatsbankrott zu, was CDS-Prämien und Zinssätze in einem Teufelskreis weiter erhöht (zwischen Dezember 2009 und Mai 2010 stiegen die Zinssätze griechischer Anleihen um 7 Prozentpunkte, jene irischer Anleihen zwischen August und November 2010 um 4 Prozentpunkte; Abbildung 1). Gleichzeitig steigt der Wert der alten CDS mit viel niedrigerer Prämienlast. Schließlich verkauft der Investor den CDS mit Gewinn.
- Nun kauft der Investor selbst die hochverzinslich gewordenen Staatspapiere mit billigem Zentralbankgeld. Gleichzeitig steigt der Druck auf die Politik, einen Staatsbankrott des betroffenen Landes zu verhindern, da dies unabsehbare ökonomische und politische Folgen hätte. Schließlich wird ein entsprechendes "Rettungspaket" beschlossen und damit gleichzeitig der Wert der hochverzinslichen Anleihen gesichert.

Dieser – hier nur grob skizzierte – Prozess ergibt sich aus der Interaktion zwischen realen Problemen und ihrer Wahrnehmung ("Fundamentalfaktoren") einerseits und den überschießenden Reaktionen von Finanzinvestoren andererseits ("Spekulationsfaktoren"). Zu den realen Problemen gehören etwa das Ausmaß der Staatsverschuldung in Griechenland (und die Versuche, sie zu verschleiern) oder die Lage des Bankensektors in Irland. Die dadurch gerechtfertigten Risikoprämien und damit Zinssatzsteigerungen werden durch Spekulation massiv verstärkt (Ausmaß und Geschwindigkeit des Zinssatzanstiegs in Griechenland und Irland; Abbildung 1). Diese lassen sich "fundamental" nicht erklären.

¹⁾ Asymmetrische Information dürfte diese Geschäfte mitunter gefördert haben: So hatte Goldman Sachs der griechischen Regierung geholfen, das Ausmaß der Staatsverschuldung zu verschleiern, und war daher wohl besser informiert über die Lage der Staatsfinanzen als ihr Partner, der Versicherer griechischer Staatsanleihen.

Insgesamt war das Wirtschaftswachstum in Deutschland seit 2000 nur etwa halb so hoch wie in den anderen Euro-Ländern, gleichzeitig wurden die Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb des Euro-Raumes immer größer – Deutschland, aber auch Belgien, die Niederlande und Österreich erzielten steigende Überschüsse, die meisten anderen Länder verzeichneten höhere Defizite. Die Staatsschuldenquote ging in den meisten Euro-Ländern zwischen 2000 und 2007 zurück, während sie in Deutschland stieg. Dafür war primär das Wachstumsdifferential bestimmend. Dies zeigt sich auch darin, dass die Staatsverschuldung in jenen beiden Ländern bei weitem am stärksten sank, die das höchste Wirtschaftswachstum erreichten, nämlich Irland und Spanien.

Die Finanzmarktkrise ließ das Budgetdefizit in allen Euro-Ländern sprunghaft steigen, besonders in den vom Zusammenbruch des Immobilienbooms am stärksten betroffenen Ländern (Irland und Spanien). Das höchste Haushaltsdefizit aller Euro-Länder

wies 2009 allerdings Griechenland aus, da in diesem Land das Defizit schon vor der Krise weitaus am größten gewesen war.

Mit der Finanzmarktkrise endete die fast 10-jährige Phase weitgehend einheitlicher Zinssätze für Staatsanleihen im Euro-Raum, die Unterschiede zwischen den Ländern nahmen immer mehr zu. Dieser Prozess wurde durch die Wechselwirkung zwischen dem Markt für Staatsanleihen und für "credit default swaps" (CDS) verstärkt (siehe Kasten).

Die künftige Entwicklung der europäischen Wirtschaft wird in hohem Maß davon abhängen, ob es der Politik gelingt, ein Übergreifen dieses Prozesses auf andere Länder wie Portugal oder Spanien zu verhindern, jedenfalls aber das Ausmaß des damit verbundenen Zinssatzanstiegs zu begrenzen. Dabei ergeben sich zwei Probleme: Erstens schuf die Finanzmarktkrise reale Probleme bzw. deckte sie auf (etwa die geringe Konkurrenzfähigkeit der portugiesischen Wirtschaft oder die dramatisch hohe Arbeitslosigkeit in Spanien), und zweitens folgen die Finanzinvestoren lediglich ihrem Gewinnstreben im Rahmen der herrschenden Spielregeln. Diese wird die Politik schon allein mangels Konsens über Alternativen in absehbarer Zeit nicht ändern.

Der Beschlüsse des Europäischen Rates vom Dezember 2010 spiegeln diese Problematik wider. Durch Umwandlung der "European Financial Stability Facility" (der "750-Milliarden-Euro-Rettungsschirm") in einen permanenten "European Stability Mechanism" soll ein klares Signal gesetzt werden, dass die EU ihre Mitgliedsländer vor spekulativen Attacken schützen wird. Gleichzeitig werden aber die Möglichkeiten der Finanzinvestoren, ähnlich wie im Fall von Griechenland oder Irland auf eine weitere Verschlechterung der Staatsfinanzen in Portugal oder Spanien zu spekulieren, in keiner Weise eingeschränkt.

Dieses Dilemma dürfte die Wirtschaft in der Euro-Zone auch in den kommenden Jahren beeinträchtigen. In der vorliegenden Prognose trägt dem die Annahme Rechnung, dass sich der Wechselkurs des Euro bis 2012 auf 1,20 \$ abschwächen wird. Die dämpfenden Effekte der Euro-Krise würden demnach zunächst stärker ausfallen als die den Dollar schwächenden Effekte der Auslandsverschuldung der USA. Je öfter sich allerdings spekulative Attacken auf die Staatsfinanzen einzelner Euro-Länder wiederholen, desto gründlicher werden die Gegenmaßnahmen der EU ausfallen. Mit Inkrafttreten des "European Stability Mechanism" im Jahr 2013 sollte sich daher der Wechselkurs des Euro wieder erholen (die Prognose trifft die "technische" Annahme, dass der Kurs bis 2015 auf 1,35 \$ steigt).

Leistungsbilanzdefizit und Auslandsverschuldung der USA

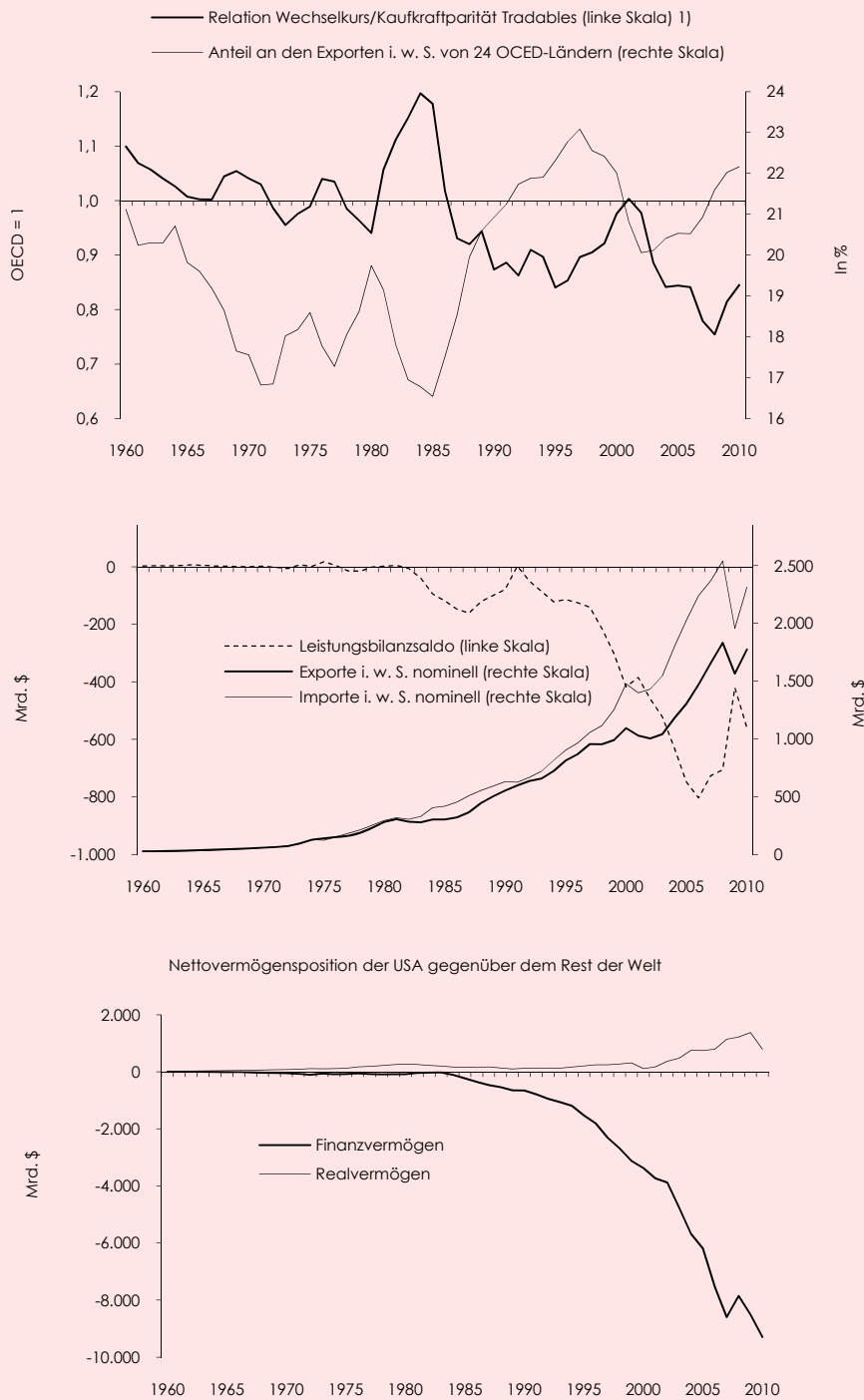
Für die USA entwickelte sich das Verhältnis ihrer Wirtschaft zu jener der anderen Länder seit Mitte der 1980er-Jahre günstig:

- Gemessen an der Kaufkraftparität international gehandelter Güter und Dienstleistungen (Tradables) ist der Dollar unterbewertet. Die Exporte der USA wuchsen daher in den vergangenen 20 Jahren rascher als jene der anderen Industrieländer (die Marktanteile der USA stiegen nach den massiven Dollarabwertungen 1985/1995 und 2000/2008 stark; Abbildung 2; zur Berechnung von Kaufkraftparitäten auf Basis von Tradables siehe *Schulmeister, 2005*).
- Die Importe der USA erhöhten sich allerdings noch stärker, die USA absorbierten einen immer größeren Teil von Gütern und Dienstleistungen ausländischer Produktion (Abbildung 1). Dazu trugen die Effekte der Immobilien- und Aktienbooms auf den privaten Konsum sowie eine stark nachfrageorientierte Wirtschaftspolitik wesentlich bei.
- Ihr steigendes Leistungsbilanzdefizit konnten die USA durch Kredite in eigener Währung finanzieren, da der Dollar die Weltwährung ist. Als einziges Land sind die USA keiner Leistungsbilanzschränke unterworfen (*Schulmeister, 2000*).

Die Doppelrolle des Dollars schafft zusätzliche systemische Probleme im Verhältnis zwischen den USA und dem Rest der Welt:

- Die USA können selbst die Verzinsung ihrer Auslandsschuld dämpfen, indem die Notenbank den Leitzinssatz senkt und/oder Dollaranleihen aufkauft.

Abbildung 2: Dollarkurs und Außenwirtschaft der USA



Q: OECD, Fed, WIFO. – 1) Zwischen den USA und 24 OECD-Ländern; Werte über 1 ... Überbewertung des Dollars, Werte unter 1 ... Unterbewertung des Dollars.

- Die USA sind nicht auf die Kreditbereitschaft der anderen Länder angewiesen. Geht letztere zurück, sinkt eben der Dollarkurs. Das Leitwährungsland kann nämlich die anderen Länder mit eigener Währung "überschwemmen", solange es eine Abwertung in Kauf nimmt.
- Mit jeder Dollarabwertung erfolgt eine Umverteilung des Finanzvermögens zugunsten der USA: Der Wert ihrer Dollarschulden bleibt gleich, jener ihrer Forderungen gegenüber dem Ausland steigt (auf Dollarbasis; Gourinchas – Rey, 2006, Lane – Milesi-Ferretti, 2005).

Die Problematik der Doppelrolle des Dollars hängt auch direkt mit der weltweiten Finanzmarktkrise zusammen: Seit Mitte der 1980er-Jahre beschleunigte sich die Akkumulation der Nettofinanzschulden der USA drastisch, Ende 2007 erreichten sie etwa 8.600 Mrd. \$ (Abbildung 2). Die Gläubigerländer entschieden sich ihr Dollarvermögen in den USA anzulegen, angesichts außerordentlich niedriger Zinssätze für Staatsanleihen erschienen hochverzinsliche "collateralized debt obligations" wie die verbrieften Hypothekarkredite immer attraktiver.

Das Leistungsbilanzdefizit und die Auslandsverschuldung der USA stellen den Rest der Welt, insbesondere die wichtigsten Gläubigerländer wie China, Japan oder Deutschland, vor folgendes Dilemma:

- Entweder sie verringern ihre Bereitschaft, wie bisher Dollarforderungen zu akkumulieren, dann wird der Wechselkurs des Dollars (und damit der Wert der Dollarforderungen) noch mehr sinken und das Wirtschaftswachstum in den Gläubigerländern dämpfen;
- oder die Gläubigerländer akkumulieren weiterhin Dollarforderungen, dann wird die stetig steigende Auslandsverschuldung der USA letztlich eine umso stärkere Dollarabwertung nach sich ziehen.

Dieses Dilemma erhöhte die währungspolitischen Spannungen zwischen den USA und China, aber auch anderen großen Schwellenländern wie Brasilien. Die USA fordern von diesen Ländern eine Aufwertung, insbesondere des chinesischen Renminbi. Dagegen verwehrt sich China, denn es fürchtet sowohl eine nachhaltige Dämpfung seiner Exporte als auch die Entwertung seines Dollarvermögens von etwa 2.000 Mrd. \$. Mit dem neuerlichen "quantitative easing" der Notenbank der USA (Ankauf von Staatsanleihen im Ausmaß von 600 Mrd. \$) erhöhen die USA indirekt den Druck auf den Dollarkurs, indem das Niveau der langfristigen Dollarzinsätze niedrig gehalten wird.

Gemäß den Annahmen für die vorliegende Prognose werden jene Kräfte, welche auf eine Dollarkursabschwächung wirken, insbesondere das Ausmaß der Auslandsverschuldung und die außerordentlich lockere Geldpolitik der USA, noch bis 2012 durch die anhaltende Schuldenkrise im Euro-Raum leicht überkompensiert; erst nach 2012 dürfte der Dollarkurs gegenüber dem Euro wieder nachgeben (Übersicht 1).

Anhaltende Rohstoffverteuerung

Seit Mitte 2010 sind die Rohstoffpreise um etwa 25% gestiegen. Entsprechend dem mittel- und längerfristigen Trend verteuerte sich Erdöl überdurchschnittlich, die Notierung der Marke Brent erhöhte sich zwischen Anfang Juli und Ende Dezember 2010 von 72 \$ auf 94 \$ je Barrel. Dieser Anstieg dürfte durch Spekulation von Finanzinvestoren verstärkt worden sein. So melden Agenturen wie Bloomberg, dass Hedge Funds (wieder) auf eine nachhaltige Steigerung der Rohstoffpreise setzen. Auch die technischen Handelssysteme, welche immer mehr an Bedeutung gewinnen, legen eine Ausweitung von "long positions" nahe (die meisten dieser Systeme sind "trend-following", verstärken also die jeweils jüngste Entwicklung).

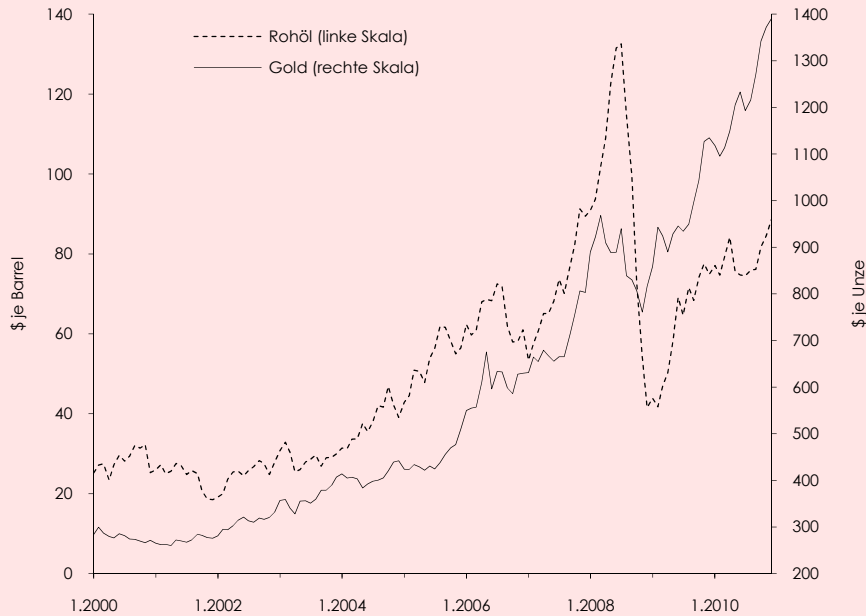
Bei weitem am stärksten ausgeprägt sind Spekulation und Preisanstieg auf dem Goldmarkt, hier hat sich ein echter "bull market" entwickelt (Abbildung 3). In den vergangenen zwei Jahren hat sich der Goldpreis nahezu verdoppelt. In dieser Entwicklung kommt auch die generelle Unsicherheit auf den Finanzmärkten und speziell die Suche nach sicherer und profitabler Veranlagung zum Ausdruck. Der "Run auf Gold" wird dadurch verstärkt, dass viele Anleger befürchten, die Staatsanleihen würden langfristig durch eine höhere Inflation entwertet.

Aus diesen Gründen vollzieht der Goldpreis seit Ausbruch der Finanzmarktkrise eine Sonderentwicklung: Während die Preise der anderen Rohstoffe und insbesondere der Rohölpreis ab Mitte 2008 einbrachen, setzte der Goldpreis nach einer kurzen Korrektur seinen Höhenflug fort. Seit 2000 stieg er auf fast das Fünffache, der Rohölpreis hingegen "nur" auf das Dreifache (Abbildung 3).

Die Prognose nimmt an, dass sich Rohstoffe weiterhin stärker verteuern als Industriewaren, allerdings dürfte die Differenz gegenüber den vergangenen fünf Jahren zurückgehen. Gleichzeitig sollte der Erdölpreis bis 2015 merklich stärker anziehen als die

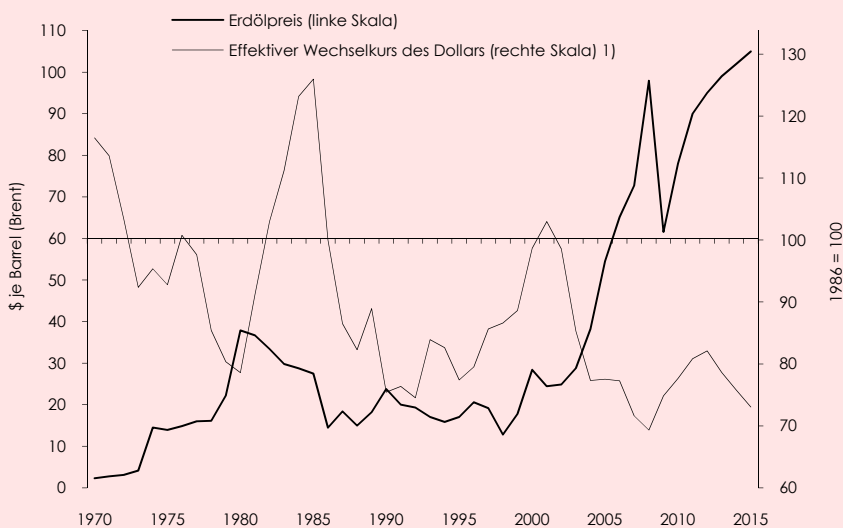
Notierungen der anderen Rohstoffe (+6,1% pro Jahr gegenüber +3,7% pro Jahr). Nicht zuletzt als Folge zunehmender Konkurrenz auf dem Weltmarkt sowie steigender Produktionskapazitäten dürften die Industriewarenpreise kaum steigen (+0,5% pro Jahr; Übersicht 2).

Abbildung 3: Weltmarktpreise von Rohöl und Gold



Q: <http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=crude-oil>,
<http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.asp>,
<http://www.finanzen.net/rohstoffe/oelpreis/historisch>.

Abbildung 4: Dollarkurs und Erdölpreis



Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO. – 1) Gegenüber DM, französischem Franc, Pfund, Yen.

Der wichtigste Unsicherheitsfaktor der vorliegenden Prognose besteht in einer weiteren Zunahme der Spekulation mit Rohstoffderivaten und damit in einer Verstärkung der Rohstoffpreisdynamik als Sequenz überschießender Trends nach oben und unten (bull markets bzw. bear markets). Setzt sich etwa der jüngste Rohstoffpreisboom fort, so nimmt die Gefahr eines "Kippens" in einen Abwärtstrend zu, denn generell gilt für

die Dynamik von asset prices: Je stärker sie überbewertet werden, desto größer wird die Wahrscheinlichkeit einer korrigierenden Gegenbewegung.

Eine solche Entwicklung scheint nicht zuletzt deshalb plausibel, weil Finanzinvestoren durch "short positions" in einer Phase des Preisrückgangs noch höhere Gewinne erzielen als durch "long positions" im Boom, denn durch Spekulation überhöhte Preise sinken (noch) schneller, als sie zuvor gestiegen sind. Eine ähnliche Entwicklung hatte sich bereits nach Verschärfung der Finanzmarktkrise im Sommer 2008 ergeben: Der nachfolgende Zusammenbruch der Rohstoffpreise war durch Spekulation drastisch beschleunigt worden (zum Rohölpreis: Abbildungen 3 und 4). Ein Kippen des Rohstoffpreisbooms könnte sich in der Folge auf die Aktienkurse übertragen.

Die Wahrscheinlichkeit, dass Wechselkurse, Rohstoffpreise und Aktienkurse weiterhin in einer Abfolge von bull markets und bear markets schwanken, ist besonders deshalb hoch, weil die Spekulation der Finanzinvestoren auf Änderungen dieser für die Realwirtschaft so wichtigen Preise nach der Finanzmarktkrise nicht eingedämmt wurde, sondern sogar markant zugenommen hat. Darauf deuten die neuesten Schätzungen durch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hin: Seit 2007 erhöhte sich das Handelsvolumen auf den weltweiten Finanzmärkten um nahezu 30%; bei weitem am stärksten expandierten Transaktionen mit Börsenderivaten (Futures und Optionen), also jenen Instrumenten, welche für kurzfristige Spekulation am besten geeignet sind. Insgesamt war das Volumen aller Finanztransaktionen 2010 bereits etwa 87-mal so hoch wie das Welt-BIP.

Die wichtigsten Ergebnisse der Prognose

Die vorliegende Prognose wurde mit Hilfe des Weltmodells von Oxford Economic Forecasting (OEF) erstellt. Dieses umfasst Teilmodelle für 46 Länder bzw. Regionen (darunter nahezu alle Industrieländer), deren Interaktionen durch Export- und Importfunktionen für Waren und Dienstleistungen abgebildet werden. Als Ausgangsbasis diente die OEF-Modellversion vom November 2010. Sie wurde in den oben angeführten Punkten geändert. Überdies wurde angenommen, dass die Sparquote der privaten Haushalte in den USA bis 2015 noch um etwa 2 Prozentpunkte steigt (die OEF-Basisversion prognostiziert ab 2012 im Gefolge eines stetigen Anstiegs von Aktienkursen und Immobilienpreisen einen Rückgang auf unter 4,2%). Mit diesen Vorgaben wurde eine neue Modelllösung berechnet, ihre Ergebnisse bilden die Grundlage der vorliegenden Prognose.

Übersicht 1: Entwicklung der weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen

		Ø 1990/ 1995	Ø 1996/ 2000	Ø 2001/ 2005	Ø 2006/ 2010	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Ø 2011/ 2015
Wechselkurse, absolut	\$ je Euro	1,28	1,11	1,09	1,36	1,32	1,25	1,20	1,25	1,30	1,35	1,27
	Yen je Euro	146,5	129,5	125,9	141,1	115,4	109,0	116,2	122,3	125,4	130,0	120,6
Zinssätze, kurzfristig, Dollar	in %	4,8	5,8	2,4	2,9	0,3	0,2	1,8	3,0	2,7	2,1	2,0
	Euro	8,5	4,0	2,8	2,8	1,0	2,5	2,2	1,9	2,3	2,5	2,3
Zinssätze, langfristig, Dollar	in %	6,9	5,9	4,4	3,9	3,1	2,6	3,0	3,5	3,3	2,7	3,0
	Euro	9,0	5,6	4,3	4,0	3,7	4,1	3,7	3,6	3,5	3,0	3,6
Erdölpreis, absolut (Brent)	in \$	17,8	19,7	34,2	75,1	78,1	90,0	95,0	99,0	102,0	105,0	98,2
Dollarzinsen real ¹⁾	in %	3,6	8,9	- 2,7	- 0,7	- 2,8	2,9	- 1,3	- 0,8	0,2	0,0	0,2

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO. – ¹⁾ Dollarzinssatz kurzfristig, deflationiert mit den Welthandelspreisen insgesamt.

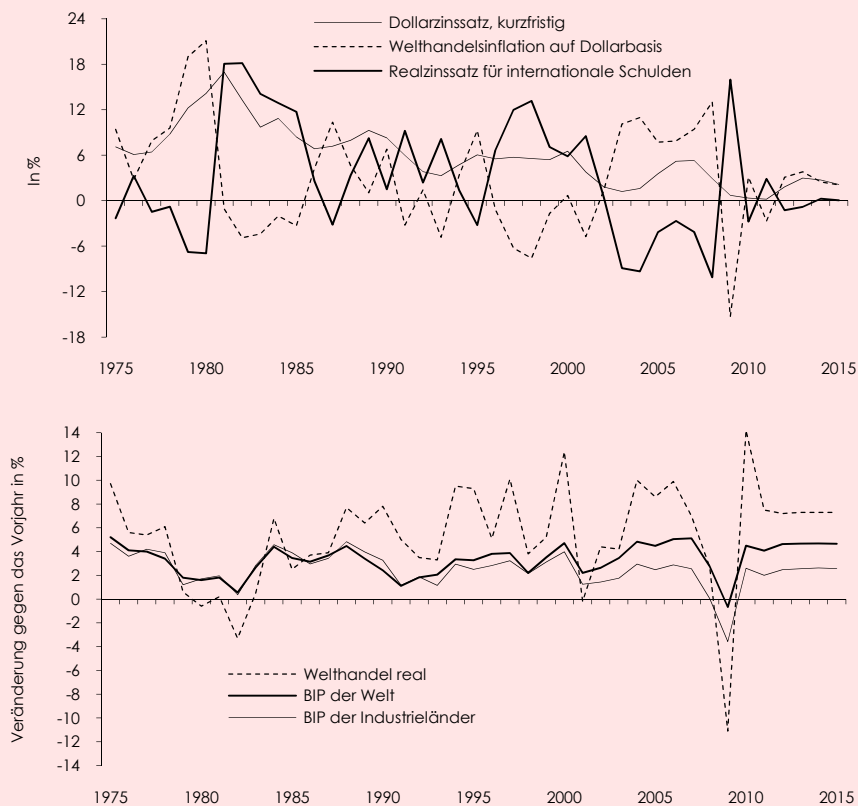
Stabile weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Übersicht 1 fasst die wichtigsten Rahmenbedingungen in der Weltwirtschaft zusammen (der Wechselkurs des Euro gegenüber dem Dollar sowie der Erdölpreis sind exogen bestimmt, die anderen Variablen sind Modellergebnisse). Nach einer Abwertung bis 2012 sollte der Euro-Kurs bis 2015 wieder auf 1,35 \$ steigen. Im Durchschnitt des Prognosezeitraumes wäre er somit etwas niedriger als zwischen 2005 und 2010 (1,27 \$, 2005/2010: 1,36 \$). Gegenüber dem Yen dürfte die mittelfristige Euro-Abwertung etwas stärker ausfallen (Übersicht 1).

Das Zinsniveau (nominell) sollte 2015 merklich niedriger sein als in jeder Fünfjahresperiode seit 1990. Dies gilt sowohl für die kurzfristigen als auch für die langfristigen Zinssätze, und zwar in gleicher Weise für die Euro-Zinssätze und die Dollar-Zinssätze. Nicht

zuletzt weil die Fed eine expansivere Geldpolitik verfolgt als die EZB, dürfte das Zinsniveau in den USA weiterhin etwas niedriger sein als im Euro-Raum (Übersicht 1).

Abbildung 5: Entwicklungstendenzen der Weltwirtschaft



Q: Oxford Economic Forecasting, IMF, WIFO.

Das Modell prognostiziert für die Periode 2010/2015 ein Welthandelswachstum von etwa 7½% pro Jahr (Übersicht 2)¹⁾. Ein annähernd so hohes Expansionstempo war zuletzt in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre zu verzeichnen (Übersicht 2). Besonders kräftig dürfte sich der Außenhandel der Industrieländer beleben – er war in der vorangegangenen Fünfjahresperiode durch die Finanzmarktkrise besonders stark gedämpft worden.

Nicht zuletzt wegen der anhaltenden Unterbewertung des Dollars werden die Exporte der USA mittelfristig stärker expandieren als ihre Importe (Exporte +10,7% pro Jahr, Importe +8,0% pro Jahr). Umgekehrt prognostiziert das Modell für die Länder mit einem Leistungsbilanzüberschuss, wie Deutschland, China, Russland und die OPEC-Länder, ein höheres Wachstum der Importe als der Exporte (Übersicht 2). Dementsprechend sollten sich die Leistungsbilanzungleichgewichte in den kommenden fünf Jahren deutlich verringern (Abbildung 6).

Gegenüber der von der Finanzmarktkrise geprägten Periode 2005/2010 wird sich das Wirtschaftswachstum im Prognosezeitraum deutlich erhöhen. Dies gilt für alle großen Volkswirtschaften mit Ausnahme jener, welche auch während der Krise anhaltend kräftig expandierten (China, Indien, OPEC-Länder). Die Rückkehr zum längerfristigen Wachstumspfad – sie ergibt sich aus der Struktur des ökonometrischen Modells – bedeutet gleichzeitig, dass das durchschnittliche BIP-Wachstum 2010/2015 in den meis-

Starke Expansion des Welthandels

Weltweite Belebung des Wirtschaftswachstums

¹⁾ Da die Welthandelsmatrix vom Oxford-Modell nicht vollständig erfasst wird sowie wegen statistischer Differenzen weichen die Weltexporte und Weltimporte voneinander ab. So beträgt die durchschnittliche Wachstumsrate 2010/2015 für die Weltexporte 7,3% pro Jahr, für die Weltimporte hingegen 7,8% pro Jahr (Übersicht 3).

ten Ländern auch jenes zwischen 2000 und 2005 übertreffen sollte. Einschränkend ist freilich anzumerken, dass das Modell keine Rezession prognostiziert (bzw. gar nicht prognostizieren kann), die zwei Fünfjahresperioden waren aber durch eine Rezession (2001) und eine schwere Wirtschaftskrise (2009) geprägt.

Übersicht 2: Entwicklung des Welthandels

	Ø 1990/ 1995	Ø 1995/ 2000	Ø 2000/ 2005	Ø 2005/ 2010	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Ø 2010/ 2015
	Jährliche Veränderung in %										
Wechselkurs 4 Reservewährungen je \$	+ 0,5	+ 5,0	- 4,7	+ 0,0	+ 3,8	+ 4,1	+ 1,6	- 4,3	- 3,6	- 3,6	- 1,2
Welthandelspreise	+ 1,1	- 3,3	+ 4,9	+ 3,1	+ 3,1	- 2,7	+ 3,1	+ 3,8	+ 2,5	+ 2,1	+ 1,7
Erdöl	- 6,4	+10,8	+13,9	+ 7,4	+26,8	+15,3	+ 5,6	+ 4,2	+ 3,0	+ 2,9	+ 6,1
Sonstige Rohstoffe	+ 1,4	- 4,6	+ 4,7	+ 8,5	+22,4	+ 8,4	+ 4,9	+ 3,1	+ 1,1	+ 1,3	+ 3,7
Industriewaren	+ 1,4	- 3,8	+ 4,1	+ 1,7	- 2,6	- 7,7	+ 2,2	+ 3,9	+ 2,7	+ 2,1	+ 0,5
Welt	Exporte + 6,1	+ 7,3	+ 5,3	+ 4,2	+14,2	+ 7,5	+ 7,2	+ 7,3	+ 7,3	+ 7,3	+ 7,3
	Importe + 5,8	+ 8,9	+ 6,5	+ 3,9	+14,6	+ 7,4	+ 8,0	+ 8,0	+ 7,8	+ 7,7	+ 7,8
Industrielländer	Exporte + 5,9	+ 8,2	+ 3,7	+ 2,8	+13,4	+ 6,4	+ 7,2	+ 7,6	+ 7,2	+ 6,9	+ 7,1
	Importe + 5,5	+ 9,4	+ 4,5	+ 1,9	+12,3	+ 6,0	+ 7,5	+ 7,8	+ 7,1	+ 6,8	+ 7,0
USA	Exporte + 7,8	+ 7,7	+ 1,4	+ 4,9	+14,2	+ 7,2	+12,2	+12,3	+10,8	+11,0	+10,7
	Importe + 7,5	+11,5	+ 4,4	+ 0,5	+16,3	+ 8,8	+ 8,2	+ 7,8	+ 7,8	+ 7,4	+ 8,0
Japan	Exporte + 4,4	+ 5,8	+ 5,1	+ 3,0	+26,5	+ 3,0	+ 5,4	+ 5,4	+ 4,6	+ 4,5	+ 4,6
	Importe + 4,6	+ 4,6	+ 3,5	+ 0,2	+11,9	+ 7,0	+ 8,3	+ 7,9	+ 7,6	+ 7,4	+ 7,6
Deutschland	Exporte + 1,1	+ 8,9	+ 6,1	+ 3,9	+16,7	+ 6,4	+ 5,4	+ 7,2	+ 7,0	+ 5,8	+ 6,4
	Importe + 3,3	+ 8,3	+ 4,3	+ 4,9	+14,1	+ 6,6	+ 8,7	+ 8,6	+ 7,1	+ 6,0	+ 7,4
Russland	Exporte - 2,2	+ 5,1	+ 9,0	+ 3,5	+ 8,5	+ 1,6	+ 7,7	+ 7,5	+ 5,7	+ 4,9	+ 5,5
	Importe + 3,7	- 1,6	+18,1	+ 6,9	+13,0	+ 8,4	+10,8	+ 9,6	+ 8,8	+ 8,4	+ 9,2
China	Exporte +17,2	+12,8	+21,6	+11,8	+28,9	+17,4	+ 8,7	+ 7,4	+ 8,6	+ 9,4	+10,2
	Importe +21,6	+13,9	+19,3	+11,2	+28,8	+15,2	+ 9,8	+ 8,2	+ 9,4	+11,2	+10,7
OPEC	Exporte + 4,0	- 0,5	- 0,6	+ 2,2	+ 3,5	+ 4,0	+ 2,6	+ 2,4	+ 3,7	+ 4,2	+ 3,4
	Importe + 4,4	+ 4,7	+11,0	+10,8	+ 9,3	+ 9,0	+ 9,7	+ 9,5	+ 8,0	+ 7,4	+ 8,7

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Übersicht 3: Wirtschaftswachstum nach Ländergruppen

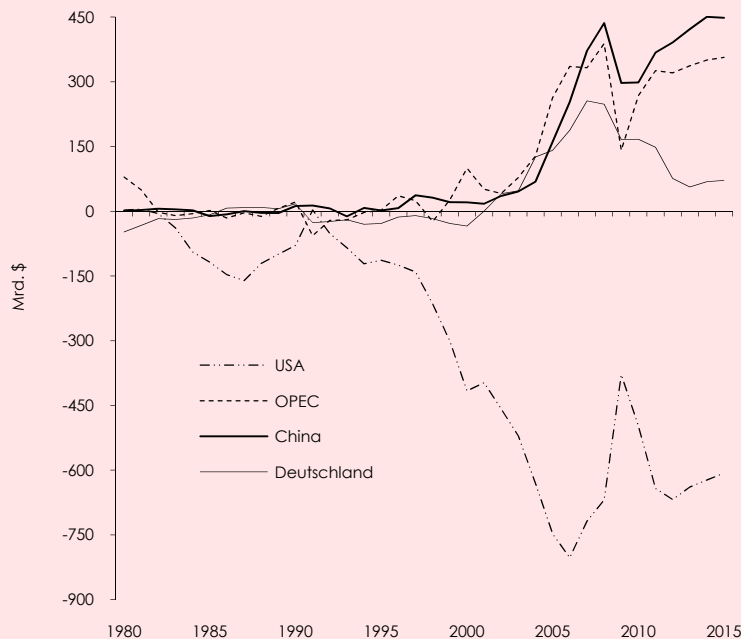
	Ø 1990/ 1995	Ø 1995/ 2000	Ø 2000/ 2005	Ø 2005/ 2010	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Ø 2010/ 2015
	Jährliche Veränderung in %										
Weltproduktion (BIP)	+ 2,3	+ 3,6	+ 3,5	+ 3,3	+ 4,5	+ 4,1	+ 4,6	+ 4,7	+ 4,7	+ 4,7	+ 4,5
Industrielländer ¹⁾	+ 1,9	+ 3,1	+ 2,0	+ 0,9	+ 2,6	+ 2,0	+ 2,5	+ 2,6	+ 2,6	+ 2,6	+ 2,4
USA	+ 2,5	+ 4,3	+ 2,4	+ 0,9	+ 2,7	+ 2,2	+ 2,9	+ 2,8	+ 2,7	+ 2,7	+ 2,7
Japan	+ 1,4	+ 1,0	+ 1,3	+ 0,1	+ 2,6	+ 1,2	+ 2,3	+ 2,0	+ 2,0	+ 1,8	+ 1,9
EU 27	+ 1,8	+ 2,9	+ 1,8	+ 0,8	+ 1,9	+ 1,8	+ 1,7	+ 2,2	+ 2,5	+ 2,5	+ 2,2
Deutschland	+ 1,6	+ 2,0	+ 0,6	+ 1,1	+ 3,5	+ 2,4	+ 2,0	+ 2,2	+ 2,1	+ 2,1	+ 2,1
Frankreich	+ 1,2	+ 2,8	+ 1,6	+ 0,8	+ 1,6	+ 1,6	+ 2,0	+ 2,3	+ 2,1	+ 2,1	+ 2,0
Italien	+ 1,3	+ 1,9	+ 0,9	- 0,4	+ 1,1	+ 0,8	+ 0,9	+ 1,3	+ 1,9	+ 1,8	+ 1,3
Großbritannien	+ 1,6	+ 3,4	+ 2,5	+ 0,4	+ 1,8	+ 2,2	+ 2,1	+ 2,7	+ 3,0	+ 3,1	+ 2,6
Euro-Raum	+ 1,6	+ 2,7	+ 1,5	+ 0,8	+ 1,7	+ 1,5	+ 1,5	+ 1,9	+ 2,2	+ 2,2	+ 1,9
6 neue EU-Länder ²⁾	- 0,8	+ 2,9	+ 4,0	+ 3,2	+ 1,7	+ 2,4	+ 3,9	+ 4,3	+ 3,6	+ 4,1	+ 3,7
Polen	+ 2,2	+ 5,4	+ 3,1	+ 4,6	+ 3,4	+ 3,2	+ 4,1	+ 3,4	+ 2,4	+ 3,8	+ 3,4
Tschechien	- 1,0	+ 1,5	+ 3,7	+ 2,7	+ 2,3	+ 2,8	+ 3,7	+ 3,5	+ 1,8	+ 2,5	+ 2,9
Slowakei	- 2,9	+ 1,7	+ 7,7	+ 0,9	+ 4,4	+ 5,6	+ 8,0	+ 7,8	+ 6,4	+ 5,8	+ 6,7
Ungarn	- 4,6	+ 3,9	+ 4,3	- 0,2	+ 0,5	+ 2,6	+ 3,0	+ 4,4	+ 2,8	+ 2,4	+ 3,0
Russland	- 9,2	+ 1,6	+ 6,1	+ 3,5	+ 4,1	+ 4,5	+ 5,5	+ 5,5	+ 4,8	+ 4,2	+ 4,9
China	+12,3	+ 8,6	+ 9,8	+11,1	+10,1	+ 9,3	+ 8,6	+ 8,5	+ 8,9	+ 9,0	+ 8,9
Indien	+ 5,1	+ 6,2	+ 6,6	+ 8,3	+ 8,2	+ 7,8	+ 9,1	+ 9,4	+ 8,6	+ 8,0	+ 8,6
OPEC	+ 1,7	+ 2,5	+ 4,8	+ 5,4	+ 4,4	+ 5,6	+ 5,4	+ 5,0	+ 4,6	+ 4,3	+ 5,0
Afrika	+ 1,5	+ 3,8	+ 4,3	+ 4,6	+ 4,1	+ 5,0	+ 5,9	+ 5,7	+ 5,5	+ 5,2	+ 5,5
Lateinamerika	+ 4,0	+ 2,5	+ 2,9	+ 3,9	+ 5,2	+ 3,9	+ 5,1	+ 4,8	+ 4,5	+ 4,5	+ 4,6

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO. - ¹⁾ 29 OECD-Länder. - ²⁾ Bulgarien, Tschechien, Ungarn, Polen, Rumänien, Slowakei.

Das BIP der Industrieländer dürfte bis 2015 um durchschnittlich 2,4% pro Jahr wachsen. Wie in den vergangenen 20 Jahren wird die Gesamtproduktion in den USA etwas rascher expandieren (+2,7% pro Jahr) und im Euro-Raum sowie in Japan etwas langsamer (jeweils +1,9% pro Jahr). In den sechs großen neuen EU-Ländern (Bulgarien, Tschechien, Ungarn, Polen, Rumänien, Slowakei) wird die Dynamik mit +3,7% pro Jahr deutlich höher sein als in der EU 15.

In China und Indien wird die Wirtschaft bis 2015 weiterhin markant stärker wachsen als im weltweiten Durchschnitt (Übersicht 3). Allerdings wird sich die Expansion in China von +11,1% pro Jahr (2005/2010) auf +8,9% pro Jahr (2010/2015) verlangsamen und in Indien nur geringfügig verstärken (von +8,3% auf +8,6% pro Jahr). Nicht zuletzt infolge des kräftigen Anstiegs der Erdölpreise dürfte das BIP-Wachstum in den OPEC-Ländern mit +5,0% pro Jahr annähernd so hoch ausfallen wie in den vergangenen 10 Jahren. Für die Volkswirtschaften Lateinamerikas und Afrikas prognostiziert das OEF-Modell ein ähnlich hohes Wirtschaftswachstum bis 2015 (Übersicht 3).

Abbildung 6: Leistungsbilanzsalden



Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Jede Prognose mit Hilfe eines ökonometrischen Modells impliziert, dass die in der Vergangenheit realisierten Reaktionsmuster von Unternehmen, privaten Haushalten und der Wirtschaftspolitik auf Änderungen ökonomischer Variabler auch in Zukunft wirksam sind. Diese Annahme ist allerdings nach einer schweren Krise besonders unsicher. So könnte die Konsumnachfrage der privaten Haushalte auf eine Wertsteigerung des Finanzvermögens durch einen Aktienboom in Zukunft schwächer reagieren als in der Vergangenheit, weil der Kursverfall 2007/2009 den Glauben an die Nachhaltigkeit von Aktienkurssteigerungen untergraben hätte. Auch könnte ein niedriges Zinsniveau die Verschuldungsbereitschaft der Unternehmen nach einer schweren Finanzmarktkrise schwächer stimulieren als in der (langfristigen) Vergangenheit.

Die Unsicherheit der vorliegenden Modellprognose wird zusätzlich dadurch erhöht, dass die Ausgangslage durch Probleme geprägt ist, welche in der Stützperiode des Modells (seit 1980) nicht aufgetreten sind und deren Bewältigung oder Nicht-Bewältigung nicht berücksichtigt wird. Zu diesen Problemen gehören etwa die CDS-Spekulation (siehe Kasten), ihre Effekte auf das Zinsniveau von Staatsanleihen und die akuten Schuldenkrisen mehrerer Euro-Länder; zu den noch unerprobten Bewältigungsstrategien gehören das "quantitative easing" der Notenbank der USA, also ihr massiver Ankauf von Staatsanleihen, und die möglichen Folgen für die Inflationserwartungen.

Da somit die unvermeidbaren Unzulänglichkeiten ökonometrischer Prognoseverfahren nach einer schweren Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise besonders stark ins Gewicht fallen und überdies neue Probleme aufgetreten sind, für deren Bewältigung sich die Wirtschaftspolitik auf keine Erfahrungen stützen kann, dürfte die vorliegende

Unsicherheitsfaktoren der Prognose

Modellprognose die Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden Jahren eher zu optimistisch einschätzen als zu pessimistisch.

Literaturhinweise

- Ederer, St., "Ungleichgewichte im Euro-Raum", WIFO-Monatsberichte, 2010, 83(7), S. 589-602, http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=40116&typeid=8&display_mode=2.
- Gourinchas, P. O., Rey, H., "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege", in Clarida, R. H. (Hrsg.), G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, Bureau of Economic Research Conference Report, University of Chicago Press, 2006.
- Horn, G., Joebges, H., Zwiener, R., "Von der Finanzkrise zur Weltwirtschaftskrise (II). Globale Ungleichgewichte: Ursache der Krise und Auswegstrategien für Deutschland", IMK Report, 2009, (40).
- Lane, P. R., Milesi-Ferretti, G. M., "A Global Perspective on External Positions", IMF Working Paper, 2005, (05/161).
- Schulmeister, St., "Globalization Without Global Money: The Double Role of the Dollar as National Currency and as World Currency", Journal of Post Keynesian Economics, 2000, 22(3), S. 365-395.
- Schulmeister, St., Purchasing Power Parities for Tradables, Exchange Rates and Price Competitiveness, WIFO, Wien, 2005, http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=25656&typeid=8&display_mode=2.

Strong Increase of the Global Economy

Mid-range Forecast until 2015 – Summary

The forecast of global economic development up to 2015 was made using an econometric world model (Oxford Model). It is assumed that uncertainties as to how the interest and debt crises will be handled in the various euro countries will continue for quite some time. Accordingly, the euro-dollar exchange rate is expected to weaken slightly (to \$ 1.20) until 2012 before it goes up again to \$ 1.35. Once the euro crisis is overcome, the forces that depress the dollar exchange rate, especially the high US foreign debt and that country's currency conflict with China, should once again gain ground. The crude oil price is set to continue its excessive upward movement, with the Brent price going up from \$ 78 per barrel in 2010 to \$ 105 in 2015. The savings rate of US households should increase by about 2 percentage points by 2015, due to the devaluation of their financial and real estate assets and high unemployment.

In such circumstances, global trade should expand by 7.5 percent annually between 2009 and 2015. Industrialised countries should experience a particularly brisk revival of their foreign trade, with both exports and imports growing by 7 percent p.a. US exports should grow more strongly than its imports in the medium term, whereas the model forecasts a higher growth for imports than for exports in surplus countries such as Germany, China, Russia and the OPEC countries. Accordingly, the bias in the current account balances should be substantially mitigated in the run-up to 2015. From 2012 onwards, global production will noticeably recover and increase by 4.5 percent p.a. in the medium range. Industrialised countries should see their GDP grow by 2.4 percent p.a. In the USA, total production will continue to expand more rapidly (+2.7 percent p.a.) than in the euro zone and Japan (+1.9 percent p.a. each). The six largest new EU countries should experience a much greater economic dynamism, with a growth rate of 3.7 percent p.a., than the EU in general (+2.2 percent p.a.). China and India will continue to have the highest economic growth (8.9 and 8.6 percent p.a., respectively). The other developing or threshold countries should find their GDP growing by about 5 percent p.a. up to 2015.