

Stephan Schulmeister

Belegung des Wirtschaftswachstums nach Schwächephase

Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 2012

Unter der Annahme einer Stabilisierung von Erdölpreis und Euro-Kurs sollten der Welthandel zwischen 2007 und 2012 um 7,2% und die Weltproduktion um 4,1% pro Jahr expandieren und damit etwas rascher als zwischen 2000 und 2007. Das Wachstum wird sich bis 2009 als Folge der internationalen Finanzkrise und der Rohstoffverteuerung abschwächen, in den Folgejahren aber merklich beschleunigen. In den USA wird es im Durchschnitt über den Prognosehorizont schwächer ausfallen als zwischen 2000 und 2007, in Deutschland und Japan hingegen stärker. Diese Entwicklung wird gemeinsam mit der Unterbewertung des Dollars eine merkliche Verringerung der Leistungsbilanzungleichgewichte in der Weltwirtschaft ermöglichen. In Europa setzt sich der Aufholprozess der neuen EU-Länder fort, ihre Wirtschaft wird bis 2012 um durchschnittlich 4,7% expandieren und damit mehr als doppelt so rasch wie jene der EU 15 (+1,9%).

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

Seit dem Frühjahr 2002 hat der Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen stark an Wert verloren. Zieht man die Kaufkraftparität von international gehandelten Sachgütern und Dienstleistungen (Tradables) als Richtgröße des güterwirtschaftlichen Gleichgewichtskurses heran, so war der Dollar 2007 um etwa 15% unterbewertet (Abbildung 1; zur Berechnung von Kaufkraftparitäten auf Basis von Tradables siehe Schulmeister, 2005). Die massiven Kursverluste der letzten Monate verschärften diese Unterbewertung weiter: Tradables aus den USA sind derzeit um etwa 25% billiger als im Durchschnitt der Industrieländer (OECD 24).

Die Verbilligung ihrer Exporte ermöglichte es der Wirtschaft der USA, ihren Anteil an den OECD-Exporten seit 2003 wieder zu steigern, nachdem sie zwischen 1997 und 2002 – primär als Folge einer ausgeprägten Dollaraufwertung – massive Marktanteilsverluste erlitten hatte (Abbildung 1). Aufgrund dieser Entwicklung wäre derzeit eine Aufwertung des Dollars zu erwarten, welche seine Unterbewertung zumindest teilweise korrigieren würde.

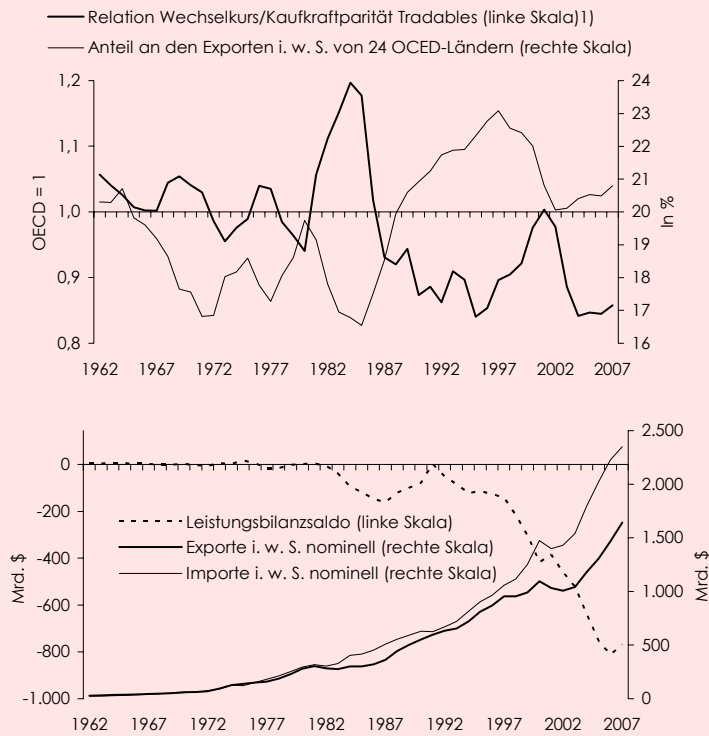
Dagegen spricht allerdings die Ausweitung eines anderen Ungleichgewichts, nämlich des Leistungsbilanzdefizits der USA. Für dessen Steigerung seit 2000 um 84,1% (Abbildung 1) waren in erster Linie die Wachstumsdifferenzen zwischen den USA und den anderen Industrieländern (Übersicht 4, Abbildung 8), die Rohölverteuerung (Übersicht 1, Abbildung 2) und die enorme Zunahme der Importe der USA aus China bestimmend. Die Relevanz dieser Faktoren wird durch die Verteilung der Leistungsbilanzüberschüsse in der Weltwirtschaft bestätigt ("Saldenmechanik"): Den größten und am stärksten wachsenden Überschuss erzielen China, die OPEC-Länder, Deutschland, Japan und Russland (Abbildung 7).

Der Anstieg von Leistungsbilanzdefizit und Auslandsverschuldung der USA (ihre Nettofinanzverbindlichkeiten erreichten Ende 2007 fast 9.600 Mrd. \$; Abbildung 1) trug gleichzeitig wesentlich zur anhaltenden Dollarabwertung bei. Senkt etwa die Notenbank der USA den Dollarzinsatz, um eine Wachstumsabschwächung in den USA

Dollarschwäche und das Leistungsbilanzdefizit der USA

zu bekämpfen (wie 2001/02 bzw. seit Sommer 2007), dann gibt der Dollarkurs vor dem Hintergrund der großen Auslandsverschuldung der USA besonders massiv nach. Dieser Prozess wird durch die Doppelrolle des Dollars als nationale Währung der USA und als Weltwährung gefördert. Die USA haben als einziges Land die Möglichkeit, sich im Ausland in eigener Währung zu verschulden. Gleichzeitig untergräbt der beträchtliche Anstieg der Auslandsverbindlichkeiten der USA, d. h. die weitreichende Nutzung dieser Möglichkeit, die Glaubwürdigkeit des Dollars als Weltwährung¹⁾.

Abbildung 1: Dollarkurs und Außenwirtschaft der USA



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

Die anderen Länder, insbesondere die wichtigsten Gläubigerländer wie Deutschland oder Japan, stellt diese Entwicklung vor folgendes Dilemma:

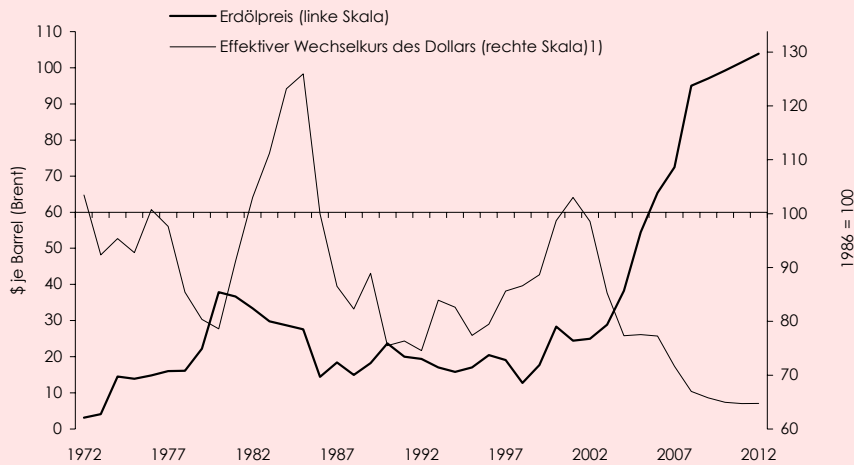
- Entweder sie verringern ihre Bereitschaft, wie bisher Dollarforderungen zu akkumulieren. Dann sinkt der Wechselkurs des Dollars weiter, das Wirtschaftswachstum wird als Folge von Marktanteilsverlusten an die USA gedämpft und damit auch die Beschäftigung (Arbeitsplätze werden "verschenkt").
- Oder die Gläubigerländer akkumulieren weiterhin als Gegenleistung für den Nettotransfer von Gütern und Dienstleistungen in die USA immer mehr Dollarforderungen. Dann wird die stetig steigende Auslandsverschuldung der USA letztlich eine umso stärkere Dollarabwertung nach sich ziehen (wenn aber auch dadurch kein Leistungsbilanzüberschuss der USA entsteht, haben die Gläubigerländer den USA einen Teil ihrer Produktion "geschenkt").

Langfristig kann dieses Dilemma nur dadurch überwunden werden, dass die Gläubigerländer ihre Importe aus den USA ausweiten und so – und nicht durch Kreditvergabe an die USA – den Wechselkurs des Dollars stützen. Dies ist gleichzeitig Voraussetzung dafür, dass die USA einen Leistungsbilanzüberschuss erzielen und damit einen Teil der Schulden tilgen können.

¹⁾ Zur "unsustainability" dieses Prozesses siehe Schulmeister (2000), Obstfeld – Rogoff (2004), Blanchard – Giavazzi – Sa (2005), Eichengreen (2005), Edwards (2005), Roubini – Setser (2004).

Angesichts der Unsicherheit über die mittelfristige Wechselkursentwicklung wird in der vorliegenden Prognose die ("technische") Annahme gesetzt, dass der Wechselkurs des Euro gegenüber dem Dollar bis 2012 bei 1,60 \$ liegt.

Abbildung 2: Dollarkurs und Erdölpreis



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

Da Erdöl – wie alle anderen wichtigen Rohstoffe – in der Leitwährung der Weltwirtschaft, also in Dollar, notiert, beeinflussen die Schwankungen des Dollarkurses den realen Wert der Exporterlöse der erdölproduzierenden Länder: Sinkt der Dollarkurs, so verschlechtern sich ceteris paribus ihre Terms-of-Trade, während sie sich bei einem Anstieg verbessern. Je stärker die Weltwährung an Wert verliert, desto größer ist daher der Anreiz für die Erdölproduzenten, den Preis ihres wichtigsten Exportgutes anzuheben, und zwar bei entsprechender Marktmacht auch stärker, als es einem Ausgleich für die vorangegangene Dollarabwertung entsprechen würde. Diese Umverteilungseffekte sind der wichtigste Grund, warum sich Dollarkurs und Erdölpreise gegenläufig entwickeln. Nach markanten Dollarkursänderungen ist dieses Muster am deutlichsten ausgeprägt (Abbildung 2; Schulmeister, 2000, Chen – Rogoff – Rossi, 2008, Breitenfellner – Cuaresma, 2008).

Dementsprechend wurde die Vervielfachung des Erdölpreises seit 2002 durch die erhebliche Entwertung der Weltwährung massiv gefördert. Zusätzlich trugen folgende Faktoren zum Anstieg des Erdölpreises bei:

- die Dynamik des Weltwirtschaftswachstums, insbesondere zwischen 2003 und 2007 (Abbildung 6),
- die hohe Energieintensität des Wachstums der am expansivsten Volkswirtschaften (vor allem China und Indien; Abbildung 8),
- die restriktive Förderpolitik der OPEC und der anderen Erdölproduzenten, insbesondere im Hinblick auf die langfristige Erschöpfbarkeit der Erdölreserven.

Zusätzlich trieben politische Sonderfaktoren wie die Konflikte im Nahen Osten, in Nigeria oder zwischen Russland und der Ukraine den Erdölpreis in die Höhe. Diese "Verteuerungsschübe" wurden durch kurzfristige Spekulation auf den Rohöltermenmärkten verstärkt (insbesondere durch Hedge Fonds).

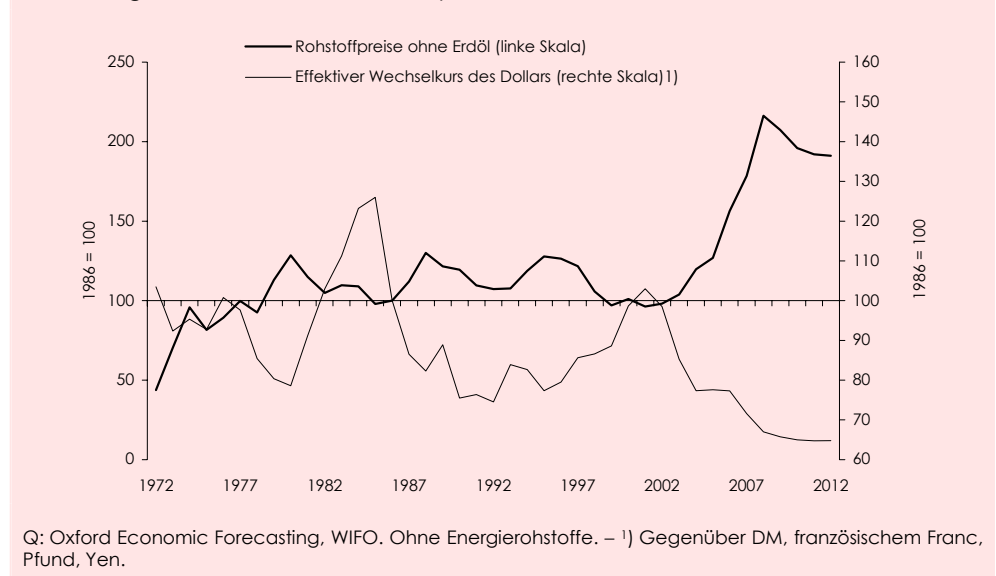
Entsprechend der (technischen) Annahme eines stabilen Dollarkurses geht die vorliegende Prognose davon aus, dass der Erdölpreis in den kommenden Jahren nur annähernd so stark steigt wie die Welthandelspreise insgesamt (Abbildung 2, Übersichten 1 und 2).

Auch die Preise der anderen Rohstoffe (ohne Erdöl) entwickeln sich tendenziell gegenläufig zum Dollarkurs (Abbildung 3), allerdings reagieren sie nicht so stark auf ausgeprägte Schwankungen der Weltwährung wie der Erdölpreis. Dementspre-

Stabilisierung der Erdölpreise auf hohem Niveau

chend stiegen die Rohstoffpreise ohne Erdöl zwischen 2002 und Ende 2007 nur auf das Doppelte, während sich der Erdölpreis vervierfachte (Abbildungen 2 und 3). Ihr Anstieg, insbesondere der der Nahrungsmittelpreise, wurde ebenfalls durch "fundamentale" Faktoren ausgelöst wie die Forcierung der Verarbeitung von Getreide zu Treibstoff (Ethanol) oder die Zunahme des Fleischkonsums in Asien und damit den verstärkten Einsatz von Getreide als Futtermittel (Baumgartner – Sinabell, 2007). Die "Aufwärtsschübe" der Rohstoffpreise werden durch Spekulation auf den Terminmärkten verstärkt. Die Abfolge solcher kurzfristiger Preisschübe resultiert in einem Preistrend nach oben ("bull market"), der durch den Abwertungstrend des Dollars zusätzliche Dynamik erhält (siehe dazu auch Schulmeister – Schratzenstaller – Picek, 2008).

Abbildung 3: Dollarkurs und Rohstoffpreise ohne Rohöl



Dämpfung der Immobilienpreise und Aktienkurse

Seit Anfang der neunziger Jahre sank die Sparquote der privaten Haushalte in den USA stetig. 2006 erreichte sie ihren Tiefstand mit kaum mehr als 0% – die Haushalte verbrauchten somit im Durchschnitt ihr gesamtes Einkommen (die Überschüsse der "Gläubigerhaushalte" wurden durch steigende Defizite der "Schuldnerhaushalte" ausgeglichen). Die Konsumnachfrage expandierte daher rascher als das BIP, sie wurde zum "Wachstumsmotor" der Wirtschaft.

Die wichtigste Ursache dieser historisch einzigartigen Entwicklung liegt im langfristigen Anstieg von Aktienkursen und Immobilienpreisen (Abbildung 5), durch die das Finanz- und Immobilienvermögen der Haushalte nahezu ständig aufgewertet wurde. Der Wertzuwachs war so groß, dass die Haushalte immer weniger sparten. Die in den USA besonders wichtige Vorsorge für die Ausbildung der Kinder sowie für die eigene Alterssicherung wurde gewissermaßen den Aktien- und Immobilienmärkten überlassen.

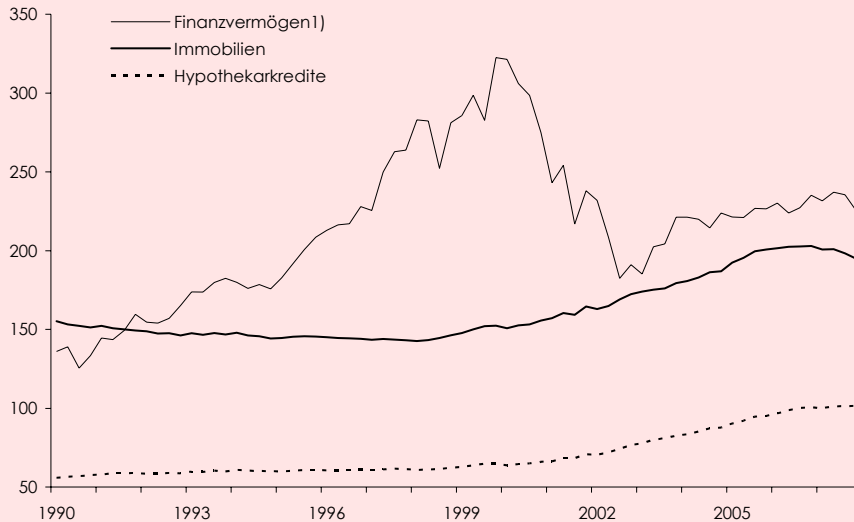
Anfang der neunziger Jahre hatten die privaten Haushalte Finanz- bzw. Immobilienvermögen im Wert von 136,1% bzw. 155,3% ihres verfügbaren Einkommens besessen, Ende 1999 lagen diese Relationen bei 322,4% bzw. 152,3% (Abbildung 4). Während der Wert des Immobilienvermögens in den neunziger Jahren somit annähernd gleich stark wuchs wie die Haushaltseinkommen, betrug der Wertzuwachs des Finanzvermögens 186,3% des jeweiligen Haushaltseinkommens (im Durchschnitt also etwa +18 Prozentpunkte pro Jahr). Diese Entwicklung war im Wesentlichen die Folge des Aktienkursbooms (Abbildung 5).

Obwohl der drastische Rückgang der Aktienkurse das Finanzvermögen der privaten Haushalte in den USA zwischen 2000 und 2003 entwertete, erhöhte sich ihre Sparquote nicht, denn gleichzeitig setzte ein Boom der Hauspreise ein, sodass der Wert des Immobilienvermögens der privaten Haushalte um 21,7% ihres verfügbaren Einkommens stieg (die Vermögenseffekte von Immobilienpreisänderungen auf die Konsumnachfrage sind wesentlich höher als jene von Aktienkursschwankungen; Case –

Quigley – Shiller, 2005, Schulmeister, 2004). Überdies stimulierten massive Steuersenkungen die Nachfrage der Haushalte, der Wohnbau wurde durch die expansive Geldpolitik zusätzlich gefördert (und damit auch der Anstieg der Immobilienpreise).

Abbildung 4: Vermögen der privaten Haushalte in den USA

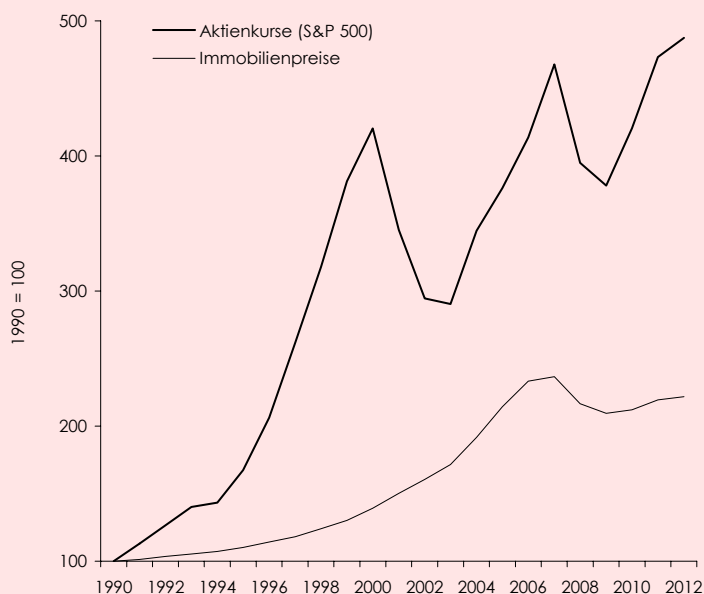
In % des verfügbaren Einkommens



Q: Federal Reserve Board, OEF. – 1) Aktien, Investmentfonds, Pensionsfonds.

Zwischen dem I. Quartal 2003 und dem II. Quartal 2007 stiegen sowohl die Hauspreise als auch die Aktienkurse stark (Abbildung 5). Dementsprechend wurden erstmals seit dem Zweiten Weltkrieg zugleich das Finanzvermögen und das Immobilienvermögen der privaten Haushalte deutlich aufgewertet (um 52,0% bzw. 26,9% ihres laufenden Einkommens; Abbildung 5). Diese Bewertungsgewinne waren die wichtigste Ursache der anhaltend kräftigen Expansion des privaten Konsums in den USA: Trotz der Rezession 2001 nahm er zwischen 2000 und 2007 um durchschnittlich 3,0% pro Jahr zu und damit merklich rascher als das BIP (+2,4%; Übersicht 4).

Abbildung 5: Aktienkurse und Immobilienpreise in den USA



Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Der Boom der Hauspreise und das außerordentlich niedrige Niveau der Leit- und Kreditzinssätze in den Jahren 2002 bis 2004 legten die Basis für den Ausbruch der Finanzkrise in den USA im Sommer 2007 (siehe dazu auch *Ederer et al., 2007*): In Erwartung einer anhaltenden Steigerung des Immobilienwertes wurden seit 2003 immer mehr hypothekarische Wohnbaukredite an Schuldner mit geringer Bonität vergeben. Diese "subprime mortgages" waren überdies so konstruiert, dass der Zinssatz in den ersten zwei bis drei Jahren nach Kreditaufnahme niedrig und fix blieb, danach aber weit über dem Marktzinssatz lag (Risikoprämie). Die wiederholte Anhebung der Leitzinssätze ab 2004 dämpfte den Anstieg der Hauspreise. Ab 2007 traten überdies viele Subprime-Hypotheken in die Phase hoher Verzinsung ein. Das Zusammenwirken dieser Faktoren machte es einer wachsenden Zahl von Subprime-Schuldner unmöglich, die Kreditraten zu zahlen.

Im Sommer 2007 wurden die Verluste der Gläubigerbanken offenkundig. Die Finanzkrise löste einen weltweiten Einbruch der Aktienkurse und einen Rückgang der Hauspreise aus. Dieser erfasste nicht nur den Immobilienmarkt in den USA, sondern auch in jenen Ländern, in denen sich eine "Hauspreisblase" gebildet hatte wie in Großbritannien, Irland und Spanien²⁾.

Die vorliegende WIFO-Prognose nimmt an, dass Notenbank und Regierung der wichtigsten Industrieländer zwar gravierende "Domino-Effekte" als Folge der Vertrauenskrise weiterhin verhindern werden (wie akute Liquiditätsengpässe auf dem Interbankenmarkt oder die Insolvenz größerer Finanzinstitute), dass aber eine nachhaltige Überwindung noch einige Monate in Anspruch nehmen wird. Daher wird ein leichter Rückgang der Aktienkurse in den wichtigsten Industrieländern bis zum I. Quartal 2009 unterstellt, die Hauspreise dürften in den USA erst Mitte 2009 ihren Tiefpunkt erreichen.

Unterschiedliche Reaktion der Wirtschaftspolitik auf die Finanzkrise

Angesichts der Gefahr, dass durch den gleichzeitigen Rückgang von Aktienkursen und Immobilienpreisen der private Konsum einbrechen könnte, sowie zur Erleichterung der Kreditkonditionen schlug die Notenbank der USA im Herbst 2007 einen sehr expansiven Kurs ein: Zwischen September 2007 und April 2008 senkte sie den Leitzinssatz ("Federal Funds Rate") in mehreren Schritten von 5,25% auf 2,0%. Im Jänner setzte auch die Fiskalpolitik einen expansiven Impuls: Ähnlich wie 2001 wurde Steuergutschriften für die privaten Haushalte in Höhe von 168 Mrd. (etwa 1,2% des BIP) beschlossen, von denen der Großteil noch 2008 ausgezahlt werden soll.

Übersicht 1: Entwicklung der weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen

		Ø 1981/ 1985	Ø 1986/ 1990	Ø 1991/ 1995	Ø 1996/ 2000	Ø 2001/ 2007	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ø 2008/ 2012
Wechselkurse, absolut	\$ je Euro	0,91	1,15	1,28	1,11	1,16	1,37	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60
	Yen je Euro	240,2	170,7	146,5	129,5	133,8	161,2	163,6	159,9	152,1	150,6	149,5	155,1
Zinssätze, kurzfristig, in %	Dollar	10,1	6,8	4,3	5,1	2,8	4,4	1,8	2,0	3,1	4,1	4,3	3,1
	Euro	8,5	6,5	8,5	4,0	3,1	4,3	4,2	3,9	3,9	4,1	4,1	4,0
Zinssätze, langfristig, in %	Dollar	12,2	8,4	6,9	5,9	4,5	4,6	3,7	3,8	3,9	4,8	5,1	4,2
	Euro	12,6	9,3	9,0	5,6	4,3	4,3	4,1	4,0	4,0	4,3	4,3	4,1
Erdölpreis, absolut (Brent)	\$	31,2	18,0	17,9	19,7	44,2	72,5	95,0	97,0	99,2	101,5	103,9	99,3
Dollarzinssatz, real ¹⁾	in %	13,5	1,5	3,3	7,8	- 3,8	- 4,0	- 8,4	- 0,7	0,6	2,3	2,8	- 0,7

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

In Europa blieb die Wirtschaftspolitik aus mehreren Gründen passiv (sieht man von der Bereitstellung kurzfristiger Liquidität für den Finanzsektor durch die EZB ab): Erstens haben in den meisten europäischen Volkswirtschaften Änderungen der Aktien- und Immobilienpreise einen wesentlich schwächeren Einfluss auf die Konsumnachfrage als in den USA, zweitens überstieg die Inflation die Marke 2% deutlich, welche die EZB für noch mit Preisstabilität vereinbar ansieht, und drittens entwickelte sich die Wirtschaft in der EU seit Sommer 2007 merklich günstiger als in den USA. Dafür waren ins-

²⁾ Eine detaillierte Analyse der Zusammenhänge zwischen Immobilienpreisen und der Konjunktur findet sich in *IMF (2008A, Kap. 3)*. Den Einfluss der Immobilienpreise auf die Wachstumsdynamik untersuchen *Marterbauer – Walterskirchen (2005)*. Zur Entwicklung der aktuellen Finanzkrise siehe *IMF (2008B)*.

besondere die anhaltend starke Exportnachfrage aus Ostasien sowie die dynamische Entwicklung in Osteuropa maßgebend.

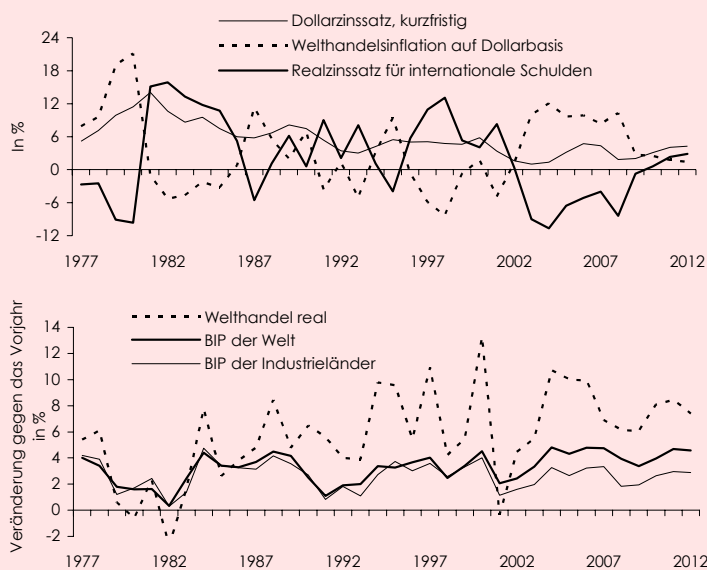
Der unterschiedliche Konjunkturverlauf sowie das wachsende Zinsdifferential zwischen Euro und Dollar trugen wesentlich zur drastischen Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar bei (seit August 2007 von 1,37 \$ auf über 1,50 \$ je Euro). Dies wird die Exportdynamik im Euro-Raum dämpfen. Sollte die Wirtschaft Südostasiens im Gefolge einer Rezession in den USA an Schwung verlieren, dann würde eine wichtige Stütze der europäischen Konjunktur zusätzlich geschwächt. Davon wäre die deutsche Wirtschaft am stärksten betroffen, deren (schwaches) Wachstum seit 2000 ausschließlich vom Export getragen wurde (Übersicht 4).

Die vorliegende Prognose nimmt an, dass die Notenbank der USA die Leitzinssätze bis 2009 auf dem niedrigen Niveau von etwa 2% halten und danach schrittweise auf etwas mehr als 4% anheben wird. Die EZB wird hingegen an ihrem stabilitätsorientierten Kurs festhalten und den Euro-Referenzzinssatz nicht nennenswert senken (Übersicht 1).

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 Februar 2007. Sie wurde – wie oben erläutert – in mehreren Punkten geändert, insbesondere hinsichtlich der Entwicklung des Dollar-Euro-Kurses, des Erdölpreises, der Aktienkurse und Immobilienpreise sowie der Zinspolitik. Mit diesen Vorgaben wurde eine neue Modelllösung berechnet; ihre Ergebnisse bilden die Grundlage der vorliegenden Prognose.

Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Abbildung 6: Entwicklungstendenzen der Weltwirtschaft



Q: Oxford Economic Forecasting, IMF, WIFO.

Rohstoffe und Industriewaren sollten sich (auf Dollarbasis) unter der Annahme eines stabilen Dollarkurses viel weniger verteuern als in der Phase der zunehmenden Dollarschwäche zwischen 2000 und 2007 (Übersicht 2). Insgesamt dürften die Welthandelspreise bis 2012 um nur 3,7% pro Jahr steigen, etwa halb so rasch wie 2000/2007 (+6,4%). Der Realzinssatz für internationale Dollarschulden wird im Durchschnitt des Prognosezeitraums weiterhin negativ sein (-0,7%), wenn auch nicht mehr so niedrig wie 2000/2007 (Abbildung 6, Übersicht 1). Eine solche Konstellation hatte die nach den Finanzkrisen zwischen 1997 und 2000 (Südostasien, Brasilien, Argentinien) angespannte Lage der verschuldeten Entwicklungsländer merklich entspannt.

Anhaltend hohes Welthandelswachstum

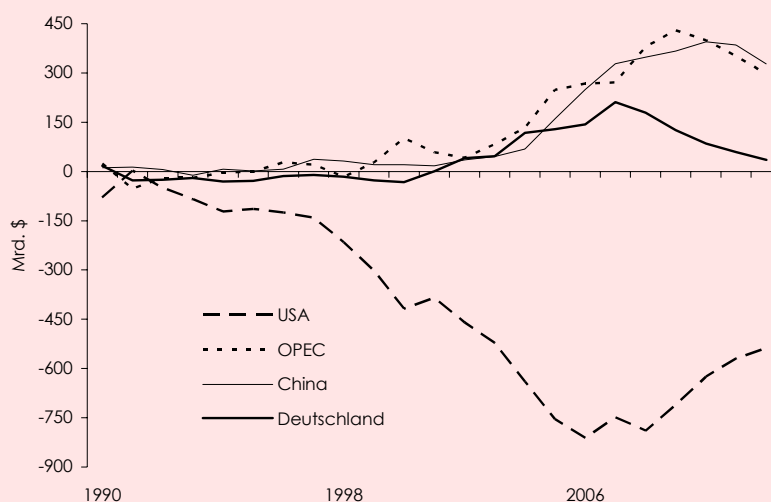
Nachdem der Welthandel zwischen 2004 und 2006 um annähernd 10% pro Jahr expandiert hatte, schwächte sich sein Wachstum merklich ab. Diese Abkühlung sollte bis 2009 anhalten, danach dürfte der internationale Handel wieder an Dynamik gewinnen und um annähernd 8% pro Jahr expandieren (Abbildung 6, Übersicht 2).

Übersicht 2: Entwicklung des Welthandels

		Ø 1980/ 1985	Ø 1985/ 1990	Ø 1990/ 1995	Ø 1995/ 2000	Ø 2000/ 2007	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ø 2007/ 2012
		Jährliche Veränderung in %											
Wechselkurs 4 Reservewährungen je \$		+ 9,9	- 9,7	+ 0,5	+ 5,0	- 6,2	- 7,3	- 6,5	- 1,8	- 1,3	- 0,4	- 0,3	- 2,0
Welthandelspreise		- 3,4	+ 5,2	+ 0,9	- 2,8	+ 6,4	+ 8,3	+ 10,3	+ 2,7	+ 2,5	+ 1,7	+ 3,2	+ 3,7
Erdöl		- 6,1	- 3,0	- 6,4	+ 10,7	+ 14,4	+ 11,1	+ 31,8	+ 2,3	+ 2,3	+ 2,3	+ 4,7	+ 7,6
Andere Rohstoffe		- 6,0	+ 4,7	+ 1,4	- 4,5	+ 10,5	+ 15,8	+ 1,1	+ 0,5	- 0,0	+ 0,1	- 0,1	+ 0,3
Industriewaren		- 2,6	+ 6,3	+ 1,4	- 3,8	+ 4,5	+ 6,4	+ 6,8	+ 3,2	+ 3,0	+ 1,9	+ 3,3	+ 3,2
Welt	Exporte	+ 2,3	+ 5,6	+ 6,5	+ 7,8	+ 6,7	+ 6,9	+ 6,2	+ 6,0	+ 8,1	+ 8,5	+ 7,4	+ 7,2
	Importe	+ 2,8	+ 6,1	+ 6,2	+ 8,6	+ 6,6	+ 5,9	+ 6,2	+ 5,8	+ 7,8	+ 8,3	+ 7,6	+ 7,1
Industrielländer	Exporte	+ 3,4	+ 4,8	+ 5,9	+ 8,1	+ 4,8	+ 5,6	+ 5,1	+ 5,3	+ 7,3	+ 7,9	+ 7,0	+ 6,5
	Importe	+ 2,5	+ 6,5	+ 5,5	+ 9,3	+ 4,7	+ 3,9	+ 4,3	+ 4,9	+ 6,7	+ 7,2	+ 6,5	+ 5,9
USA	Exporte	- 0,7	+ 10,9	+ 7,7	+ 7,9	+ 3,5	+ 7,8	+ 6,6	+ 5,4	+ 7,9	+ 8,7	+ 7,8	+ 7,3
	Importe	+ 8,4	+ 5,4	+ 7,8	+ 11,9	+ 4,4	+ 2,2	+ 1,6	+ 1,5	+ 4,1	+ 6,2	+ 6,1	+ 3,9
Japan	Exporte	+ 8,3	+ 3,1	+ 4,4	+ 5,8	+ 6,3	+ 7,2	+ 1,3	+ 1,9	+ 5,3	+ 7,7	+ 7,4	+ 4,7
	Importe	+ 1,3	+ 10,0	+ 4,6	+ 4,7	+ 3,2	- 0,4	- 0,5	+ 5,9	+ 6,5	+ 7,0	+ 7,2	+ 5,2
EU 15	Exporte	+ 3,6	+ 4,6	+ 4,5	+ 7,4	+ 4,1	+ 3,4	+ 4,4	+ 4,1	+ 6,4	+ 7,0	+ 6,1	+ 5,6
	Importe	+ 1,7	+ 7,0	+ 3,7	+ 8,1	+ 4,4	+ 3,6	+ 4,8	+ 5,0	+ 7,3	+ 7,4	+ 6,2	+ 6,2
Deutschland	Exporte	+ 5,2	+ 5,0	+ 1,1	+ 8,9	+ 7,3	+ 8,2	+ 3,7	+ 4,0	+ 6,2	+ 7,0	+ 6,3	+ 5,4
	Importe	+ 1,6	+ 7,2	+ 3,3	+ 8,4	+ 5,8	+ 6,1	+ 6,2	+ 7,3	+ 9,0	+ 8,8	+ 7,9	+ 7,8
Russland	Exporte	-	- 5,9	- 2,2	+ 5,1	+ 8,2	+ 5,2	+ 5,7	+ 5,7	+ 6,5	+ 7,1	+ 6,7	+ 6,3
	Importe	-	- 4,5	+ 4,2	- 1,7	+ 19,6	+ 23,3	+ 18,4	+ 15,6	+ 12,4	+ 8,7	+ 7,4	+ 12,4
China	Exporte	+ 12,4	+ 12,4	+ 16,8	+ 13,0	+ 21,4	+ 18,2	+ 15,7	+ 12,3	+ 14,9	+ 13,4	+ 10,1	+ 13,3
	Importe	+ 18,6	- 1,1	+ 18,0	+ 13,4	+ 17,8	+ 13,2	+ 11,9	+ 12,9	+ 16,3	+ 16,2	+ 13,8	+ 14,2
Indien	Exporte	+ 2,0	+ 8,6	+ 13,3	+ 11,3	+ 11,8	+ 7,4	+ 5,9	+ 9,4	+ 12,8	+ 13,2	+ 12,1	+ 10,7
	Importe	+ 5,9	+ 6,4	+ 16,5	+ 9,1	+ 10,7	+ 11,6	+ 11,1	+ 9,2	+ 10,1	+ 9,8	+ 9,4	+ 9,9
OPEC	Exporte	- 9,6	+ 7,1	+ 4,0	- 0,5	+ 3,5	+ 2,6	- 0,0	+ 5,3	+ 4,8	+ 3,1	+ 3,2	+ 3,3
	Importe	- 1,1	- 3,8	+ 4,4	+ 4,7	+ 15,2	+ 15,1	+ 10,4	+ 3,0	+ 12,7	+ 11,4	+ 11,1	+ 9,7

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Abbildung 7: Leistungsbilanzsalden



Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Wie in den vergangenen Jahren werden die Länder mit dem höchsten Leistungsbilanzüberschuss die Importe real am stärksten ausweiten. Dies gilt insbesondere für China, Russland sowie für die OPEC-Länder. Erstmals seit der ersten Hälfte der neunziger Jahre dürfte auch in Deutschland und Japan der Import kräftiger steigen als der Export. Das Gegenteil ist für die USA zu erwarten: Die deutliche Wachstumsab-

schwächung sowie der unterbewertete Dollarkurs werden die Exporte der USA bis 2012 annähernd doppelt so rasch wachsen lassen wie ihre Importe (Übersicht 2).

Unter diesen Bedingungen sollte sich das seit 2000 drastisch vergrößerte Leistungsbilanzungleichgewicht zwischen dem Defizitland USA und den wichtigsten Überschussländern wie China, OPEC und Deutschland merklich verringern (Abbildung 7).

Mittelfristig dürfte die Weltwirtschaft im Prognosezeitraum 2007/2012 um 4,1% pro Jahr wachsen, etwas rascher als 2000/2007 (+3,8%). Die Expansion wird sich bis 2009 abschwächen und danach wieder beschleunigen (Abbildung 6, Übersicht 3).

**Weltwirtschaft
expandiert kräftig**

Übersicht 3: Wirtschaftswachstum nach Ländergruppen

	Ø 1980/ 1985	Ø 1985/ 1990	Ø 1990/ 1995	Ø 1995/ 2000	Ø 2000/ 2007	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ø 2007/ 2012
	Jährliche Veränderung in %											
Weltproduktion (BIP)	+ 2,4	+ 3,6	+ 2,3	+ 3,6	+ 3,8	+ 4,7	+ 3,9	+ 3,4	+ 4,0	+ 4,7	+ 4,6	+ 4,1
Industrieländer ¹⁾	+ 2,4	+ 3,4	+ 2,0	+ 3,3	+ 2,5	+ 3,3	+ 1,8	+ 1,9	+ 2,6	+ 3,0	+ 2,9	+ 2,5
USA	+ 3,2	+ 3,3	+ 2,5	+ 4,1	+ 2,4	+ 2,2	+ 1,0	+ 1,4	+ 2,1	+ 2,6	+ 2,5	+ 1,9
Japan	+ 3,1	+ 4,8	+ 1,4	+ 1,0	+ 1,5	+ 1,8	+ 1,4	+ 1,6	+ 1,7	+ 2,2	+ 2,2	+ 1,8
EU 27	–	–	–	+ 2,9	+ 2,1	+ 2,9	+ 1,9	+ 1,6	+ 2,3	+ 2,6	+ 2,4	+ 2,1
EU 15	+ 1,5	+ 3,3	+ 1,6	+ 2,8	+ 2,0	+ 2,7	+ 1,5	+ 1,4	+ 2,2	+ 2,4	+ 2,2	+ 1,9
Deutschland	+ 1,1	+ 3,4	+ 1,6	+ 2,0	+ 1,2	+ 2,6	+ 1,4	+ 1,2	+ 1,7	+ 2,1	+ 2,0	+ 1,7
Frankreich	+ 1,7	+ 3,4	+ 1,2	+ 2,8	+ 1,7	+ 1,9	+ 1,6	+ 1,5	+ 2,1	+ 2,3	+ 2,1	+ 1,9
Italien	+ 1,7	+ 3,1	+ 1,3	+ 1,9	+ 1,0	+ 1,7	+ 0,4	+ 0,8	+ 1,5	+ 1,4	+ 1,4	+ 1,1
Großbritannien	+ 2,0	+ 3,3	+ 1,7	+ 3,2	+ 2,6	+ 3,1	+ 1,7	+ 1,6	+ 2,8	+ 3,2	+ 2,5	+ 2,3
Euro-Raum ²⁾	+ 1,4	+ 3,2	+ 1,8	+ 2,7	+ 1,8	+ 2,6	+ 1,6	+ 1,3	+ 1,7	+ 2,2	+ 2,1	+ 1,8
12 neue EU-Länder ³⁾	–	–	–	+ 3,5	+ 5,0	+ 6,0	+ 5,3	+ 5,0	+ 4,1	+ 4,8	+ 4,5	+ 4,7
Polen	– 0,2	– 0,4	+ 2,2	+ 5,4	+ 4,0	+ 6,5	+ 5,1	+ 3,9	+ 3,6	+ 4,8	+ 5,2	+ 4,5
Tschechien	± 0,0	– 0,2	– 1,0	+ 1,5	+ 4,5	+ 6,1	+ 4,2	+ 4,4	+ 5,4	+ 6,0	+ 4,1	+ 4,8
Slowakei	+ 4,7	+ 1,4	– 2,9	+ 3,7	+ 5,7	+ 9,0	+ 6,4	+ 4,0	+ 3,6	+ 3,9	+ 4,5	+ 4,5
Ungarn	+ 2,3	+ 0,4	– 4,6	+ 4,0	+ 3,9	+ 1,7	+ 2,1	+ 3,1	+ 6,1	+ 6,9	+ 4,8	+ 4,6
Russland	+ 3,0	+ 1,3	– 9,1	+ 1,6	+ 6,5	+ 7,6	+ 6,7	+ 6,0	+ 6,9	+ 6,7	+ 5,8	+ 6,4
China	+ 10,7	+ 7,9	+ 12,3	+ 8,6	+ 10,1	+ 11,4	+ 10,0	+ 6,6	+ 9,1	+ 12,7	+ 11,5	+ 9,9
Indien	+ 5,2	+ 6,1	+ 5,3	+ 6,1	+ 7,3	+ 9,1	+ 7,6	+ 7,0	+ 7,6	+ 7,3	+ 7,2	+ 7,3
OPEC	– 0,2	+ 3,5	+ 3,5	+ 2,6	+ 5,0	+ 6,4	+ 6,9	+ 6,1	+ 5,8	+ 5,4	+ 4,9	+ 5,8
Afrika	+ 2,8	+ 2,8	+ 1,6	+ 3,9	+ 4,6	+ 6,6	+ 6,5	+ 5,3	+ 4,9	+ 5,0	+ 5,1	+ 5,4
Lateinamerika	+ 0,1	+ 1,9	+ 4,2	+ 2,5	+ 3,5	+ 5,2	+ 4,0	+ 3,4	+ 3,5	+ 3,3	+ 3,5	+ 3,6

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO. – 1) 29 OECD-Länder. – 2) Ohne Slowenien.

Übersicht 4: Gesamtnachfrage, Produktion und Beschäftigung

	USA		Deutschland		Italien		Frankreich		Großbritannien	
	Ø 2000/ 2007	Ø 2007/ 2012	Ø 2000/ 2007	Ø 2007/ 2012	Ø 2000/ 2007	Ø 2007/ 2012	Ø 2000/ 2007	Ø 2007/ 2012	Ø 2000/ 2007	Ø 2007/ 2012
	Jährliche Veränderung in %									
Privater Konsum, real	+ 3,0	+ 1,4	+ 0,3	+ 2,0	+ 0,9	+ 1,3	+ 2,2	+ 2,0	+ 2,8	+ 2,6
Bruttoinvestitionen, real	+ 1,4	+ 2,9	+ 0,2	+ 4,4	+ 1,5	+ 2,0	+ 2,6	+ 3,1	+ 4,1	+ 2,8
Unternehmen	+ 1,5	+ 4,2	+ 1,4	+ 4,8	+ 1,0	+ 2,2	+ 2,4	+ 3,9	+ 2,9	+ 3,0
Wohnbau	+ 0,8	– 0,4	– 2,1	+ 3,9	+ 2,8	+ 1,2	+ 2,9	+ 1,6	+ 5,3	+ 1,9
Staat	+ 2,9	+ 1,6	– 0,4	+ 1,9	+ 2,4	+ 2,0	+ 2,7	+ 2,2	+ 9,5	+ 4,0
Öffentlicher Konsum, real	+ 2,2	+ 1,2	+ 0,6	+ 1,0	+ 1,6	+ 1,1	+ 1,6	+ 1,3	+ 2,7	+ 2,4
Binnennachfrage, real	+ 2,5	+ 1,6	+ 0,2	+ 2,5	+ 1,2	+ 1,4	+ 2,1	+ 2,0	+ 3,0	+ 2,5
Exporte i. w. S., real	+ 3,6	+ 6,8	+ 7,3	+ 5,3	+ 0,6	+ 3,9	+ 2,7	+ 5,5	+ 3,5	+ 5,0
Importe i. w. S., real	+ 4,2	+ 3,4	+ 5,1	+ 7,3	+ 1,5	+ 4,8	+ 4,0	+ 5,5	+ 4,6	+ 5,4
BIP	+ 2,4	+ 1,9	+ 1,2	+ 1,7	+ 1,0	+ 1,1	+ 1,7	+ 1,9	+ 2,6	+ 2,3
Beschäftigung	+ 0,9	+ 0,3	+ 0,2	+ 0,3	+ 1,3	– 0,2	+ 0,7	+ 0,5	+ 0,9	+ 0,7
Selbständig	+ 7,4	– 1,3	+ 1,8	+ 0,2	+ 1,2	+ 0,6	+ 0,3	+ 0,3	+ 2,3	+ 0,8
Unselbständig	+ 0,6	+ 0,4	+ 0,0	+ 0,3	+ 1,3	– 0,5	+ 0,7	+ 0,5	+ 0,7	+ 0,7
Arbeitslosenquote in % ¹⁾	+ 0,1	+ 0,2	– 0,1	– 0,3	– 0,6	+ 0,1	– 0,2	– 0,2	– 0,1	+ 0,1

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO. – 1) Veränderung in Prozentpunkten.

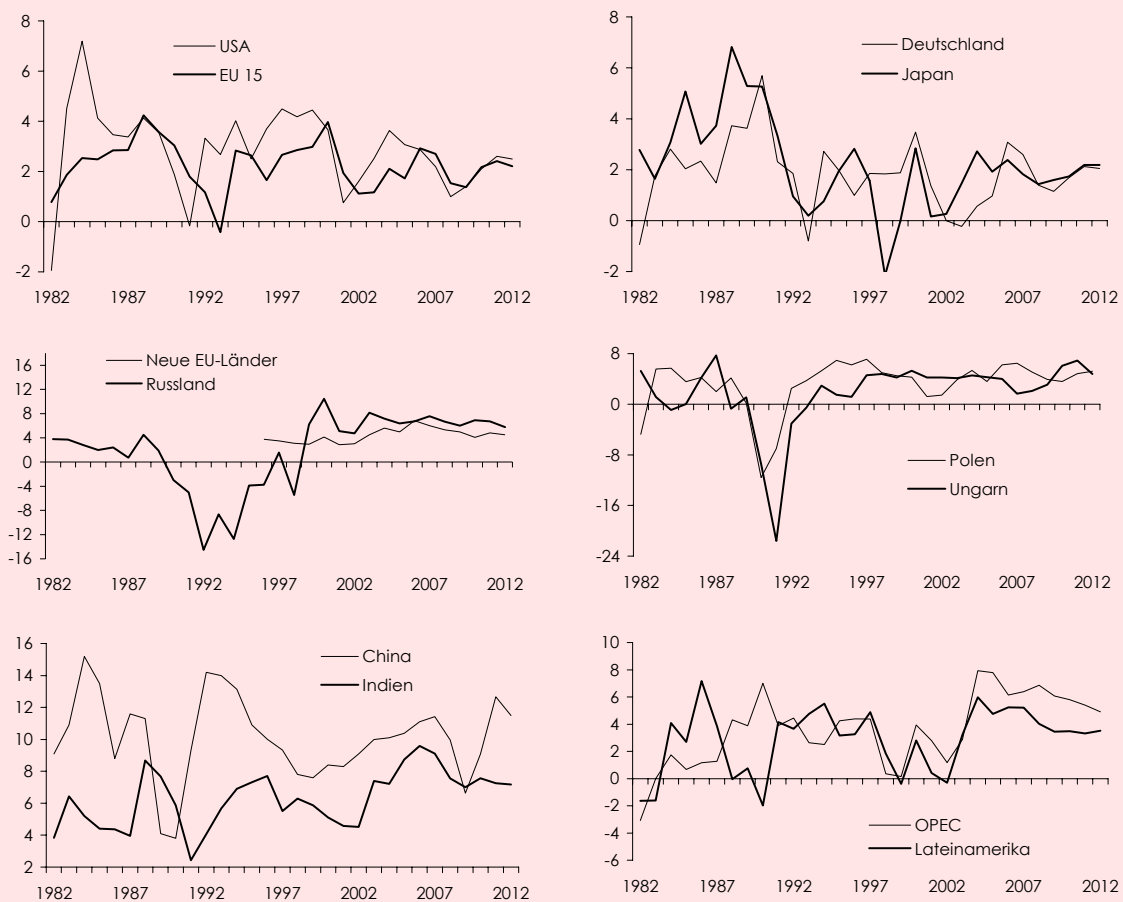
Dieser Konjunkturverlauf ist im Wesentlichen auf die Immobilienkrise in den USA, die dadurch mitverursachte Finanzkrise sowie auf den starken Anstieg der Preise von Erdöl und anderen Rohstoffen zurückzuführen. Aus diesen Gründen wird die Wirtschaft der USA mittelfristig schwächer wachsen als jene der anderen Industrieländer. Gegenüber der Periode 2000/2007 dürfte die Steigerungsrate um ½ Prozentpunkt

sinken (Übersicht 3). Während sich das Expansionstempo des privaten Konsums halbiert, wird sich jenes der Exportnachfrage nahezu verdoppeln (Übersicht 4). Auch die britische Wirtschaft wird mittelfristig an Dynamik verlieren, da auch sie von der Immobilienkrise erheblich betroffen ist (im Gegensatz zu den meisten Ländern in Kontinentaleuropa).

In Deutschland dürfte sich hingegen das mittelfristige Wirtschaftswachstum von 1,2% pro Jahr (2000/2007) auf 1,7% (2007/2012) beschleunigen. Diese Prognose unterstellt eine so deutliche Erholung der Nachfrage der privaten Haushalte nach der mehrjährigen Stagnation, dass dadurch die gesamtwirtschaftlichen Effekte der Exportdämpfung überkompensiert werden (Übersicht 4). Erstmals seit der Wiedervereinigung würde die Wirtschaft in Deutschland mittelfristig annähernd gleich rasch expandieren wie in den Ländern der EU 15 bzw. im Euro-Raum (Übersicht 3, Abbildung 8). Unter den vier großen EU-Ländern wird in den kommenden fünf Jahren das Wirtschaftswachstum nur in Italien mit lediglich +1,1% pro Jahr weit unter dem EU-Durchschnitt bleiben (Übersicht 3, Abbildung 8).

Abbildung 8: Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft

Veränderung des realen BIP gegen das Vorjahr in %



Q: Oxford Economic Forecasting, IMF, WIFO.

Das BIP jener 12 Länder, welche seit 2004 der EU beigetreten sind, dürfte um 4,7% pro Jahr zunehmen, wie bisher wesentlich rascher als in der EU 15. Laut Modellprognose sollten die Wachstumsdifferenzen zwischen den wichtigsten ostmitteleuropäischen Ländern in den kommenden Jahren gering sein (Übersicht 3).

China und Indien werden bis 2012 weiterhin wesentlich höhere Wachstumsraten erzielen als der Durchschnitt der Weltwirtschaft. Dies gilt abgeschwächt auch für die durch den hohen Erdölpreis begünstigten Regionen, also Russland und die OPEC-Länder. In Afrika sollte sich das mittelfristige Wirtschaftswachstum im Prognosezeitraum merklich erhöhen, nämlich auf durchschnittlich 5,4% pro Jahr (gegenüber

+4,6% zwischen 2000 und 2007). Die Länder Lateinamerikas sollten nach den Berechnungen mit dem Oxford-Modell das seit 2000 erreichte Wachstumstempo halten können (Übersicht 3).

- Baumgartner, J., Sinabell, F., "Erzeugerpreise von Agrarprodukten und Nahrungsmittelpreise in Österreich. Entwicklungen am Beispiel von Getreide und Milch", WIFO-Monatsberichte, 2007, 80(12), S. 965-977, http://www.wifo.ac.at/wwwa/jsp/index.jsp?fid=23923&id=30843&typeid=8&display_mode=2.
- Blanchard, O., Giavazzi, F., Sa, F., "The U.S. Current Account and the Dollar", NBER Working Paper Series, 2005, (11137), <http://web.mit.edu/14.452/www/required-readings/draft%20march%2021%202005f.pdf>.
- Breitenfellner, A., Cuaresma, J. C., Crude Oil Prices and the USD/EUR Exchange Rate: A Forecasting Exercise, Dresden, 2008 (mimeo), <http://www.tu-dresden.de/www/leeg/events/energy/2008/Paper/Breitenfellner.pdf>.
- Case, K. E., Quigley, J. M., Shiller, R. J., Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market", Advances in Macroeconomics, 2005, 5(1), <http://www.bepress.com/bejm/advances/vol5/iss1/art1>.
- Chen, Y.-C., Rogoff, K., Rossi, B., "Can Exchange Rates Forecast Commodity Prices?", NBER Working Paper, 2008, (13901), <http://www.nber.org/papers/w13901.pdf>.
- Ederer, S., Marterbauer, M., Scheiblecker, M., Schulmeister, St., Steindl, S., Walterskirchen, E., "Kräftiges Wachstum der Weltwirtschaft schwächt sich ab. Prognose der internationalen Konjunktur für 2008", WIFO-Monatsberichte, 2007, 80(11), S. 855-873, http://www.wifo.ac.at/wwwa/jsp/index.jsp?fid=23923&id=30421&typeid=8&display_mode=2.
- Edwards, S., "Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? And If Not, How Costly is Adjustment Likely to be?", NBER Working Paper Series, 2005, (11541), <http://www.nber.org/papers/w11541.pdf>.
- Eichengreen, B., "Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition", NBER Working Paper Series, 2005, (11336), <http://www.nber.org/papers/w11336.pdf>.
- European Commission, Macro-economic forecasts, Brüssel, 2008, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/specpub_list9253.htm.
- International Monetary Fund (2008A), World Economic Outlook, Washington, D.C., 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/index.aspx>.
- International Monetary Fund (2008B), Global Financial Stability Report, Washington, D.C., 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm>.
- Marterbauer, M., Walterskirchen, E., "Einfluss der Haus- und Wohnungspreise auf das Wirtschaftswachstum", WIFO-Monatsberichte, 2005, 78(11), S. 761-774, http://www.wifo.ac.at/wwwa/jsp/index.jsp?fid=23923&id=25815&typeid=8&display_mode=2.
- National Institute of Economic and Social Research, Economic Review, 2008, (190).
- Obstfeld, M., Rogoff, K., "The Unsustainable US Current Account Position Revisited", NBER Working Paper Series, 2004, (10869), <http://papers.nber.org/papers/w10869.pdf>.
- OECD, Economic Outlook, 2007, (82), http://www.oecd.org/document/18/0,3343,en_2649_201185_20347538_1_1_1_1_00.html.

Literaturhinweise

Economic Growth Picking Up after Phase of Weakness

Medium-Term Global Economic Outlook until 2012 – Summary

The forecast is based on the following assumptions about the development of important variables until 2012: the euro exchange rate will stabilise at 1.60 \$, oil prices will rise only marginally until 2012, real estate and share prices will rebound again as from 2009, the key interest rate in the USA will remain at the low level of 2 percent until 2009 and will be raised gradually to 4 percent thereafter, whereas in the euro area it will be around 4 percent over the entire forecast period. On these conditions world trade growth should average 7.2 percent annually between 2007 and 2012, an acceleration by ½ percentage point from the 2000-2007 period. Global production should expand at an annual rate of 4.1 percent until 2012 (2000-2007 +3.8 percent). Growth will moderate until 2009, however, owing to the international financial crisis and rising commodity prices, but will accelerate noticeably in the years thereafter. The US economy is set to grow at an annual rate of 1.9 percent until 2012, well below the 2.4 percent recorded during 2000-2007. In Germany and Japan, by contrast, growth will gather speed over the medium term, to +1.7 percent and +1.8 percent, respectively (2000-2007 +1.2 percent and +1.5 percent, respectively). This development, coupled with the undervalued dollar exchange rate, will enable a substantial reduction in the global current account imbalances. Europe will see the catching-up process in the new EU member countries continue, with their economies set to expand by 4.7 percent on average until 2012, more than twice the rate expected in the EU 15 (+1.9 percent).

- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Folgen der US-Immobilienkrise belasten Konjunktur. Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2008, ifo, KOF, IFW, IWH, IMK, WIFO, RWI, IHS, Essen et al., 2008, http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=31980&typeid=8&display_mode=2.
- Roubini, N., Setser, B., The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances, New York–Oxford, 2004, <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf>.
- 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., Aktienkursdynamik und privater Konsum in den USA und in Deutschland, WIFO, Wien, 2004, http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=25188&typeid=8&display_mode=2.
- Schulmeister, St., Purchasing Power Parities for Tradables, Exchange Rates and International Price Competitiveness, WIFO, Wien, 2005, http://www.wifo.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&typeid=8&id=25656&display_mode=2&language=2.
- Schulmeister, St., Schratzenstaller, M., Picek, O., A General Financial Transaction Tax. Motives, Revenues, Feasibility and Effects, WIFO, 2008, http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=31819&typeid=8&display_mode=2.