

Stefan Schiman

Verschuldungs- und Entschuldungsprozesse prägen die weltweiten Konjunkturaussichten

Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 2019

Verschuldungs- und Entschuldungsprozesse prägen die weltweiten Konjunkturaussichten. Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 2019

Der markante Rückgang der Rohölpreise stärkt die Konjunktur im Euro-Raum etwas. Mittelfristig wird sie aber von Nachfragemangel und schwacher Preisentwicklung dominiert; auch das Fehlen von Auf- und Abwertungsmöglichkeiten, insbesondere die relative Unterbewertung für Deutschland, hemmt die Wachstumsaussichten. Für die USA ist der Konjunkturausblick sehr günstig, da der Privatschuldenüberhang dank rascher Insolvenzen und großzügiger öffentlicher Budgetdefizite nach der Finanzmarktkrise rasch abgebaut wurde. In China nimmt der Wohlstand stark zu, aber auch die Verschuldung. In Japan sollte der Entschuldungsprozess der Unternehmen in den nächsten Jahren abgeschlossen sein. In Russland droht – trotz der mäßigen Auslandsverschuldung – eine neue Finanzmarktkrise.

Debt Accumulation and Debt Reduction Shape the Global Business Outlook. Medium-term Forecast for the World Economy Until 2019

The marked decline of oil prices gives some impetus to business activity in the euro area. However, medium-term prospects are dominated by lack of aggregate demand and very low inflation; moreover, the lacking possibility of currency de- or re-valuation, notably the under-valuation for Germany, is weighing on the growth outlook. Prospects for the USA are markedly more favourable since excess private debt was reduced rapidly via bankruptcies and by accepting generous government deficits after the financial market crisis. In China, both prosperity and indebtedness are rising quickly. In Japan, the investment-inhibiting unwinding of corporate debt will wear off in the years to come. Another financial market crisis is looming in Russia, despite the country's moderate degree of foreign indebtedness.

Kontakt:

Stefan Schiman, MSc: WIFO, 1030 Wien, Arsenal, Objekt 20, Stefan.Schiman@wifo.ac.at

JEL-Codes: F01, F44, F47 • **Keywords:** Mittelfristige Prognose, Weltwirtschaft

Die vorliegende Prognose umfasst den Zeitraum 2015/2019 und wurde mit Hilfe des makroökonomischen Weltmodells von Oxford Economics (Global Economic Model) erstellt. Zu den Definitionen siehe "Methodische Hinweise und Kurzglossar", in diesem Heft und <http://www.wifo.ac.at/wwadocs/form/WIFO-Konjunkturberichterstattung-Glossar.pdf>.

Begutachtung: Stefan Ederer • **Wissenschaftliche Assistenz:** Martha Steiner (Martha.Steiner@wifo.ac.at), Maria Riegler (Maria.Riegler@wifo.ac.at)

Seit Mitte 2014 ist der Rohölpreis um knapp die Hälfte gesunken; Ende 2014 lag er unter 60 \$ je Barrel. Die Ausweitung des Angebotes in den USA und die Abnahme der Nachfrage in China und Teilen Europas ermöglichten diese Entwicklung. Die Vehemenz des Preisrückganges ergibt sich durch selbstverstärkende Spekulationseffekte anlässlich der Russland-Krise. Da Preisspekulation stets mit erhöhter Volatilität einhergeht (Überschießen), dürfte der Rohölpreis schon 2015 wieder leicht nach oben korrigieren (auf 75 \$ je Barrel im Jahresdurchschnitt). Bis 2019 unterstellt die vorliegende Prognose einen Anstieg auf 105 \$; somit ist der Durchschnittspreis um rund 15 \$ niedriger als in der mittelfristigen WIFO-Prognose 2013.

Dies stärkt die Konjunktur im Euro-Raum etwas. Der anhaltend hohe Schuldenüberhang im privaten Sektor verringert die Konsum- und Investitionsmöglichkeiten aber nach wie vor. Die Nachfragesstützung der öffentlichen Hand ist in weiten Teilen des Euro-Raumes zu gering, um eine Entschuldung des privaten Sektors zu ermöglichen. Zudem wächst die deutsche Wirtschaft – die größte Europas – über hohe Leistungsbilanzüberschüsse zulasten ihrer Handelspartner, statt die günstige Finanzierungslage für expansive Fiskalpolitik zu nutzen. Die vielfach mit der Euro-Finanzmarktkrise erhöhten Risikoaufschläge drücken die zu geringe private Nachfrage zusätzlich. Dies dämpft wiederum die Inflation, was den Schuldenabbau weiter erschwert und die

Realzinssätze erhöht. Neben der schwachen Preisentwicklung wird in den kommenden Jahren auch die Verschärfung der Fiskalregeln die Konjunktur belasten, da die hohe Liquiditätsbeschränkung im privaten Sektor expansive ricardianische Effekte (Mehrausgaben in der Gegenwart in Antizipation künftiger Steuersenkungen) nicht zulässt. Der neue Investitionsplan der Europäischen Kommission sieht vor allem Bürgschaften für private Investitionen vor; die Ursache der Investitionsschwäche, mangelnde Absatzperspektiven wegen zu geringer Einkommenszuwächse, wird dadurch nicht behoben. Staatsanleihenkäufe der EZB werden die Zinsstrukturkurve abflachen und die Staatshaushalte entlasten. Zudem würden sie Finanzmarktstress unterbinden, falls weitere Turbulenzen im Euro-Raum auftreten, etwa ein Austritt Griechenlands. Die reale Wachstumsrate beträgt im Euro-Raum mittelfristig 1,3%.

Übersicht 1: Internationale Rahmenbedingungen

	Ø 2005/2009	Ø 2010/2014 Landeswährung je Euro	Ø 2015/2019
<i>Wechselkurse</i>			
Dollar	1,35	1,33	1,20
Pfund	0,75	0,84	0,76
Yen	145,4	120,0	145,9
Renminbi bzw. Yuan	1,82	1,59	1,58
Zloty	3,91	4,14	3,93
Forint	259,1	290,0	296,9
Tschechische Krone	27,46	25,70	26,37
\$ je Barrel			
<i>Erdölpreis</i>			
Brent	70	103	95
	Ø 2004/2009	Ø 2009/2014 Jährliche Veränderung in %	Ø 2014/2019
Welthandel	+ 2,1	+ 5,8	+ 4,4

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Übersicht 2: Wirtschaftswachstum nach Ländergruppen

	Ø 2004/2009	Ø 2009/2014 Jährliche Veränderung in %	Ø 2014/2019
Welt	+ 3,8	+ 3,9	+ 3,7
EU	+ 0,9	+ 1,0	+ 1,6
Euro-Raum	+ 0,8	+ 0,7	+ 1,3
Industrieländer ¹⁾	+ 0,9	+ 1,7	+ 2,1
USA	+ 0,9	+ 2,2	+ 2,8
Japan	- 0,3	+ 1,5	+ 1,0
Deutschland	+ 0,6	+ 2,0	+ 1,3
Frankreich	+ 0,7	+ 1,0	+ 1,0
Italien	- 0,4	- 0,4	+ 0,7
Spanien	+ 1,6	- 0,4	+ 1,7
Großbritannien	+ 0,7	+ 1,8	+ 1,9
MOEL 5 ²⁾	+ 3,6	+ 2,1	+ 2,9
Schwellenländer	+ 6,2	+ 5,4	+ 4,9
China	+ 11,4	+ 8,5	+ 6,4
Indien	+ 8,6	+ 6,4	+ 6,2
Russland	+ 3,9	+ 2,8	+ 2,5
Brasilien	+ 3,6	+ 2,7	+ 2,4
Lateinamerika	+ 3,7	+ 2,3	+ 3,0
Afrika	+ 4,8	+ 3,6	+ 4,4

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO. – ¹⁾ 30 OECD-Länder. – ²⁾ Polen, Slowakei, Slowenien, Tschechien, Ungarn.

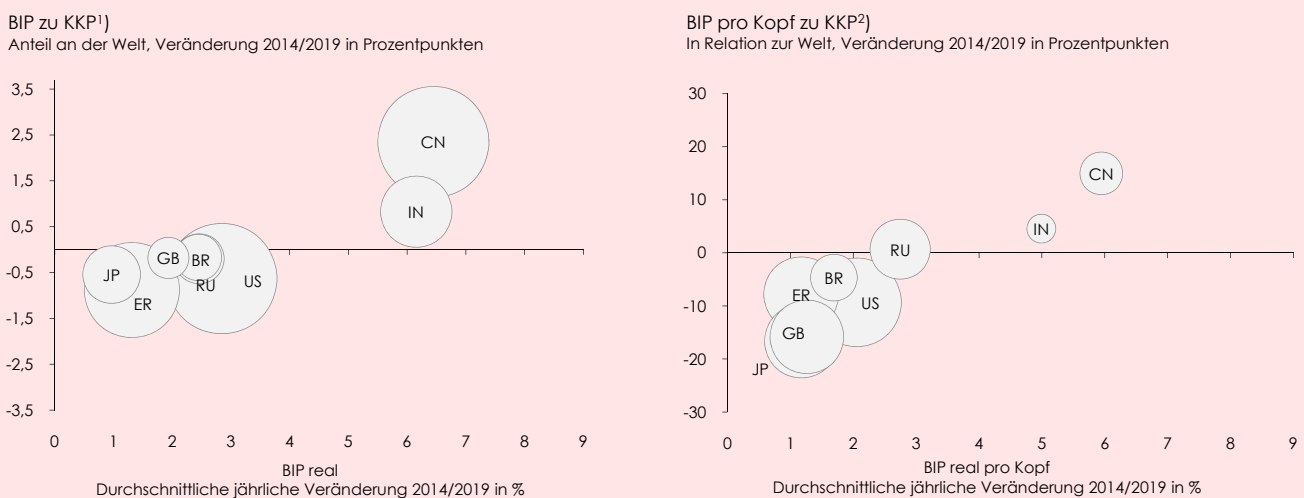
Deutschlands durch Lohnzurückhaltung generierter Leistungsbilanzüberschuss bleibt auch mittelfristig hoch, da eine Aufwertung nicht möglich ist (der Euro wird wegen der weiteren geldpolitischen Lockerung eher abwerten). Die deutschen Exporte leiden aber unter dem Rückgang der Nachfrage aus Schwellenländern (insbesondere aus China); hingegen treten die Nachteile der impliziten Unterbewertung der Währung (Mangel an Importnachfrage gegenüber anderen engen Handelspartnern wie

Frankreich und damit Schwächung von deren Konjunktur) immer stärker zutage. Daher hemmt der Währungsverbund die Konjunktur in den kommenden Jahren. Auf Österreichs zweitwichtigstem Exportmarkt, Italien, wird die Wirtschaftsleistung neben der Nachfrageschwäche mittelfristig auch durch mangelhafte ordnungspolitische Rahmenbedingungen gestört. Bei der Durchsetzung vertraglicher Ansprüche ist die Justiz in Italien laut dem Doing-Business-Bericht der Weltbank (2014) äußerst ineffizient. Der administrative Aufwand von Unternehmen für die Steuerabfuhr ist in Italien bei Weitem der höchste innerhalb der EU.

Wie schon in der mittelfristigen WIFO-Prognose 2013 ist der Konjunkturausblick für die USA weltweit am günstigsten. Eine schuldenfreundliche Insolvenzgesetzgebung sorgte für einen raschen Abbau des Privatschuldenüberhangs nach der Finanzmarktkrise. Darüber hinaus stützt ein großzügiges öffentliches Budgetdefizit die Konjunktur. Die Staatsschuldenquote nimmt mittelfristig nicht zu – anders als im Euro-Raum, wo zwar die Neuverschuldung der öffentlichen Hand viel geringer ist, aber auch das Wirtschaftswachstum und die Inflation. Die reale Wachstumsrate beträgt in den USA mittelfristig 2,8%.

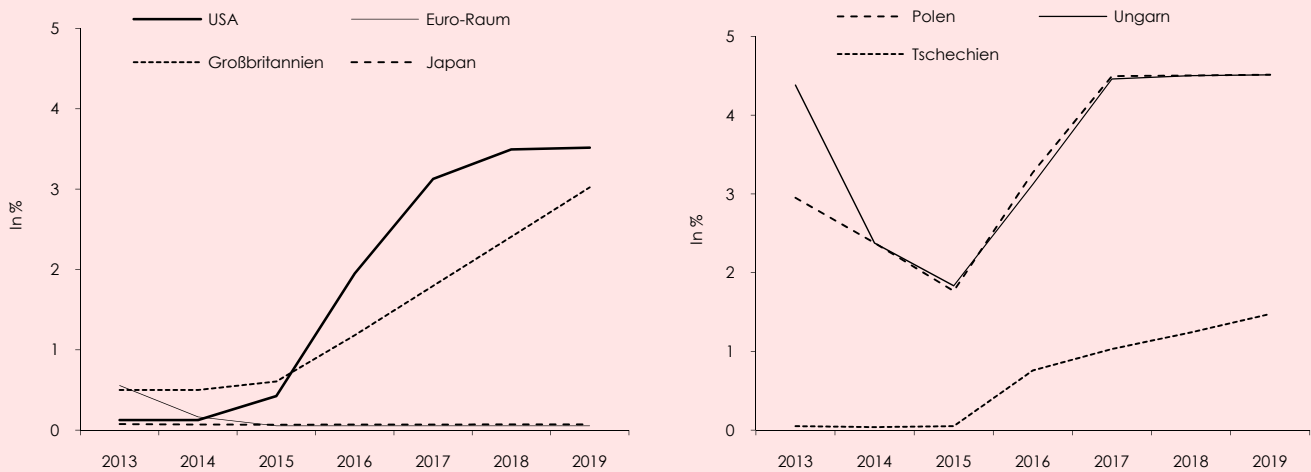
China dürfte auf Basis der Neuberechneten internationalen Kaufkraftparitäten die USA 2014 als weltgrößte Volkswirtschaft abgelöst haben. Das Wachstum verliert zwar weiter an Dynamik, bleibt weltweit aber am höchsten. Die in letzten Jahren markant gestiegenen Einkommen erhöhen Kaufkraft und Wohlstand, die Währung wertet weiter auf. Allerdings belasten die staatlich geförderte exzessive Investitionstätigkeit und die damit verbundenen Fehlallokationen die Wachstumsaussichten zunehmend. Die erheblich ausgeweiteten Schulden wurden in wenig transparente Zweckgesellschaften ausgelagert ("Schattenbanken") und bedrohen daher die Finanzmarktstabilität. Die reale Wachstumsrate beträgt in China mittelfristig 6½%. In Japan könnte die jahrelange Bilanzrezession überwunden werden, da die Entschuldung der Unternehmen abgeschlossen ist. Dadurch fällt die Einschränkung der Investitionstätigkeit von dieser Seite her weg. Die Wirtschaftspolitik wirkt insgesamt akkommodierend, die für 2017 geplante zweite Stufe der Mehrwertsteuererhöhung bleibt aber ein Risiko für die Konjunktur. In Russland wird die Wirtschaft 2015 wegen des Rohölpreisverfalls schrumpfen. Die Abwertung des Rubel wirkt inflationstreibend, erhöht die Zahlungsausfälle im Bereich der Fremdwährungsschulden und belastet damit die in Russland tätigen Banken. Sie mildert aber die negativen Effekte des Rohölpreisverfalls auf die Exporterlöse und den Staatshaushalt. Auch mittelfristig bleibt der Ausblick für die russische Wirtschaft getrübt, da die hohen Rohstoffpreise in der Vergangenheit – ähnlich wie in Brasilien – Defizite der Wirtschaftsstruktur überlagerten.

Abbildung 1: Entwicklung des BIP und des BIP pro Kopf ausgewählter Wirtschaftsräume 2014/2019



Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO. BR . . . Brasilien, CN . . . China, ER . . . Euro-Raum, GB . . . Großbritannien, IN . . . Indien, JP . . . Japan, RU . . . Russland, US . . . USA. – ¹⁾ Die Größe der Blasen entspricht dem Anteil im Jahr 2014. – ²⁾ Die Größe der Blasen entspricht dem Wert im Jahr 2014.

Abbildung 2: Entwicklung der Leitzinssätze bis 2019



Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Wirtschaftswachstum und Wohlstand im Ländervergleich

Das um Kaufkraftunterschiede bereinigte reale BIP dient als Maß der Größe einer Volkswirtschaft, das reale BIP pro Kopf ist hingegen ein Indikator für den Wohlstand in einem Land. Abbildung 1 zeigt verschiedene Dimensionen dieser zentralen makroökonomischen Indikatoren: die Relation zu anderen Ländern im Basisjahr 2014 (Blasengröße), die mittelfristige Veränderungsrate (x-Achse) und die Veränderung der Länderrelationen im Prognosezeitraum (y-Achse).

Bereits in der vorhergehenden mittelfristigen WIFO-Prognose für die Weltwirtschaft (Schiman, 2013) wurde an dieser Stelle die Sonderstellung Chinas als dynamisch wachsende große Volkswirtschaft hervorgehoben. Nach der Revision der vom International Comparison Program der Weltbank errechneten Kaufkraftparitäten ergibt sich für China nun ein nochmals höheres BIP zu Kaufkraftparitäten. Damit löste China schon 2014 und nicht erst 2018, wie in der Prognose von 2013 unterstellt, die USA als größte Volkswirtschaft der Welt ab. 2019 wird China einen Anteil von knapp 19% an der Weltwirtschaft haben, die USA knapp 16%. Ihr Anteil verringert sich leicht, obwohl die Wachstumsraten höher sind als die anderer Industrieländer (aber geringer als die der Weltwirtschaft insgesamt). Auch der Anteil Japans und des Euro-Raumes an der Weltproduktion sinkt (2019: 4% bzw. 11%). Geringere Verluste an Weltmarktanteilen betreffen die ähnlich großen Volkswirtschaften Großbritannien, Brasilien und Russland. Unter den hier analysierten Ländern und Regionen erhöhen nur China und Indien ihren Anteil an der weltweiten Wirtschaftsleistung.

Die Kennzahl "BIP pro Kopf" zeigt nach wie vor Chinas Status als Schwellenland (obgleich sie mit der Revision der Kaufkraftparitäten ebenfalls merklich zugenommen hat). Das BIP pro Kopf der wohlhabenden Industrieländer ist deutlich höher und wächst daher weniger stark als das der Schwellenländer. Gemessen am Entwicklungsstand der Industrieländer einerseits und Chinas andererseits ist die prognostizierte Dynamik in Brasilien äußerst schwach. Aber auch für Indien besteht ein sehr großes Aufholpotential. Die Perspektive der russischen Volkswirtschaft – falls keine Finanzmarktkrise entsteht und der Rohölpreis durchschnittlich 95 \$ je Barrel beträgt – fügt sich gut in das von den Industrieländern und China gespannte Konvergenzmuster. Unter den hochentwickelten Regionen ist das Pro-Kopf-Wachstum in den USA überdurchschnittlich.

Gegenüber der mittelfristigen WIFO-Prognose von 2013 haben sich die Wachstumsaussichten für China und Indien angeglichen: Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate fällt nun für China um 1 Prozentpunkt niedriger aus, jene für Indien um nur 0,5 Prozentpunkte. Auch die Wachstumsaussichten Russlands und Brasiliens werden in der aktuellen Prognose pessimistischer eingeschätzt.

1. Finanzmarktspekulation drückt Rohölpreis

Die Wirtschaftssanktionen der USA und der EU gegen Russland lösten eine Abwärtsspekulation auf dem Rohölmarkt aus.

Seit Juni 2014 sinkt der Rohölpreis kontinuierlich. Im Durchschnitt der ersten Jahreshälfte 2014 kostete ein Fass Rohöl der Sorte Brent 109 \$. Nach einem Terrorangriff auf das größte Rohölfeld des Irak erreichte der Rohölpreis am 19. Juni 2014 einen Höchststand von 115,2 \$. Danach setzte ein kontinuierlicher Abwärtstrend ein, Mitte Dezember 2014 sank der Preis unter 60 \$ – ein Rückgang um knapp die Hälfte innerhalb eines halben Jahres, der durch angebots- wie nachfrageseitige Faktoren ermöglicht wurde. 20.000 neue Bohrlöcher erhöhen die Rohölproduktion in den USA

um rund ein Drittel gegenüber 2010; die tägliche Fördermenge liegt um nur mehr ein Zehntel unter jener Saudi-Arabiens (*Economist*, 2014). Die OPEC-Länder ihrerseits beschlossen auf einer Konferenz Ende November 2014 entgegen den Erwartungen der Marktteilnehmer, die Fördermenge nicht zu drosseln, und verstärkten damit den Preisverfall. Auf der Nachfrageseite dämpft die Wachstumsverlangsamung in vielen erdölimportierenden Ländern, insbesondere in China und Teilen Europas, die Rohölpreise. Diese Rahmenbedingungen ermöglichten zwar den Preisrückgang, lösten ihn aber nicht aus. Auf den modernen finanzierten Rohstoffmärkten sind die Auslöser von Preiskorrekturen oft Ereignisse, deren Effekte sich durch die Marktreaktion von Spekulanten zusätzlich verstärken (Herdenverhalten). In dieser Hinsicht scheint der aktuelle Rohölpreisverfall eng mit der Russland-Krise verknüpft zu sein. Die nach einer monatelangen diplomatischen Krise Mitte 2014 von den USA und der EU verhängten Wirtschaftssanktionen gegen Russland nährten Befürchtungen, der Konflikt werde vor allem der russischen Volkswirtschaft großen Schaden zufügen. Vor diesem Hintergrund entstand ein Abwärtsdruck auf den Preis von Rohöl, Russlands wichtigstem Exportgut, der die von den Marktteilnehmern erwartete substanzielle Konjunktüreintrübung bewirkte. Auch die Vehemenz des Preisrückganges legt nahe, dass Spekulation und Überschießen eine wichtige Rolle spielen. 2015 wird mit einer leichten Aufwärtskorrektur gerechnet, auf 75 \$ je Barrel im Jahresdurchschnitt; bis 2019 wird ein Preisanstieg auf 105 \$ unterstellt.

2. Nachfrageschwäche im Euro-Raum wird nicht behoben

Die im Vergleich mit Schiman (2013) signifikant niedrigere Rohölpreisprognose impliziert in Summe positive Konjunkturreffekte in Europa, da die Auswirkungen der Kostensenkung den Rückgang der Nachfrage aus den erdölexportierenden Ländern übersteigen. Im Euro-Raum sorgen aber ein hoher Privatschuldenüberhang und zu hohe Realzinssätze in den kommenden Jahren für eine träge Konjunktur.

Im Zuge der Finanzmarktkrise 2008 erlitten viele Unternehmen und private Haushalte einen hohen unerwarteten Vermögensverlust. Dies gilt vor allem für die Industrieländer, wo der Finanzsektor groß ist und Finanzdienstleistungen weitgehend liberalisiert sind. Gleichzeitig blieb die Verschuldung des privaten Sektors, die von Hochkonjunktur und Immobilienboom befeuert worden war, gleich oder nahm weiter zu. Der so entstandene Schuldenüberhang zwang die Schuldner, Konsum und Investitionen einzuschränken, um einen höheren Teil des laufenden Einkommens für die Schuldentilgung zu verwenden (Koo, 2014). Daher verläuft die weltweite Konjunkturerholung vergleichsweise schleppend und bleibt anfällig für weitere Krisen. Beides trifft insbesondere auf den Euro-Raum zu: Die Budgetdefizite der öffentlichen Hand waren hier in den vergangenen Jahren zu gering, um die simultanen Sparbestrebungen der privaten Haushalte und Unternehmen auszugleichen. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Einkommenszuwächse wurden dadurch gedämpft, und die Schuldentilgung gelang nicht im erwünschten Ausmaß (Sparparadoxon).

Dieser wachstumshemmende Mechanismus wurde durch eine zusätzliche Komponente verschärft, die eine neuerliche Finanzmarktkrise in einigen Ländern des Euro-Raumes zur Folge hatte und die Konjunktur bis heute belastet: Länder mit einem überwiegenden Anteil an Schuldnerhaushalten, also jene Länder, die bereits stark von der durch die Finanzmarktkrise erzwungenen Entschuldung betroffen waren, wiesen gleichzeitig eine negative Nettoauslandsvermögensposition auf (Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern, Portugal, Slowenien). Der zunehmende Vertrauensverlust auf den Finanzmärkten, der mangels einer eigenständigen Geldpolitik nicht bekämpft werden konnte, machte diese Länder krisenanfällig. Ab 2010 stiegen die Sekundärmarktrenditen drastisch (Griechenland, Irland, Portugal) oder zumindest spürbar (Spanien, Italien, Slowenien), während gleichzeitig der Zinsanstieg aufgrund des Schuldenüberhanges, dessen Abbau einen Rückgang der Zinssätze erfordert hätte, ausgesprochen konjunkturschädlich wirkte.

Die fiskalischen Impulse, die notwendig gewesen wären, um den dadurch verursachten Nachfrageeinbruch zu kompensieren (Budgetdefizite deutlich über der Maastricht-Grenze von 3% des BIP), waren wegen der Unterbrechung der Liquiditäts-

Die Nachfragestützung der öffentlichen Hand ist im Euro-Raum zu gering, um einen Schuldenabbau im privaten Sektor zu ermöglichen.

Der Zinsschock der Euro-Krise und die Austeritätspolitik verschärften den Nachfrageausfall und die Sparschwemme.

zufuhr nicht möglich. Eine überhastete Austeritätspolitik schränkte die Fiskalkapazitäten auch dort ein, wo die Kapitalmarktförderung durch internationale Geldgeber (Troika) ergänzt oder ersetzt wurde. Für Euro-Länder mit positiver Nettoauslandsvermögensposition und überwiegend Gläubigerhaushalten (Belgien, Deutschland, Malta, Niederlande, Österreich, Finnland) sanken die Zinssätze. Auch das erzeugte aber keine zusätzliche Nachfrage, da Gläubigereinkommen bei einem Rückgang der Zinssätze schrumpfen. Die schwachen Absatzaussichten veranlassen Unternehmen, immer weniger zu investieren, und erzeugen eine Sparschwemme ("savings glut").

Die geringe Inflation erhöht die Opportunitätskosten von Investitionen und erschwert den Schuldenabbau.

Die Überwindung dieser verfahrenen Situation wird noch einige Jahre dauern, da die Nachfrageschwäche die Inflation mittlerweile erheblich verlangsamt hat. Dies erschwert wiederum den Schuldenabbau, weil die in Schuldverschreibungen vereinbarten Geldflüsse üblicherweise nicht an Änderungen des Geldwertes angepasst, sondern mit Blick auf eine erwartete Inflationsrate fixiert werden. Bleibt die tatsächliche Inflation unter den Erwartungen, dann erhöht sich der Realwert der Schulden, sodass deren Bedienung einen höheren Konsum- und Investitionsverzicht erfordert. Zudem erhöht eine Verlangsamung der Inflation die Realzinssätze im selben Ausmaß, da der nominelle Zinssatz (abzüglich Risikoaufschlägen) nicht unter 0% sinken kann. Höhere Realzinssätze bedeuten aber höhere Opportunitätskosten von Investitionsprojekten, deren Rentabilität sinkt. Durch die Disinflation steigt überdies die Arbeitslosigkeit, da Nominallöhne nach unten starr sind, sodass sich die Reallohne nicht vollständig an die verringerte Arbeitskräftenachfrage anpassen.

Übersicht 3: Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung im Euro-Raum und in Japan

	Euro-Raum		Japan	
	Ø 2009/2014	Ø 2014/2019	Ø 2009/2014	Ø 2014/2019
	Jährliche Veränderung in %			
Bruttoanlageinvestitionen, real	- 0,9	+ 1,6	+ 2,2	+ 0,8
Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	+ 0,1	- 0,1	- 1,0	- 0,9
BIP, real	+ 0,7	+ 1,3	+ 1,5	+ 1,0
BIP pro Kopf, real	+ 0,4	+ 1,2	+ 1,6	+ 1,2
Verbraucherpreise	+ 1,7	+ 1,1	+ 0,4	+ 1,2
Real-effektiver Wechselkurs	- 2,0	- 2,2	- 5,4	- 4,1
	Ø 2010/2014	Ø 2015/2019	Ø 2010/2014	Ø 2015/2019
	ln %			
Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen	11,0	10,8	4,3	3,7
Zinssatz, langfristig	3,4	2,1	0,9	0,8
Weltmarktanteil der Exporte	27,7	26,4	4,4	4,2
	ln % des BIP			
Leistungsbilanzsaldo	0,9	2,7	1,6	0,3
Finanzierungssaldo des Staates	- 3,9	- 1,8	- 8,6	- 3,7
Staatsschuld, brutto	89	100	211	231

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Die Verschärfung der Fiskalregeln wirkt wegen der vielfach beschränkten Liquidität konjunkturdämpfend.

Zudem schränken Verschärfungen der Fiskalregeln die Fiskalkapazitäten der Staaten zusätzlich ein. Wegen der hohen Zahl liquiditätsbeschränkter Haushalte und Unternehmen sind expansive ricardianische Effekte (Mehrausgaben in der Gegenwart in Antizipation künftiger Steuersenkungen) nicht zu erwarten. Gemäß der neuen Defizitregel der Euro-Länder darf das um Konjunktur- und Einmaleffekte bereinigte Budgetdefizit eines Landes höchstens 0,5% des BIP betragen. Ferner müssen die EU-Länder die Schuldenquote jährlich um ein Zwanzigstel des Überhanges über 60% des BIP verringern. Schließlich wird die Stagnation der Erwerbsbevölkerung das Wachstumspotential dämpfen. Im Prognosezeitraum 2015/2019 beträgt die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP im Euro-Raum 1,3%. Die hohe Arbeitslosigkeit droht sich in vielen Ländern zu verfestigen. Hystereseeffekte, vor allem in Bezug auf die Jugendarbeitslosigkeit, würden das Wachstumspotential auch langfristig senken. Im Euro-Raum beträgt die Arbeitslosenquote im Durchschnitt des Prognosezeitraumes 10,8% mit leicht rückläufiger Tendenz. Die Inflationsrate von 1,1% bleibt

deutlich unter der Zielmarke der EZB; die Geldpolitik wird daher weiter gelockert werden. Ein möglicher Ankauf von Staatsanleihen würde die Zinsstrukturkurve abflachen und die Staatshaushalte entlasten. Zudem würde er Finanzmarktstress unterbinden, falls weitere Turbulenzen im Euro-Raum auftreten, etwa ein Austritt Griechenlands. Der neue Investitionsplan der Europäischen Kommission, der anfällig ist für Mitnahmeeffekte, sieht vor allem Bürgschaften für private Investitionen vor; die Ursache der Investitionsschwäche, nämlich ein Mangel an Absatzperspektiven wegen zu geringer Einkommenszuwächse, wird dadurch nicht behoben.

3. Fehlen einer Aufwertungsmöglichkeit hält Deutschlands Leistungsbilanz im Ungleichgewicht

Die Entwicklung der deutschen Wirtschaft war in den letzten zehn Jahren geprägt von einer kontinuierlichen Zunahme des Leistungsbilanzsaldos: Das Defizit zur Zeit der Euro-Einführung 1999 wandelte sich zu einem Überschuss von über 7% des BIP. Damit werden deutlich mehr Waren und Dienstleistungen produziert, als im Inland verbraucht werden; das Nettoauslandsvermögen steigt. Dank dieser Kreditexpansion gegenüber dem Ausland können in Deutschland die Schulden des privaten Sektors und die Neuverschuldung der öffentlichen Hand gleichzeitig gesenkt werden. Qualitätsunterschiede erklären den hohen Außenhandelsüberschuss nicht: Wie *Vandenbussche* (2014) zeigt, liegt die Qualität deutscher Exporte im Mittelfeld der EU-Länder, übertroffen von jener der nordischen Länder. Die Qualität deutscher Exporte ist auch jener der Ausfuhr Frankreichs, Großbritanniens, Italiens und Österreichs nicht überlegen.

Wegen des hohen Außenhandelsüberschusses können sich in Deutschland der private und der öffentliche Sektor gleichzeitig entschulden.

Für die Zunahme der Nettoexporte dürfte vielmehr die Lohnzurückhaltung maßgebend sein. Die nominellen Lohnstückkosten stagnieren seit der Euro-Einführung, während sie in Frankreich um durchschnittlich knapp 2% pro Jahr anzogen. Da dies dem Inflationsziel der EZB entspricht, wurde in Frankreich eine angemessenere Lohnpolitik verfolgt als in Deutschland. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit und die Weltmarktanteile französischer Exporte nahmen dadurch aber kontinuierlich ab. Diese jahrelange Divergenz verfestigte die Dichotomie zwischen Schuldner- und Gläubigerländern und trägt zu den ungünstigen Wachstumsaussichten bei: Einerseits werden die Löhne in Frankreich, Italien und Spanien zwar weniger stark steigen als in Deutschland, um die Verluste an Wettbewerbsfähigkeit aufzuholen; dies dämpft aber die Binnennachfrage in diesen Ländern. Andererseits werden sich die Löhne in Deutschland zwar etwas stärker erhöhen, begünstigt durch die Einführung eines Mindestlohnes 2015. Der Leistungsbilanzüberschuss bleibt aber weiterhin hoch, da die zum Abbau des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichtes nötige Aufwertung aufgrund des Währungsverbundes nicht zur Gänze möglich ist. Wegen der Konjunkturschwäche und des zunehmenden negativen Zinsdifferentials gegenüber dem Dollar gibt der Euro-Kurs mittelfristig sogar etwas nach. Wegen des Rückganges der Nachfrage aus Schwellenländern (insbesondere aus China) fehlt den deutschen Exporten trotz der Unterbewertung der Schwung; hingegen treten die Nachteile der Unterbewertung (zu niedrige Nachfrage nach Exporten der anderen Euro-Länder und damit Schwächung von deren Konjunktur) immer stärker zutage. In Summe hemmt der Währungsverbund daher das Wirtschaftswachstum in den kommenden Jahren. Aufgrund der Umkehrung des Leistungsbilanzdefizits in einen Überschuss in Italien, Spanien, Portugal, Irland, Slowenien und Malta bei anhaltend hohem bzw. steigendem Überschuss in Deutschland und den Niederlanden nimmt der Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Raumes merklich zu (auf 2,7% des BIP im Durchschnitt des Prognosezeitraumes 2015/2019).

4. Ineffizienz der Justiz- und Verwaltungsbehörden hemmt Italiens Wirtschaft

In Italien, Österreichs zweitwichtigstem Exportmarkt, wird die Wirtschaftsleistung auch heuer schrumpfen. Ab 2016 ist mit einer zähen Entwicklung zu rechnen, da grundlegende Wachstumshemmnisse die Innovationskraft und die Investitionstätigkeit beeinträchtigen. Die Qualität der ordnungspolitischen Rahmenbedingungen hat sich in

Italien gemäß dem Doing-Business-Bericht der Weltbank (2014) zwar auf den 56. Platz (von 189 Ländern) verbessert, bleibt aber weit hinter anderen Euro-Ländern wie Deutschland (Rang 14), Österreich (21), Frankreich (31) oder Spanien (33) zurück, deren Position sich in den letzten zwei Jahren ebenfalls verbesserte. Die Effizienz des italienischen Justizwesens in Bezug auf die Durchsetzung vertraglicher Ansprüche in Handelsstreitigkeiten nimmt den 147. Rang ein und ist damit geringer als in manchen Entwicklungsländern. Gerade in einer Rezession, wenn die Zahl der Rechtsstreitigkeiten etwa aufgrund von Zahlungsausfällen zunimmt, kann diese Schwäche das gegenseitige Vertrauen beschädigen, die Unsicherheit erhöhen und eine Konjunkturbelebung verzögern. Gehemmt wird die Wirtschaftsentwicklung auch durch die Steuerbelastung und den hohen administrativen und zeitlichen Aufwand für die Steuerabfuhr; in dieser Kategorie nimmt Italien den 141. Rang ein. Weitere eklatante Probleme für Unternehmen betreffen laut Weltbank den Zugang zu Elektrizität und das Einholen von Baugenehmigungen.

5. Günstiger Konjunkturausblick für die USA

Regresslose Hypothekarkredite und zügige Insolvenzverfahren sorgten in den USA nach der Finanzmarktkrise für raschen Abbau des Privatschuldenüberhangs. Großzügige öffentliche Budgetdefizite wirken zudem konjunkturstabilisierend; die Staatsschuldenquote erhöht sich dadurch nicht weiter.

In den USA hält die Konjunkturerholung an. Die Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen ist seit 2009 kontinuierlich gesunken, die private Nachfrage hat sich gefestigt. Von 2009 bis 2013 ging die Verschuldung des privaten Sektors um knapp die Hälfte des Volumens zurück, um das sie zwischen 2000 und 2009 gestiegen war. Diese Verringerung erfolgte zum einen aufgrund der relativ schuldnerfreundlichen Insolvenzgesetzgebung (Gros, 2014): Im Fall der Zahlungsunfähigkeit ist mit der Übertragung der Immobilie an den Gläubiger des Hypothekarkredits die Schuld getilgt, auch wenn der Wert der Immobilie zu diesem Zeitpunkt geringer ist als die ausstehenden Schulden. In den Bundesstaaten, in denen diese regresslosen Hypothekarkredite ("non-recourse mortgages") nicht angewendet werden, sorgen zügige Privatinsolvenzverfahren für einen raschen Schuldenabbau. Diese Regelungen führten im Krisenjahr 2009 zwar zu schmerzhaften Räumungen und Zwangsvollstreckungen und zu einer hohen Belastung der Gläubiger; viele Banken meldeten Konkurs an. Damit wurde aber die Grundlage für eine rasche Konjunkturerholung bei gleichzeitigem Schuldenabbau bereitet.

Der zweite wichtige Faktor, der die Entschuldung der privaten Haushalte in den letzten Jahren ermöglichte, war die Bereitschaft des öffentlichen Sektors zu einer relativ hohen Neuverschuldung. Dieser Zusammenhang ist vor dem Hintergrund der sektoralen Finanzierungssalden einer Volkswirtschaft zu verstehen: Sind die Sparbestrebungen des privaten Sektors höher als die Konsum- und Investitionsnachfrage, dann kann eine konjunkturschonende Entschuldung nur über Kredit ans Ausland (wie in Deutschland) oder über Kredit an den Staat gelingen, wenn die Zinssätze nicht weiter sinken können. Zwar hat sich das öffentliche Defizit in den USA gegenüber dem Krisenjahr 2009 (12% des BIP) mehr als halbiert, war 2013 mit 5,7% des BIP aber weiterhin überdurchschnittlich hoch und lag deutlich über jenem des Euro-Raumes (2,9% des BIP). Auch im Prognosezeitraum 2015/2019 wird die Fiskalpolitik in den USA, gemessen an der Neuverschuldung, expansiv bleiben; der Finanzierungssaldo beträgt im Durchschnitt 4,6% des BIP. Aufgrund des soliden Wirtschaftswachstums geht die Staatsschuldenquote (2013: 123% des BIP) im Prognosezeitraum sogar etwas zurück, auf durchschnittlich 120%. Im Euro-Raum sind das Wirtschaftswachstum und die Inflation hingegen zu schwach für eine Stabilisierung der Staatsschuldenquote; sie steigt weiter von 93% auf 100% im Fünfjahresdurchschnitt, obwohl die Neuverschuldung mit durchschnittlich 1,8% des BIP pro Jahr viel geringer ist als in den USA.

Verringerte Produktivitätszuwächse und der Rückgang der Erwerbsquote dämpfen das Wachstumspotential.

Die Folgen der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise – hoher Schuldenüberhang, hohe Arbeitslosigkeit, geringe Kreditvergabe – scheinen in den USA überwunden zu sein: Die private Verschuldung nahm ab, die Arbeitslosenquote sank unter 6%, die Kreditvergabe ist intakt. Der Ausblick für die Wirtschaftsentwicklung in den kommenden fünf Jahren ist weltweit daher nirgends so gut wie in den USA. Das reale BIP wird zwischen 2014 und 2019 um 2,8% pro Jahr expandieren. Dies ist zwar deutlich mehr als in allen anderen großen Industrieländern, aber weniger als in den 1990er-Jahren. Zwei Faktoren weisen auf eine Verlangsamung des Potentialwachstums seither hin,

wonach eine Vollausslastung schon bei niedrigeren Zuwachsraten erreicht wäre: Zum einen verringerte sich der Produktivitätsfortschritt; die "Schiefergasrevolution" schloss nicht an die hohen und breit gestreuten Produktivitätssteigerungen an, welche die Innovationen in der Informationstechnologie in den 1990er-Jahren ausgelöst hatten. Zum anderen schlägt sich der demographische Wandel auch in den USA nieder. Zwar expandierte die Erwerbsbevölkerung in den letzten zehn Jahren kräftig (2004/2014 +1,1%) und wird in den kommenden fünf Jahren weiter wachsen (+0,9%). Anders als in den meisten EU-Ländern sinkt seit 2000 jedoch die Erwerbsquote; der Rückgang verstärkte sich in der Wirtschaftskrise. Hatte die Erwerbsquote 1999 noch 67% betragen (Euro-Raum 71%), so waren 2013 nur noch 63% der erwerbsfähigen Bevölkerung auf dem Arbeitsmarkt verfügbar (Euro-Raum 76%).

Übersicht 4: Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in den USA und in Großbritannien

	USA		Großbritannien	
	Ø 2009/2014	Ø 2014/2019	Ø 2009/2014	Ø 2014/2019
	Jährliche Veränderung in %			
Bruttoanlageinvestitionen, real	+ 3,3	+ 5,1	+ 3,8	+ 1,8
Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	+ 1,0	+ 0,9	+ 0,8	+ 0,8
BIP, real	+ 2,2	+ 2,8	+ 1,8	+ 1,9
BIP pro Kopf, real	+ 1,4	+ 2,1	+ 1,0	+ 1,3
Verbraucherpreise	+ 2,0	+ 1,9	+ 2,9	+ 1,1
Real-effektiver Wechselkurs	- 0,9	+ 0,7	+ 2,2	+ 1,5
	Ø 2010/2014	Ø 2015/2019	Ø 2010/2014	Ø 2015/2019
	In %			
Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen	8,0	5,4	7,5	6,5
Zinssatz langfristig	2,5	3,7	2,8	3,1
Weltmarktanteil der Exporte	10,6	10,6	3,8	3,6
	In % des BIP			
Leistungsbilanzsaldo	- 2,7	- 2,0	- 3,4	- 1,6
Finanzierungssaldo des Staates	- 8,4	- 4,6	- 7,4	- 2,8
Staatsschuld, brutto	120	120	83	90

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

6. Wirtschaftswachstum schwächt sich in China ab, bleibt aber eines der weltweit höchsten

Der Einbruch der internationalen Nachfrage 2009 traf China besonders, da das starke Wirtschaftswachstum von hohen Außenhandelsüberschüssen abhing. Um dem entgegenzuwirken, wird die Konjunktur seit Jahren mit öffentlichen Investitionen gestützt. Diese Impulse wurden vor allem auf regionaler und lokaler Ebene gesetzt, zu einem großen Teil über ausgelagerte Zweckgesellschaften ("Schattenbanken"), um strenge Regeln im regulären Bankwesen zu umgehen. Dadurch entstanden beträchtliche Fehlallokationen, Überkapazitäten und Überschuldung, welche die Wirtschaftsentwicklung nun zunehmend belasten. Die Grenzerträge von Investitionen, die 2013 ein Rekordausmaß von knapp 47,5% des BIP erreichten, nehmen ab. Dies betrifft vor allem den Immobilienboom, ganze Stadtteile bleiben mittlerweile unbewohnt. Eine "harte Landung", also eine durch exzessive Kreditvergabe und Überhitzung des Immobiliensektors ausgelöste Finanzmarktkrise, erscheint aus heutiger Sicht aber nicht wahrscheinlich: Aufgrund der hohen gesamtwirtschaftlichen Ersparnisse entstanden beträchtliche Fremdwährungsreserven, sodass auch größere Kreditausfälle ohne außenwirtschaftliche Verwerfungen (Kapitalflucht) bewältigt werden können. Zudem sind die strengen Kreditvorschriften zwar mitverantwortlich für das Erstarken des Schattenbankensystems, sie verringern aber das Risiko einer Krise der regulären Banken.

Ein weiterer Faktor im Übergang vom export- zum investitionsgetriebenen Wachstum ist die Aufwertung des Yuan. Real-effektiv gewann er seit 2005 rund 40% an Wert, gegenüber dem Dollar 35%; der Leistungsbilanzüberschuss sank von über 10% des BIP im Jahr 2007 auf 2% 2013. Im Prognosezeitraum wird der real-effektive Wechselkurs weiter steigen (durchschnittlich +3,1% pro Jahr), der Leistungsbilanzsaldo wird

Expansive Impulse lokaler Gebietskörperschaften stützen zwar in China die Konjunktur, sorgen aber auch für erhebliche Fehlallokationen.

Mit steigenden Löhnen und zunehmendem Wohlstand wertet der Yuan auf.

unter 1% des BIP sinken. Diese Entwicklung geht einher mit kräftigen Lohnsteigerungen und einer Stärkung der Mittelschicht. Zwischen 2002 und 2012 erhöhten sich die Löhne und Gehälter pro Kopf um durchschnittlich 14% pro Jahr, im Prognosezeitraum 2015/2019 beträgt der Zuwachs knapp 9% pro Jahr. Das Wirtschaftswachstum schwächt sich von 8,5% p. a. in den vergangenen fünf Jahren auf 6,4% p. a. im Prognosezeitraum ab, bleibt damit aber weltweit eines der höchsten.

Übersicht 5: Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in den MOEL 5 und Russland

	MOEL 5 ¹⁾		Russland	
	Ø 2009/2014	Ø 2014/2019	Ø 2009/2014	Ø 2014/2019
	Jährliche Veränderung in %			
Bruttoanlageinvestitionen, real	+ 1,8	+ 4,3	+ 3,5	+ 4,7
Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	- 0,3	- 0,4	- 0,5	- 1,0
BIP, real	+ 2,1	+ 2,9	+ 2,8	+ 2,5
BIP pro Kopf, real	+ 2,1	+ 2,9	+ 3,0	+ 2,7
Verbraucherpreise	+ 2,3	+ 1,8	+ 6,9	+ 5,2
Real-effektiver Wechselkurs	-	-	+ 1,3	+ 3,7
	Ø 2010/2014	Ø 2015/2019	Ø 2010/2014	Ø 2015/2019
	ln %			
Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen	9,6	8,2	6,0	5,9
Zinssatz langfristig	4,7	3,9	8,2	8,1
Weltmarktanteil der Exporte	3,0	3,1	2,4	2,2
	ln % des BIP			
Leistungsbilanzsaldo	- 2,0	- 1,1	3,7	- 0,0
Finanzierungssaldo des Staates	- 3,1	- 2,0	- 0,2	- 1,5
Staatsschuld, brutto	55	53	9	12

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO. - 1) Polen, Slowakei, Slowenien, Tschechien, Ungarn.

7. Indien schöpft Wachstumspotential nicht aus

In Indien wächst die Wirtschaft in den kommenden Jahren um durchschnittlich 6,2% p. a. – im Gegensatz zu China auf der Grundlage einer anhaltend dynamisch expandierenden Erwerbsbevölkerung und eines geringeren Produktivitätsfortschrittes. Von China unterscheidet Indien auch das Defizit in der Leistungsbilanz. 2013 ergaben sich deshalb hohe Kapitalabflüsse, nachdem die Notenbank der USA eine Straffung der Geldpolitik angekündigt hatte. Nicht zuletzt aufgrund der professionellen Handhabung durch die indische Zentralbank erholte sich die Wirtschaft aber rasch. Die Erwartungen an die neue Regierung bezüglich Handelserleichterungen und Bürokratieabbau wurden bisher allerdings nicht erfüllt. Ein höheres Entwicklungspotential, das Indien angesichts des geringen Pro-Kopf-Einkommens aufweist, bleibt ungenutzt.

8. Jahrelange Bilanzrezession in Japan geht zu Ende

Die Unternehmen dürften in Japan erstmals seit 1999 wieder Nettoschuldner werden, die Mehrwertsteuererhöhung bleibt ein Konjunkturrisiko.

Japan dürfte in den kommenden Jahren die weltweit bisher einzigartige Phase sektoraler Verschuldungs- und Entschuldungsprozesse überwinden: Der durch den Immobilienpreisverfall Anfang der 1990er-Jahre entstandene Schuldenüberhang und die zögerliche wirtschaftspolitische Reaktion darauf veranlassten die Unternehmen zu einer jahrelangen Phase der Entschuldung. Da die Nominalzinssätze nicht unter 0% sinken können und die Bilanzrezession (Schuldenabbau durch Investitionszurückhaltung) wegen des Nachfrageausfalls eine Deflation hervorrief (während Inflation für den Schuldenabbau notwendig gewesen wäre), erfolgte die Entschuldung der Unternehmen auf Kosten einer steigenden Staatsverschuldung. Die realen Bruttoanlageinvestitionen sanken zwischen 1991 und 2010 um 25%, in den USA wurden sie im selben Zeitraum um 70% ausgeweitet, im Euro-Raum um 46%. Seit 1999 ist der japanische Unternehmenssektor Nettogläubiger. Umgekehrt schwollen die Staatsschulden Japans von 65% des BIP im Jahr 1991 auf 222% im Jahr 2013 an. Seit 2010 verringert

sich der Finanzüberschuss der Unternehmen jedoch, die Bruttoanlageinvestitionen nahmen in den letzten fünf Jahren um durchschnittlich 2,2% pro Jahr zu. Die akkommodierende Wirtschaftspolitik könnte dazu beitragen, dass die Kreditnachfrage in den nächsten Jahren tatsächlich anzieht. Gedämpft wird der Ausblick durch die geplante zweite Stufe der Anhebung des Mehrwertsteuersatzes von 8% auf 10%, die von Oktober 2015 auf April 2017 verschoben wurde. Die zunehmende Kreditnachfrage der Unternehmen wird den Staatshaushalt entlasten, die Neuverschuldung der öffentlichen Hand von durchschnittlich 8,6% des BIP pro Jahr auf 3,7% abnehmen. Das reale BIP expandiert mittelfristig um 1% pro Jahr.

9. Rohölpreis- und Währungsschock belasten die Wirtschaft in Russland

Der Rohölpreisverfall belastet die russische Wirtschaft sehr. Die vorliegende Prognose unterstellt für das Jahr 2015 einen durchschnittlichen Rohölpreis von 75 \$ je Barrel. Dies hat einen realen BIP-Rückgang um 1,6% zur Folge. Bei einem Rohölpreis von nur 55 \$ würde die Wirtschaftsleistung um knapp 4% schrumpfen. Mittelfristig wird die Konjunktur träge sein, da die Exporterlöse bei hohen Rohstoffpreisen in der Vergangenheit – ähnlich wie in Brasilien – Defizite der Wirtschaftsstruktur überlagerten.

Problematisch wäre ein anhaltend niedriger Rohölpreis auch für den Staatshaushalt: Um ein ausgeglichenes Budget zu ermöglichen, müsste Rohöl etwa 115 \$ je Barrel kosten (NIESR, 2013); in den kommenden Jahren wird das Budgetdefizit durchschnittlich 1,5% des BIP betragen. In einem Alternativszenario mit einem Rohölpreis von 55 \$ im Jahr 2015 und einem allmählichen Anstieg auf 90 \$ im Jahr 2019 würde das jährliche Defizit über 3% des BIP erreichen. Die Finanzierungserschwernisse aufgrund der Wirtschaftssanktionen könnten dann Refinanzierungsprobleme oder gar die Verweigerung von Zahlungen durch den russischen Staat zur Folge haben. Zwar sind Russlands Staatsschulden mit unter 10% des BIP relativ gering, aber rund ein Drittel davon wird von ausländischen Investoren gehalten. Die Auslandsverschuldung des privaten Sektors ist etwa zehnmal so hoch wie die des Staates; insgesamt ist die russische Volkswirtschaft damit zu rund 35% des BIP gegenüber ausländischen Gläubigern verschuldet. Zahlungsausfälle von Unternehmen würden vor allem die in Russland tätigen Banken schwer belasten.

Ein anhaltend niedriger Rohölpreis könnte in Russland Zahlungsausfälle bewirken und die Banken stark belasten.

Übersicht 6: Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in Indien und China

	Indien		China	
	Ø 2009/2014	Ø 2014/2019	Ø 2009/2014	Ø 2014/2019
	Jährliche Veränderung in %			
Bruttoanlageinvestitionen, real	+ 6,6	+ 5,7	+ 8,9	+ 6,4
Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	+ 1,7	+ 1,4	+ 0,4	- 0,2
BIP, real	+ 6,4	+ 6,2	+ 8,5	+ 6,4
BIP pro Kopf, real	+ 5,0	+ 5,0	+ 7,8	+ 5,9
Verbraucherpreise	+ 9,5	+ 6,1	+ 3,2	+ 2,9
Real-effektiver Wechselkurs	+ 3,0	+ 2,6	+ 3,3	+ 3,1
	Ø 2010/2014		Ø 2015/2019	
	In %			
Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen	5,7	5,7	4,1	3,8
Zinssatz langfristig	8,2	7,9	3,8	5,1
Weltmarktanteil der Exporte	2,3	2,5	9,9	10,7
	In % des BIP			
Leistungsbilanzsaldo	- 3,3	- 1,5	2,6	0,9
Finanzierungssaldo des Staates	- 5,2	- 3,5	- 0,9	- 3,9
Staatsschuld, brutto ¹⁾	51	47	16	24

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO. – ¹⁾ Zentralstaat.

Die Abwertung des Rubels erhöht das Ausfallrisiko von Fremdwährungsschulden, mildert aber den Rückgang der Exporterlöse und der Staatseinnahmen.

Parallel zum Rohölpreisverfall verlor der Rubel seit dem Einsetzen der Wirtschaftssanktionen der USA und der EU im August 2014 kontinuierlich an Wert. War der Wechselkurs in der ersten Jahreshälfte 2014 um 35 Rubel je Dollar geschwankt, so stieg er im Dezember auf 55 Rubel, zwischenzeitlich sogar auf über 70 Rubel je Dollar. Die Abwertung wird von der Zentralbank nur zögerlich bekämpft, obwohl der Leistungsbilanzüberschuss der vergangenen Jahre (durchschnittlich 3,7% des BIP pro Jahr) hohe Fremdwährungsreserven generierte; möglicherweise misst sie den positiven Effekten der Abwertung höheres Gewicht bei als der preistreibenden Wirkung und den Zahlungsausfällen von Fremdwährungsschulden. Immerhin wird Rohöl in Dollar abgerechnet, sodass der Preisrückgang durch eine äquivalente Abwertung kompensiert wird. Dieser Effekt ist nicht nur für die russische Mineralölindustrie günstig, die Schwäche des Rubels dämpft auch die negativen Auswirkungen des Rohölpreisverfalls auf den Staatshaushalt. In einem erweiterten Alternativszenario, in dem der mittelfristige Wechselkurs von 40 Rubel auf 55 Rubel je Dollar verringert wird, ist die Jahreswachstumsrate des realen BIP um 0,2 Prozentpunkte höher und das öffentliche Budgetdefizit um 0,7% des BIP pro Jahr geringer. Diese günstigen Effekte würden jedoch mit einer sehr hohen Inflationsrate erkaufte: Der Preisaufrtrieb, der im Basisszenario 5,2% pro Jahr beträgt und im Alternativszenario eines niedrigeren Rohölpreises auf 5,0% sinkt, würde durch die Rubel-Schwäche auf knapp 13% im Jahresdurchschnitt anschwellen. Zudem erschwert die Abwertung die Tilgung von Fremdwährungsschulden und erhöht somit die Zahlungsausfälle.

10. Zusammenfassung

Der markante Rückgang der Rohölpreise stärkt die Konjunktur im Euro-Raum etwas. Mittelfristig wird sie aber von Nachfragemangel und Disinflation dominiert, die auf eine am Finanzierungssaldo orientierte Fiskalpolitik und das Fehlen von Auf- und Abwertungsmöglichkeiten, insbesondere die Unterbewertung der deutschen Volkswirtschaft, zurückgehen. Der Privatschuldenüberhang lähmt die Nachfrage, während er in den USA dank rascher Insolvenzen und großzügiger öffentlicher Budgetdefizite nach der Finanzmarktkrise rasch abgebaut wurde. In China nimmt der Wohlstand stark zu, aber auch die Verschuldung. In Japan geht die investitionshemmende Entschuldung der Unternehmen in den nächsten Jahren zu Ende. Eine neue Finanzmarktkrise droht – trotz der mäßigen Auslandsverschuldung – in Russland.

11. Literaturhinweise

- Gros, D., The transatlantic growth gap, Project Syndicate, Brüssel, 2014, <http://www.project-syndicate.org/commentary/daniel-gros-attributes-america-s-edge-over-europe-to-its-faster-bankruptcy-procedures>.
- Koo, R. C., "Balance sheet recession is the reason for secular stagnation", in Teulings, C., Baldwin, R. (Hrsg.), Secular stagnation: facts, causes and cures, CEPR Press, London, 2014, S. 131-142.
- NIESR, National Institute Economic Review, 2013, (225).
- Schiman, St., "Pro-Kopf-Wachstum nur in den USA höher als vor der Krise. Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 2018", WIFO-Monatsberichte, 2013, 87(10), S. 829-842, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46976>.
- The Economist, The new economics of oil. Sheiks v Shale, London, 2014.
- Vandenbussche, H., "Quality in Exports", European Commission, Economic Papers, 2014, (528).
- Weltbank, Doing Business 2015: Going Beyond Efficiency, Washington, D.C., 2014.