

Stefan Schiman

Zuversicht in den USA, Unsicherheit im Euro-Raum, fragile Entwicklung in den Schwellenländern

Mittelfristige Prognose für die Weltwirtschaft bis 2020

Zuversicht in den USA, Unsicherheit im Euro-Raum, fragile Entwicklung in den Schwellenländern. Mittelfristige Prognose für die Weltwirtschaft bis 2020

Nach dem Konjunkturunbruch im Jahr 2015 wird Chinas Wirtschaft auch in den kommenden Jahren langsamer wachsen. Dies hält die Rohstoffpreise mittelfristig niedrig und erschwert so die Erholung in Russland und Brasilien, wo zukunftssträchtige Investitionen während der Rohstoffpreishausschläge vernachlässigt wurden. Auch im Euro-Raum dämpft die geringe Investitionstätigkeit die Wachstumschancen. Das Fehlen wirtschaftspolitischer Koordinationsmechanismen erhöht die Unsicherheit, und die nationalstaatlich orientierte Wirtschaftspolitik verstärkt die Divergenz der Wirtschaftsentwicklung. In den USA sind die Wachstumsmöglichkeiten besser, da die Folgen der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise durch eine geschickt kombinierte Geld- und Fiskalpolitik überwunden wurden und die Erwerbsbevölkerung wächst.

Confidence in the USA, Uncertainty in the Euro Area, Fragility in the Emerging Markets. Medium-term Forecast for the World Economy until 2020

After the cyclical reversal in 2015, the Chinese economy will grow at a slower pace also in the years to come. This keeps commodity prices down over the medium term and complicates recovery in Russia and Brazil where forward-looking investment had been neglected while raw material prices were booming. Sluggish investment is also compromising growth opportunities in the euro area. The lack of policy co-ordination heightens economic uncertainty, and priority given to respective national policy goals reinforces divergence of developments. Better are growth perspectives in the USA, where the financial market crisis and the Great Recession and its consequences were overcome by a skilful mix of monetary and fiscal policy, and where the momentum of demand and output is driven by a growing labour force.

Kontakt:

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

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

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)

Die Bruchstellen im Gefüge der Weltwirtschaft, die von der weltweiten Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise offengelegt wurden, prägen die Wachstumstendenzen auch in den kommenden Jahren. Zwei negative Impulse verdienen hier besondere Beachtung: die investitionshemmende Unsicherheit im Euro-Raum und die Fragilität der Entwicklung in den Schwellenländern. Im Euro-Raum fehlt es an wirtschaftspolitischen Instrumenten, um die im Gefolge der Rezession entstandene Krise und die Divergenz der Mitgliedsländer nachhaltig zu lösen. Grundlegende Konstruktionsfehler der Währungsunion, insbesondere ein Mangel an Ausgleichs- bzw. Stabilisierungsmechanismen in der Lohn- und Fiskalpolitik, bleiben bestehen. Daher ist die Unsicherheit weiterhin hoch und die Investitionsdynamik schwach. Das Wirtschaftswachstum wird mittelfristig 1,4% p. a. betragen.

Ein weiterer Impuls geht von den Schwellenländern aus. In China schwächte sich die Expansion der Sachgütererzeugung heuer empfindlich ab. Dies steht in direkter Verbindung mit den Entwicklungen seit 2007: Die Exportzuwächse, die aufgrund der weltweiten Wirtschaftskrise eingebrochen waren, wurden durch massive staatliche Investitionsprogramme ersetzt. Die Überproduktion wurde nun korrigiert mit entsprechend dämpfenden Effekten auf den Welthandel und die Rohstoffpreise. Da der Dienstleistungssektor in China mittlerweile eine wichtige Rolle spielt und die Behörden noch einigen Interventionsspielraum haben, wird die aktuelle Flaute zwar rasch

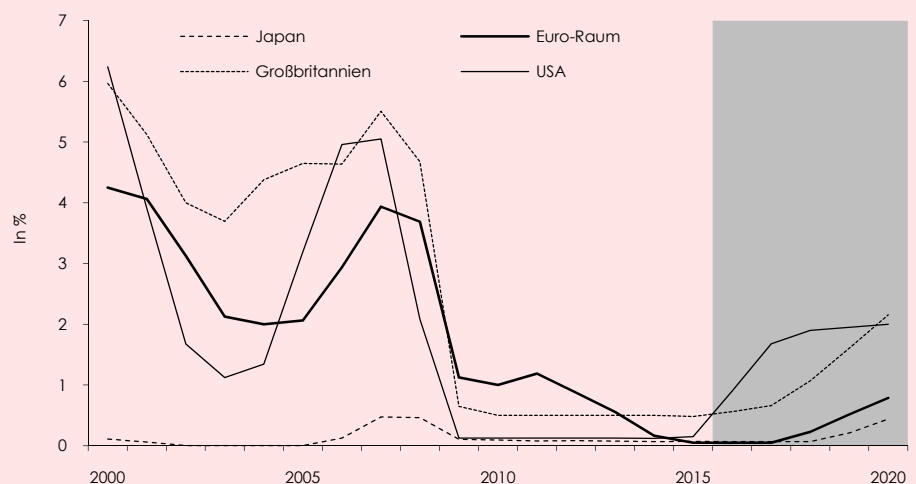
überwunden werden, die Wachstumsraten sind aber im Prognosezeitraum mit +6% p. a. geringer als in der Vergangenheit. Der Verfall der Rohstoffpreise belastet darüber hinaus die rohstoffexportierenden Länder, insbesondere Russland und Brasilien: Die Investitionsversäumnisse während der Rohstoffpreishausse ("Dutch Disease") mindern die mittelfristigen Wachstumschancen (+1,7% p. a. bzw. +1,3% p. a.). Indiens Wirtschaft als Rohstoffimporteur profitiert hingegen von der Verbilligung und kann, sofern die Zinswende in den USA nicht neuerliche Finanzmarkturbulenzen nach sich zieht, mittelfristig mit +7,2% p. a. kräftiger wachsen als Chinas Wirtschaft.

Übersicht 1: Internationale Rahmenbedingungen

	Ø 2000/2005	Ø 2005/2010	Ø 2010/2015	Ø 2015/2020
Jährliche Veränderung in %				
BIP, real				
Welt	+ 3,9	+ 3,9	+ 3,5	+ 3,6
USA	+ 2,5	+ 0,8	+ 2,0	+ 2,5
Japan	+ 1,2	+ 0,3	+ 0,7	+ 1,0
EU	+ 1,9	+ 0,9	+ 1,0	+ 1,7
Euro-Raum	+ 1,6	+ 0,8	+ 0,5	+ 1,4
Deutschland	+ 0,5	+ 1,2	+ 1,6	+ 1,3
MOEL 5 ¹⁾	+ 3,7	+ 3,3	+ 2,3	+ 2,7
China	+ 9,8	+ 11,2	+ 7,8	+ 6,0
Welthandel (Waren), real	+ 5,1	+ 3,5	+ 2,8	+ 3,2
Weltmarkt-Rohstoffpreise ²⁾	+ 11,8	+ 8,7	- 7,3	+ 4
Ohne Rohöl	+ 7,0	+ 10,7	- 5,7	+ 1
Ø 2001/2005 Ø 2006/2010 Ø 2011/2015 Ø 2016/2020				
\$ je €				
Wechselkurs	1,09	1,36	1,29	1,15
\$ je Barrel				
Erdölpreis (Brent)	34	75	97	65

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO. – 1) Polen, Slowakei, Slowenien, Tschechien, Ungarn. – 2) Auf Dollarbasis, 2010 = 100.

Abbildung 1: Entwicklung der Leitzinssätze bis 2020



Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

In den USA sind die Wachstumsperspektiven, gemessen an dem bereits sehr hohen Pro-Kopf-Einkommen, weltweit weiterhin am besten (+2,5% p. a.). Die Folgen der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise – Schuldenüberhang im privaten Sektor, hohe Arbeitslosigkeit, geringe Kreditvergabe – wurden durch eine geschickt kombinierte

Geld- und Fiskalpolitik überwunden. In den kommenden Jahren bleibt die Fiskalpolitik expansiv ausgerichtet, die Zinssätze werden entsprechend der soliden Wirtschaftslage schrittweise angehoben. Umgekehrt schränken im Euro-Raum Verschärfungen der Fiskalregeln den Spielraum der öffentlichen Hand weiter ein, die Geldpolitik bleibt aufgrund des trägen Wachstums und des geringen Preisauftriebes locker. Ihre realwirtschaftliche Wirkung ist aber, abgesehen von der Schwächung des Euro, gering, da sie nicht durch fiskalische Impulse ergänzt wird.

Die vorliegende Prognose erstreckt sich über den Zeitraum 2016/2020 und wurde mit dem makroökonomischen Weltmodell von Oxford Economics (Global Economic Model) erstellt. Es umfasst insgesamt 77 Länder; 47 davon werden detailliert abgebildet, darunter China, USA, die meisten EU-Länder, Indien, Japan, Russland und Brasilien.

1. China-Krise und Kapitalabflüsse belasten den Welthandel

Der weltweite Warenhandel dürfte 2015 real kaum wachsen. Vor dem Sommer 2015 gingen die Prognosen noch von einer Steigerung um mehr als 3% aus (WTO, 2015, Schiman, 2015B). Die sich nun abzeichnende Stagnation ist vor allem auf den Einbruch der Lieferungen nach und aus Asien zurückzuführen. Insbesondere in China vollzog sich der Wirtschaftsabschwung stärker und abrupter, als es in der mittelfristigen WIFO-Prognose für die Weltwirtschaft vom Jänner 2015 (Schiman, 2015A) abzusehen war, vor allem im Bereich der Sachgütererzeugung. Laut einer Analyse von Oxford Economics, mit dessen makroökonomischen Weltmodell die vorliegende Prognose erstellt wurde, dürfte die chinesische Wirtschaft im 1. Halbjahr 2015 gegenüber dem Vorjahr um nur 3% bis 4% gewachsen sein, während die VGR eine Steigerung um 7% ergibt. Nur während der Wirtschaftskrisen 2001/02 und 2008/09 hatte die weltweite Handelsdynamik stärker nachgelassen, geringer als heuer war die Abschwächung hingegen während der Zahlungsbilanzkrisen in den 1990er-Jahren in Mexiko, Südostasien und Russland. Nun geht ein signifikanter Welthandelsschock erstmals von den Schwellenländern aus: Neben der Krise in China belastet auch die aktuelle Rezession in Russland und Brasilien mit erheblichen Kapitalabflüssen den weltweiten Warenhandel. Zudem wird angesichts der Zinssatzerhöhungen in den USA weiter Kapital aus den Schwellenländern abgezogen und die Finanzierung ihres Außenhandels dadurch erschwert.

Die Dynamik des Welthandels dürfte sich zwar rasch erholen, mittelfristig aber nicht wesentlich verstärken.

Mittelfristig wird der Welthandel um durchschnittlich 3,2% p. a. wachsen. Diese Prognose verbindet die historische Beobachtung der relativ zügigen Erholung der Handelsdynamik nach einem Schock mit der Annahme, dass sich das Wachstum der Schwellenländer im Prognosezeitraum nicht nennenswert beschleunigt.

2. Rohölpreis bleibt niedrig

Vor diesem Hintergrund muss die Bewertung des Rohölpreisverfalls, der in der zweiten Jahreshälfte 2014 einsetzte und bis Anfang 2015 anhielt, etwas angepasst werden. Die mittelfristige WIFO-Prognose der Weltwirtschaft vom Jänner 2015 berücksichtigte zwar die Konjunkturabkühlung in China als eine der Ursachen des Rohölpreisrückganges (neben der Angebotsausweitung durch Fracking in den USA) und erwartete eine Aufwärtskorrektur in den kommenden Jahren, weil ein Überschießen nach unten unterstellt wurde. Im Lichte der substanziellen Konjunktüreintrübung in China scheint ein nennenswertes Anziehen der Preise von Rohöl, aber auch von anderen Industrierohstoffen aus heutiger Sicht hingegen weniger realistisch, zumal sich das Wachstum in den Schwellenländern in den kommenden Jahren nicht wesentlich beschleunigen wird. Gleichzeitig ist keine Verknappung des Angebotes abzusehen, da Fracking aufgrund von Effizienzsteigerungen auch bei niedrigem Rohölpreis rentabel zu sein scheint und die traditionellen Erdölförderländer mittels Preiswettbewerb versuchen, Marktanteile zu halten. Die mittelfristige Prognose des Rohölpreises wird daher von durchschnittlich 95 \$ je Barrel (2015/2019) auf 65 \$ für den Zeitraum 2016/2020 gesenkt.

3. Euro-Raum: Konstitutionelle Mängel der Währungsunion trüben Investitionsumfeld

Die Konjunktur verläuft im Euro-Raum regional sehr unterschiedlich. Das Wachstum ist, außer in Deutschland, vor allem durch Nachholeffekte von Rückschlägen früherer Krisen geprägt: In Irland, Spanien und Portugal werden die Einkommensverluste, die durch die Zahlungsbilanzkrise und die anschließende Austeritätspolitik verursacht wurden, wettgemacht. In den anderen Euro-Ländern ist das Wachstum träge, die Arbeitslosigkeit geht nur langsam zurück, und die Inflationsrate ist äußerst niedrig. Die Trias aus geringem Wachstum, hoher Unterauslastung (des Faktors Arbeit) und mangelndem Preisauftrieb zeigt, dass die Wachstumsschwäche von einem Fehlen an gesamtwirtschaftlicher Nachfrage verursacht wird.

Die Nachfrageschwäche hat ihre Wurzeln in den Vermögens- und Einkommensverlusten seit 2007, die die privaten Haushalte und Unternehmen veranlassten, ihre Sparanstrengungen zu erhöhen. Um die Nachfrageeinschränkung zu kompensieren, war die fiskalische Expansionskraft aber zu gering. Dies ist einerseits darauf zurückzuführen, dass die Einhaltung von Fiskalregeln und das Erreichen selbstgesteckter Budgetziele einer antizyklischen Wirtschaftspolitik vorgezogen wurden. Andererseits sind die Euro-Länder in ihrer fiskalischen Handlungsfähigkeit faktisch beschränkt, da sie mangels einer souveränen Geldpolitik anfälliger für Zahlungsbilanzkrisen sind. Dieses Defizit in der Konstitution des Euro-Raumes hat sich durch das veränderte Rollenverständnis der EZB als "lender of last resort" zwar verringert, die Vorbehalte gegen koordinierte expansive Maßnahmen blieben aber bestehen. Da die dämpfenden Effekte des Sparparadoxons (die Sparbemühungen des privaten Sektors gelingen nicht) selbstverstärkend wirken, wenn ein exogener Impuls ausbleibt, belastet dies den mittelfristigen Ausblick für den Euro-Raum.

Übersicht 2: Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung im Euro-Raum und in Japan

	Euro-Raum		Japan	
	Ø 2010/2015	Ø 2015/2020	Ø 2010/2015	Ø 2015/2020
Jährliche Veränderung in %				
Bruttoanlageinvestitionen, real	- 0,4	+ 2,0	+ 2,3	+ 1,0
Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	+ 0,0	- 0,1	- 1,1	- 0,9
BIP, real	+ 0,5	+ 1,4	+ 0,7	+ 1,0
BIP pro Kopf, real	+ 0,4	+ 1,3	+ 0,8	+ 1,3
Verbraucherpreise	+ 1,4	+ 0,6	+ 0,7	+ 0,8
Real-effektiver Wechselkurs	- 2,6	- 0,1	- 7,2	- 3,8
In %				
Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen	11,3	10,1	4,0	3,5
Zinssatz langfristig	2,9	2,6	0,7	0,3
Weltmarktanteil der Exporte	28,5	27,6	4,5	4,6
In % des BIP				
Leistungsbilanzsaldo	1,6	2,3	1,4	1,5
Finanzierungssaldo des Staates	- 3,0	- 1,5	- 8,2	- 3,9
Staatsschuld, brutto	90,2	93,5	220	233

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Die lockere Geldpolitik der EZB beeinflusst den Preisauftrieb kaum. Wegen strengerer Fiskalregeln geraten die öffentlichen Haushalte weiter unter Druck.

Ein Wirkungskanal dieses selbstverstärkenden Mechanismus ist die Inflation: Die Nachfrageschwäche verlangsamte den Preisauftrieb, die Kernrate (Inflationsrate ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel) lag zuletzt weiterhin unter 1%. Dies erschwert den Schuldenabbau und erhöht die Realzinssätze, wodurch die Rentabilität von Investitionen sinkt. Dies dämpft die Nachfrage zusätzlich. Nicht zuletzt wegen dieser sich selbst verstärkenden negativen Effekte strebt die EZB eine Beschleunigung des Preisauftriebes an. Da sie dieses Ziel mit den herkömmlichen Instrumenten nicht erreicht, begann sie im März 2015, in großem Umfang Staatsanleihen der Euro-Länder anzukaufen. Diese Maßnahme hat unterschiedliche Effekte: Erstens wird die Finanzwirtschaft entlastet – die Nachfrage der EZB nach Staatsanleihen erhöht deren Preis und verbessert somit die Vermögensposition von Banken und Versicherun-

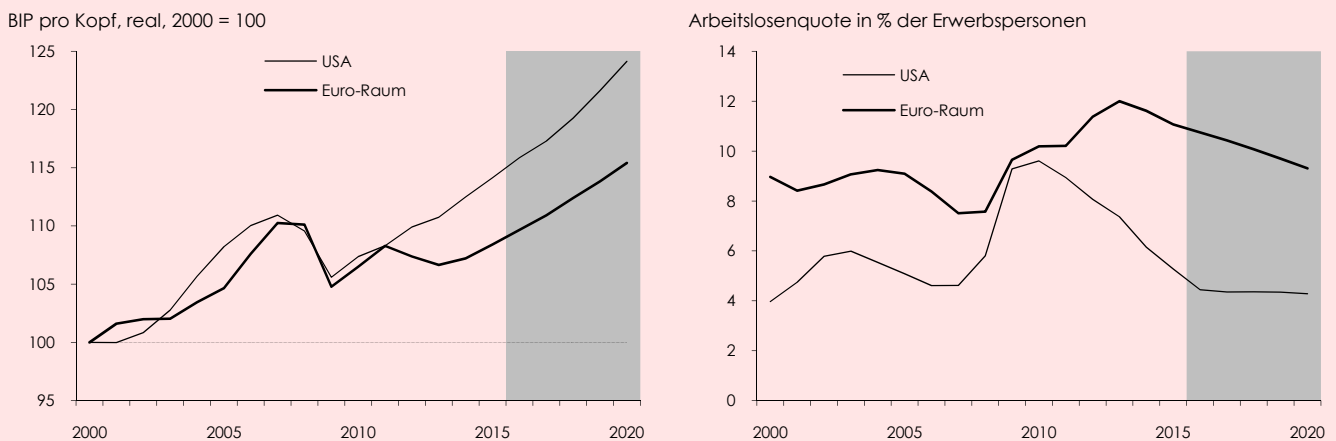
gen, die diese Anleihen halten bzw. an die EZB abtreten. Zweitens sinkt der Außenwert des Euro aufgrund der Verteuerung der in Euro notierenden festverzinslichen Wertpapiere, die umgekehrt eine Verringerung ihrer Renditen bedeutet. Davon profitieren Exportunternehmen, sofern der positive Effekt auf die Nachfrage nach ihren Erzeugnissen die Verteuerung der in fremder Währung zugekauften Vorleistungen überwiegt. Drittens verbessern sich die Refinanzierungsbedingungen von Unternehmen, da sich nicht nur die Preise von Staatsanleihen, sondern über Portfolioeffekte auch jene anderer Vermögenswerte wie Unternehmensanleihen und Aktien erhöhen. Viertens wird die Neuverschuldung erleichtert.

Diese Erleichterung nehmen die Euro-Länder nicht in Anspruch; sie verringern die Neuverschuldung sogar. Mittelfristig schränken Verschärfungen der Fiskalregeln die Fiskalkapazitäten der Staaten zusätzlich ein. Gemäß der neuen Defizitregel darf das um Konjunktur- und Einmaleffekte bereinigte Budgetdefizit eines Euro-Landes höchstens 0,5% des BIP betragen. Ferner muss die Schuldenquote jährlich um ein Zwanzigstel des Überhangs über 60% des BIP verringert werden. Außer der bereits eingetretenen Euro-Abwertung werden die Staatsanleihenkäufe der EZB daher keinerlei weitere expansive und in der Folge inflationstreibende Wirkung haben.

Auch andere zentrale Wachstumshemmnisse im Euro-Raum werden nicht kurzfristig beseitigt. Die Wirtschaftspolitik priorisiert in der EU angebotsseitige Reformmaßnahmen auf nationalstaatlicher Ebene, das Problem der Nachfragerlücke wird dadurch jedoch nicht gelöst. Aber auch die Mängel der wirtschaftspolitischen Architektur der Währungsunion werden auf absehbare Zeit nicht behoben. Erforderlich wäre eine Vertiefung der Währungsunion, um das Fehlen der geld- und währungspolitischen Souveränität der Teilnehmerländer zu kompensieren und eine effektive Stabilisierungspolitik zu erzielen. In diesem schwachen institutionellen Umfeld bleibt die Unsicherheit hoch, sodass die Bruttoanlageinvestitionen mittelfristig um nur 2% p. a. wachsen, obwohl angesichts der schleppenden Dynamik in den vergangenen fünf Jahren bereits ein beträchtlicher Bedarf an Ersatzinvestitionen entstanden ist.

Die nationalstaatlich orientierte Wirtschaftspolitik behebt die Wachstumsschwäche nicht.

Abbildung 2: Pro-Kopf-Einkommen und Arbeitslosenquote in den USA und im Euro-Raum



Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Makroökonomischen Herausforderungen wird weiterhin auf Länderebene begegnet, ohne die Implikationen für den Euro-Raum als gesamtheitlichen Wirtschaftsraum ausreichend zu berücksichtigen. Dies trübt aber nicht nur das Investitionsumfeld insgesamt, sondern lässt auch Ungleichgewichte innerhalb des Euro-Raumes bestehen. So drehte sich zwar der Leistungsbilanzsaldo in vielen Ländern krisenbedingt ins Positive, aber der hohe Überschuss Deutschlands verringerte sich nicht; ein Ausgleich der Außenhandelsungleichgewichte innerhalb des Euro-Raumes blieb aus. Zudem wird Deutschlands Überschuss mittelfristig hoch bleiben, da die Möglichkeit einer Aufwertung aufgrund des Währungsverbundes fehlt und es innerhalb des Währungsraumes keine geeigneten Mechanismen gibt, um ihn zügig abzubauen. Die Nachteile der dauerhaften Unterbewertung tragen die Handelspartner in Form einer zu

niedrigen Nachfrage nach ihren Exporten. Ähnlich verhält es sich mit der Fiskalpolitik: Länder mit positivem Auslandsvermögen oder niedriger Auslandsverschuldung könnten aufgrund der geringeren Anfälligkeit für Zahlungsbilanzkrisen, mehr noch seit die EZB die Rolle der letzten Kreditinstanz ("lender of last resort") glaubhaft einnimmt, expansive fiskalische Impulse setzen, insbesondere dann – aber nicht nur – wenn ihr Staatshaushalt Überschüsse aufweist wie in Deutschland. Aufgrund der nationalstaatlichen Ausrichtung in fiskalpolitischen Belangen bleibt dieses Potential aber ungenutzt.

Aufgrund des Fortbestehens dieser konstitutionellen Mängel und der damit verbundenen Unsicherheit für das Investitionsumfeld wird die Nachfrageschwäche in den kommenden Jahren anhalten, zumal sie von den wirtschaftspolitischen Initiativen nicht behoben wird. Das Wirtschaftswachstum dürfte im Euro-Raum mittelfristig daher nur 1,4% p. a. betragen, die Inflationsrate niedrig bleiben (0,6% p. a.) und die Arbeitslosenquote nur langsam zurückgehen.

4. USA: Zinswende behindert die Expansion nicht

In den USA sind die Rahmenbedingungen für ein solides mittelfristiges Wachstum intakt.

In den USA setzt sich das zügige Wirtschaftswachstum fort. Die Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen sank in den letzten Jahren kontinuierlich: Von 2009 bis 2013 ging sie um knapp die Hälfte des Volumens zurück, um das sie zwischen 2000 und 2009 gestiegen war. Die Verringerung erfolgte zum einen aufgrund der relativ schuldnerfreundlichen Insolvenzgesetzgebung: So ist etwa bei einem Hypothekarkredit im Fall der Zahlungsunfähigkeit mit der Übertragung der Immobilie an den Gläubiger die Schuld getilgt, auch wenn der Wert der Immobilie zu diesem Zeitpunkt jenen der ausstehenden Schulden unterschreitet. Darüber hinaus sorgen zügige Privatinsolvenzverfahren für einen raschen Schuldenabbau. Neben der bereinigten Vermögensposition im privaten Sektor ist die relativ lockere Fiskalpolitik ein weiterer wichtiger Faktor für das anhaltend robuste Wirtschaftswachstum. Zwar hat sich das öffentliche Defizit in den USA gegenüber dem Krisenjahr 2009 (12% des BIP) mehr als halbiert, es war 2014 mit 5,0% des BIP aber weiterhin überdurchschnittlich hoch und lag deutlich über jenem des Euro-Raumes (2,4% des BIP). Im Prognosezeitraum wird die Fiskalpolitik, gemessen an der Neuverschuldung, weiterhin expansiv bleiben; der Finanzierungssaldo beträgt im Durchschnitt –4,6% des BIP.

Übersicht 3: Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in den USA und in Großbritannien

	USA		Großbritannien	
	Ø 2010/2015	Ø 2015/2020	Ø 2010/2015	Ø 2015/2020
	Jährliche Veränderung in %			
Bruttoanlageinvestitionen, real	+ 3,9	+ 4,5	+ 4,0	+ 4,3
Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	+ 1,1	+ 1,0	+ 0,8	+ 1,0
BIP, real	+ 2,0	+ 2,5	+ 1,9	+ 2,4
BIP pro Kopf, real	+ 1,2	+ 1,7	+ 1,2	+ 1,7
Verbraucherpreise	+ 1,7	+ 2,1	+ 2,3	+ 1,3
Real-effektiver Wechselkurs	+ 2,2	- 0,4	+ 3,2	+ 0,4
	Ø 2011/2015		Ø 2016/2020	
	In %			
Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen	7,2	4,4	7,1	5,4
Zinssatz langfristig	2,3	2,6	2,4	2,9
Weltmarktanteil der Exporte	10,8	10,9	3,9	3,8
	In % des BIP			
Leistungsbilanzsaldo	- 2,5	- 1,8	- 4,2	- 3,1
Finanzierungssaldo des Staates	- 7,0	- 4,6	- 6,0	- 0,8
Staatsschuld, brutto	123	125	86,9	85,0

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Trotz der leichten Abwärtskorrektur wird für die USA das höchste Wachstum unter den Industrieländern prognostiziert. Das reale BIP wird zwischen 2015 und 2020 um 2,5% pro Jahr expandieren, die Bruttoanlageinvestitionen um 4,5% p. a. Durch die

Zunahme der Erwerbsbevölkerung um durchschnittlich 1,0% p. a. wird das Wachstumspotential gefestigt; in der EU, in China und Japan wird die Erwerbsbevölkerung hingegen schrumpfen. Aufgrund der insgesamt günstigen Wachstumsaussichten wird der Leitzinssatz in den kommenden Jahren schrittweise angehoben werden. Die Steigerung wird aber mäßig sein, da die Inflationsrisiken gering bleiben dürften. Zudem soll der Vermögenspreisinflation auf den Finanz- und Immobilienmärkten durch verstärkte Aufsicht und Regulierung entgegengewirkt werden.

5. Empfindliche Abschwächung in China und anderen großen Schwellenländern

Der Einbruch der Aktienkurse an der Börse in Shanghai in den Sommermonaten 2015 schürte die Angst vor einer neuerlichen weltweiten Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise. Durch einen Absturz der Börsenkurse verringern sich das Vermögen der privaten Haushalte und das Eigenkapital der Unternehmen mit entsprechend negativen Konsequenzen für die private Nachfrage. Diese Effekte sind für China aber vernachlässigbar, da der Anteil von Aktien am Gesamtvermögen viel geringer ist als in westlichen Industrieländern. Darüber hinaus hatte der Aktienkursboom, der dem Einbruch vorangegangen war, erst Ende 2014 eingesetzt (als die Kreditfinanzierung von Aktienkäufen zugelassen wurde) und nur wenige Monate angehalten. Aktienvermögen ist somit in China keine volkswirtschaftlich relevante Spar- und Finanzierungsform, sondern hat eher den Charakter von "Spielgeld", mit entsprechend schwachen Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Während also das Risiko von weltweiten Kettenreaktionen als gering eingestuft wird, sind die jüngsten Turbulenzen vielmehr als Ausdruck der schlechten Konjunkturlage zu verstehen. Entgegen dem Anschein robusten Wachstums, das die Steigerungsraten des realen BIP laut amtlicher Statistik unterstellen (jeweils +7,0% gegenüber dem Vorjahr in den ersten zwei Quartalen 2015), zeigen die Abschwächung des Schienengüterverkehrs, des Stromverbrauches und des Warenaußenhandels sowie die Deflation der Herstellerpreise, dass sich das Wachstum vor allem im produzierenden Bereich spürbar eingetrübt hat. Laut einer Analyse von Oxford Economics dürfte das reale BIP im 1. Halbjahr 2015 gegenüber dem Vorjahr um nur 3% bis 4% zugenommen haben.

Chinas Wirtschaft dürfte im 1. Halbjahr 2015 entgegen den amtlichen Daten gegenüber dem Vorjahr um nur 3% bis 4% gewachsen sein. Auch die offiziellen Wachstumsraten werden sich mittelfristig verringern.

Übersicht 4: Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in China und Indien

	China		Indien	
	Ø 2010/2015	Ø 2015/2020	Ø 2010/2015	Ø 2015/2020
	Jährliche Veränderung in %			
Bruttoanlageinvestitionen, real	+ 7,9	+ 5,4	+ 3,6	+ 7,2
Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	+ 0,3	- 0,2	+ 1,7	+ 1,4
BIP, real	+ 7,8	+ 6,0	+ 6,3	+ 7,2
BIP pro Kopf, real	+ 7,2	+ 5,5	+ 5,0	+ 6,0
Verbraucherpreise	+ 2,8	+ 2,0	+ 8,3	+ 3,5
Real-effektiver Wechselkurs	+ 5,4	+ 0,7	+ 2,3	- 0,7
	Ø 2011/2015		Ø 2016/2020	
	In %			
Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen	4,1	4,0	5,6	5,6
Zinssatz langfristig	3,7	2,4	8,2	6,7
Weltmarktanteil der Exporte	9,8	10,1	2,4	2,6
	In % des BIP			
Leistungsbilanzsaldo	2,3	2,8	- 2,8	- 1,9
Finanzierungssaldo des Staates	- 1,1	- 3,6	- 5,3	- 3,1
Staatsschuld, brutto ¹⁾	15,2	24,7	47,4	42,7

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

Einiges spricht aber gegen eine anhaltende Wirtschaftskrise in China: Die Dienstleistungen, die bereits mehr als die Hälfte der chinesischen Wertschöpfung ausmachen, reagieren träger als die Warenproduktion und federn den Abschwung ab. Die chinesischen Behörden verfügen – im Gegensatz zu vielen anderen Schwellenländern – noch über ausreichend Handlungsspielraum, um dem Abschwung entgegenzuwirken.

ken: Der Leitzinssatz beträgt zur Zeit 4,6%, die Mindestreservequote für große Banken 18%. Beide Werte können von der Zentralbank weiter gesenkt werden. Darüber hinaus kann die Regierung expansive fiskalische Maßnahmen ergreifen, ohne sich dem Risiko einer destabilisierenden Kapitalflucht auszusetzen, da China aufgrund von jahrelangen Leistungsbilanzüberschüssen hohe Fremdwährungsreserven angehäuft hat. Ein so umfangreiches Investitionspaket wie 2009/10 wird aber wohl nicht mehr geschnürt werden, da es erhebliche Fehlallokationen verursachte, vor allem im Bausektor, und zur Destabilisierung der Finanzmärkte beitrug. Die Impulse gingen nämlich vor allem von regionalen Gebietskörperschaften aus und wurden über ausgelagerte Zweckgesellschaften ("Schattenbanken") finanziert, um strenge Regeln im regulären Bankwesen zu umgehen. 2013 erreichten die Bruttoanlageinvestitionen nominell einen Höchstwert von 45% des BIP.

Die Wirtschaft wird mittelfristig daher weniger stark expandieren als in den vergangenen fünf Jahren, wenngleich die wirtschaftspolitischen Möglichkeiten eine rasche Erholung von der aktuellen Flaute ermöglichen. Dementsprechend werden sich auch die offiziellen Wachstumszahlen wohl weiter verringern, laut Prognose auf +6,0% p. a. im Zeitraum 2015/2020.

Die Rohstoffpreisbaisse belastet Russland und Brasilien, begünstigt aber Indien.

Das Nachlassen der Expansionsdynamik in China und der damit einhergehende Rückgang der Rohstoffpreise bergen erhebliche negative Effekte für andere Schwellenländer, darunter die zwei großen Volkswirtschaften Russland und Brasilien. Als Rohölexporteur profitierte Russland über viele Jahre vom hohen Rohölpreis. Auch das öffentliche Budget ist in großem Ausmaß von den Einnahmen im Zusammenhang mit dem Erdölgeschäft abhängig. Brasiliens Wirtschaft basiert ebenfalls zu einem großen Teil auf dem Export von Rohstoffen, deren Preise im Zuge der Nachfrageschwäche in China nachgaben. Der Rohstoffboom der vergangenen Jahre verdrängte zukunftssträchtige Investitionen in anderen Bereichen. Zudem zwingen Kapitalabflüsse und steigende Inflationsraten die Zentralbanken in diesen Ländern zu einer restriktiven Zinspolitik. Die Folgen dieser "Dutch Disease" zeigen sich nicht nur in der aktuellen Krise in beiden Ländern, sondern werden wohl auch mittelfristig nur geringe Wachstumsraten zulassen (Russland +1,7% p. a., Brasilien +1,3% p. a.).

Übersicht 5: Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in Brasilien und Russland

	Brasilien		Russland	
	Ø 2010/2015	Ø 2015/2020	Ø 2010/2015	Ø 2015/2020
	Jährliche Veränderung in %			
Bruttoanlageinvestitionen, real	- 0,3	+ 1,4	+ 0,5	+ 1,2
Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	+ 1,3	+ 1,0	- 0,6	- 1,0
BIP, real	+ 1,2	+ 1,3	+ 1,1	+ 1,7
BIP pro Kopf, real	+ 0,3	+ 0,5	+ 1,1	+ 1,8
Verbraucherpreise	+ 6,7	+ 4,8	+ 8,5	+ 4,2
Real-effektiver Wechselkurs	- 4,4	- 4,1	- 4,7	+ 4,5
	Ø 2011/2015	Ø 2016/2020	Ø 2011/2015	Ø 2016/2020
	In %			
Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen	6,2	8,1	5,7	6,9
Zinssatz langfristig	11,6	12,4	9,0	5,8
Weltmarktanteil der Exporte	1,3	1,2	2,4	2,1
	In % des BIP			
Leistungsbilanzsaldo	- 3,6	- 4,0	3,7	3,7
Finanzierungssaldo des Staates	- 4,2	- 5,2	- 0,5	- 1,1
Staatsschuld, brutto	56,9	71,1	10,7	15,4

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Indien hingegen profitiert als Rohstoffimporteuer von den niedrigen Preisen. Ein Risikofaktor ist hier die prognostizierte Zinswende in den USA. Die vorliegende Prognose unterstellt aber, dass die unmittelbaren Folgen der Zinswende weniger turbulent sind als die der Ankündigung einer Straffung der Geldpolitik 2013 durch den damaligen Fed-Präsidenten Bernanke: Sie löste erhebliche Kapitalverschiebungen und insbesondere Kapitalabflüsse aus Indien aus. Die indische Zentralbank hat aber aufgrund

der geschickten Handhabung dieser Krise an Reputation unter den Marktteilnehmern gewonnen. Unter der Annahme niedriger Rohstoffpreise und des Ausbleibens von Finanzmarkturbulenzen ergibt sich für Indien ein günstiger Wachstumsausblick von mittelfristig 7,2%.

6. Literaturhinweise

World Trade Organization, "Modest trade recovery to continue in 2015 and 2016 following three years of weak expansion", Press release, 14. April 2015, (739), https://www.wto.org/english/news_e/press15_e/pr739_e.htm.

Schiman, St. (2015A), "Verschuldungs- und Entschuldungsprozesse prägen die weltweiten Konjunkturaussichten. Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 2019", WIFO-Monatsberichte, 2015, 88(1), S. 39-50, <http://monatsberichte.wifo.ac.at/50922>.

Schiman, St. (2015B), "Steuerentlastung stärkt, Gegenfinanzierung dämpft die Konjunktur. Prognose für 2015 und 2016", WIFO-Monatsberichte, 2015, 88(7), S. 539-550, <http://monatsberichte.wifo.ac.at/58249>.