

Stephan Schulmeister

Nachhaltige Dämpfung der Weltwirtschaftsdynamik als Folge der Finanzkrise

Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 2013

Angesichts der Ausbreitung der Weltwirtschaftskrise ist eine Prognose der mittelfristigen Entwicklung besonders unsicher. In einer solchen Situation kann jede Prognose über mehrere Jahre lediglich als Skizzierung eines Szenarios begriffen werden, das nach gegenwärtigem Informationsstand und unter bestimmten Annahmen plausibel erscheint. Die vorliegende Einschätzung basiert auf folgenden Annahmen: Die Entwertung des Finanz- und Immobilienvermögens wird einen Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte in den USA erzwingen; die Geldpolitik bleibt in den kommenden Jahren expansiv, die Dollar- und Euro-Leitzinssätze werden bei etwa 1% liegen. Der Tiefpunkt der Aktienkurse und Immobilienpreise wird Mitte 2009 erreicht, der Wechselkurs des Euro wird bis 2013 auf 1,18 \$ sinken, der Erdölpreis hingegen wieder auf 73 \$ je Barrel anziehen. Unter diesen Annahmen sollte sich die Weltwirtschaft ab 2010 langsam erholen. Über den gesamten Prognosezeitraum wird die Wirtschaft in den Industrieländern um nur 1,5% pro Jahr expandieren. Dies wäre das schwächste mittelfristige Wirtschaftswachstum seit dem Zweiten Weltkrieg.

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

Seit Mitte 2007 hat sich die Finanzkrise ausgehend von den USA auf alle wichtigen Regionen der Weltwirtschaft ausgebreitet. Seit Anfang 2008 wird auch die Realwirtschaft in zunehmendem Maß von der Krise erfasst. Wie lange dieser Prozess dauert, kann derzeit nicht abgeschätzt werden. In einer solchen Situation kann jede Prognose über mehrere Jahre lediglich als Skizzierung eines Szenarios begriffen werden, das nach gegenwärtigem Informationsstand und unter bestimmten Annahmen plausibel erscheint. Ausgangspunkt ist eine Standortbestimmung und damit eine Diagnose der wichtigsten Ursachen der Finanzkrise und ihrer realwirtschaftlichen Folgen.

Zwischen 2004 und 2006 wurde die Wirtschaftsdynamik in den USA primär durch die starke Nachfrage der privaten Haushalte geprägt, insbesondere von Konsum und Wohnbau. Dazu trugen das außergewöhnlich niedrige Zinsniveau (Abbildung 1), die Höherbewertung des Immobilien- und Finanzvermögens infolge des Booms von Hauspreisen und Aktienkursen (Abbildung 2) sowie die Vergabe von Hypothekarkrediten an Haushalte mit schlechter Bonität (Subprime Mortgages) bei. Diese Faktoren verstärkten in Wechselwirkung den Boom von Wohnbauinvestitionen, Immobilienpreisen, Aktienkursen und Konsum.

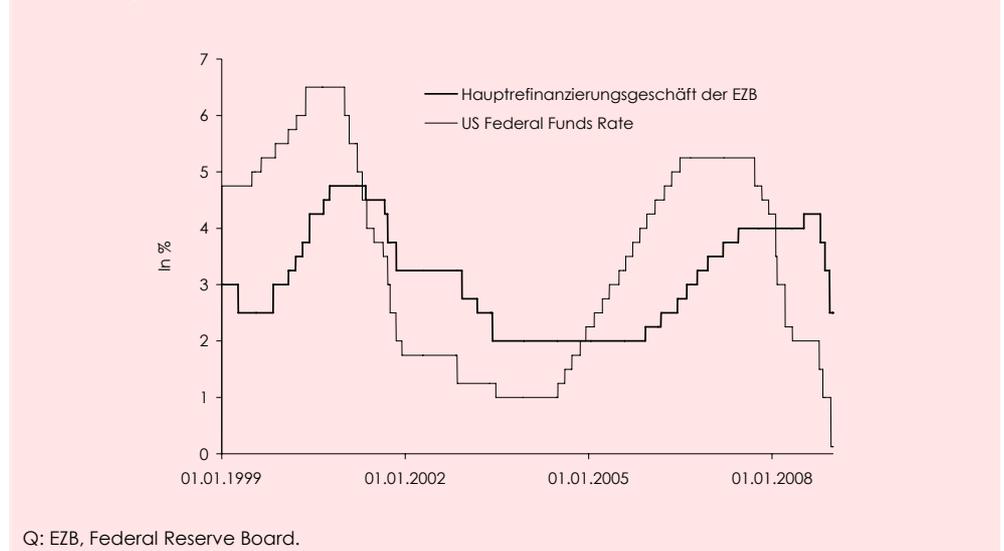
Das schrittweise Anziehen der Leitzinssätze ab Mitte 2004 (Abbildung 1) verteuerte die Bankkredite (die Prime Rate erhöhte sich zwischen Mitte 2004 und Mitte 2006 von 4,0% auf 8,25%) und dämpfte mit einer gewissen Verzögerung den Wohnbau und (damit) den Anstieg der Immobilienpreise (Abbildung 2). Anfang 2007 begann das Volumen jener Subprime-Hypotheken, die von der Eingangsphase niedriger Fixverzinsung in die Phase einer viel höheren und flexiblen Verzinsung übergingen, massiv zu wachsen. Damit nahm die Zinsbelastung für diese einkommenschwachen Schuldner drastisch zu. In der Folge nahmen die Insolvenzen privater Haushalte sprunghaft zu; dies wiederum zog einen erheblichen Wertverlust von mit Kreditforde-

Von der Finanzkrise in den USA zur weltweiten Wirtschaftskrise

Ausbruch der Hypothekarkreditkrise in den USA

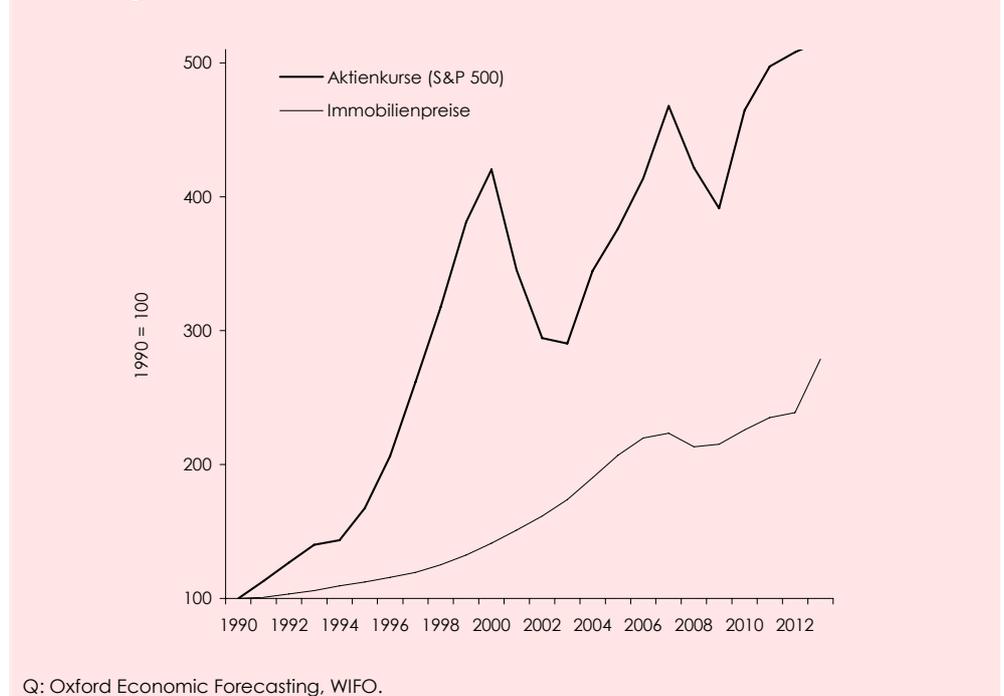
rungen unterlegten Wertpapieren nach sich (Collateral Debt Obligations, speziell Mortgage-backed Securities).

Abbildung 1: Leitzinssätze in den USA und im Euro-Raum



Im Sommer 2007 wurde die Kreditkrise in den USA akut, allerdings beschränkte sie sich zunächst auf das Subprime-Segment und damit auf die entsprechenden Mortgage-backed Securities. In der Folge erfasste die Krise auch europäische Banken, welche solche Securities hielten (direkt oder über Beteiligungen an Investmentfonds bzw. Hedge Funds). Der durch die Kreditkrise ausgelöste Rückgang der Aktienkurse begann gemeinsam mit dem anhaltenden Verfall der Immobilienpreise die Konsumnachfrage und damit die Gesamtwirtschaft in den USA markant zu schwächen (eine gleichzeitige Entwertung von Finanz- und Realvermögen der Haushalte war seit den 1930er-Jahren nicht aufgetreten).

Abbildung 2: Aktienkurse und Immobilienpreise in den USA

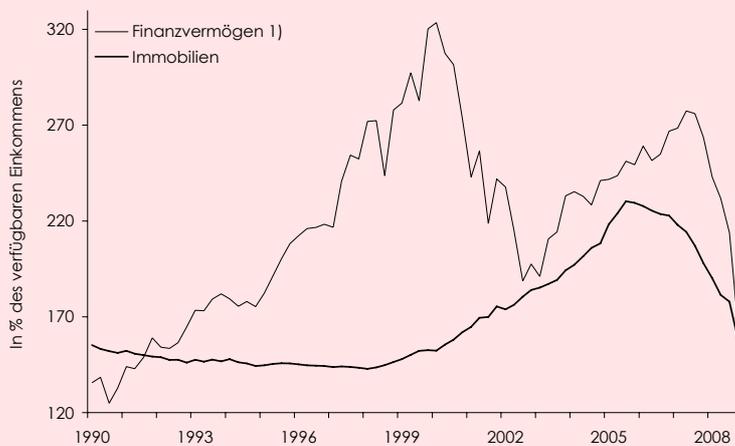


Aus diesem Grund senkte die Notenbank der USA den Leitzinssatz zwischen September 2007 und April 2008 von 5,25% auf 2,0% (Abbildung 1). Zusätzlich setzte die Fiskalpolitik im Jänner 2008 einen expansiven Impuls: Ähnlich wie 2001 wurden Steuer-

gutschriften für die privaten Haushalte in Höhe von 168 Mrd. \$ (etwa 1,2% des BIP) beschlossen, von denen der Großteil bereits im II. Quartal ausgezahlt wurde. Dadurch konnte das Wachstum der Konsumnachfrage in den USA aber nur kurzfristig stabilisiert werden, in der zweiten Jahreshälfte schrumpfte sie hingegen deutlich. Dafür waren in erster Linie die Ausbreitung der Kreditkrise und die damit verbundene Entwertung des Finanz- und Immobilienvermögens der privaten Haushalte bestimmend (Abbildung 3).

Bereits im Frühjahr 2008 hatte die Kreditkrise den gesamten Interbankenmarkt erfasst, insbesondere als die Investmentbank Bear Stearns im März fast zusammenbrach, erschütterte dies das Vertrauen der Banken zueinander sowie jenes der Anleger. Mit der Übernahme der beiden Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac unter volle Staatskontrolle, dem Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers sowie der weitgehenden Verstaatlichung des größten Versicherungskonzerns der USA (American International Group – AIG) vertiefte sich die Krise im September 2008 dramatisch.

Abbildung 3: Vermögen der privaten Haushalte in den USA



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

Im Zuge dieser Eskalation wurde aus der zunächst auf die USA beschränkten Liquiditätskrise eine weltweite Solvenzkrise des Finanzsektors. Dazu trug bei, dass mehrere Faktoren zusammentrafen:

- die enorme Auslandsverschuldung der USA und damit der entsprechend hohe Veranlagungsbedarf in Dollar,
- die vielschichtigen Gläubiger-Schuldner-Verhältnisse in der besonders stark globalisierten Finanzwirtschaft (sie waren durch die enorm angewachsenen Credit Default Swaps völlig undurchschaubar geworden),
- der deshalb zunehmende Vertrauensschwund zwischen den Banken und die entsprechende Austrocknung des Interbankenmarktes,
- der nachhaltige Rückgang der Immobilienpreise und damit des Wertes der Besicherung ("collateral") von Hypothekarkrediten,
- der drastische und weltweite Verfall der Aktienkurse. Er ließ nicht nur das Sparkapital der privaten Haushalte wegschmelzen, sondern auch das Eigenkapital von Banken. Dies ist Folge der Bilanzierung zu aktuellen Kursen ("Mark-to-Market"; zu den destabilisierenden Effekten dieser Bewertungsregel siehe *Adrian – Shin, 2008*).

Europäische Banken waren von der Ausbreitung der Hypothekarkreditkrise überdurchschnittlich betroffen, da sie in besonders großem Ausmaß in Mortgage-backed Securities investiert hatten.

Weltweite Ausbreitung der Finanzkrise

Beeinträchtigung der Realwirtschaft in den USA

Um eine Verschärfung der Krise zu verhindern, beschloss der Kongress der USA Anfang Oktober ein Hilfspaket im Volumen von 700 Mrd. \$ (Troubled Asset Relief Program). Bis zu diesem Ausmaß kann der Finanzminister den Banken "faule" Kredite abkaufen bzw. eine Bürgschaft übernehmen sowie jegliche Art von Finanzmarktinstrument erwerben, um die Stabilität der Finanzmärkte zu fördern. Wenig später folgten die EU-Länder mit ähnlich dimensionierten Stützungsprogrammen. Allerdings zielten diese weniger auf eine (partielle) Entsorgung fauler Kredite als vielmehr auf eine Stärkung des Eigenkapitals der Banken.

Trotz dieser Maßnahmen setzte sich der Verfall der Aktienkurse im Herbst 2008 fort. Abbildung 3 zeigt das Ausmaß der Entwertung jenes Teils des Finanzvermögens der privaten Haushalte in den USA, dessen Wert im Wesentlichen durch die Entwicklung der Aktienkurse bestimmt wird (Aktien sowie Anteile an Investment- und Pensionsfonds laut der Geldvermögensrechnung der Fed). Dabei wird das Finanzvermögen in Relation zum verfügbaren Einkommen dargestellt und der zuletzt verfügbare Wert (für das III. Quartal 2008) mit der Entwicklung des S&P-500-Aktienindex bis Ende 2008 fortgeschrieben. Analog wird der Wert des Immobilienvermögens der Haushalte mit dem Case-Shiller-Hauspreisindex fortgeschrieben (für das IV. Quartal wird ein Rückgang um 20% gegenüber dem Vorjahresniveau angenommen).

Zwischen dem II. Quartal 2007 und dem IV. Quartal 2008 (jeweils Endstände) sank der Wert des Immobilienvermögens sowie des aktienbezogenen Finanzvermögens der privaten Haushalte in den USA von 491,9% auf 323,7% ihres jeweiligen Einkommens (Abbildung 3). Beide Vermögensarten sind wieder annähernd soviel wert (relativ zum Einkommen) wie Anfang der 1990er-Jahre, also vor dem Boom auf diesen beiden Vermögenmärkten; ein Vergleich mit Abbildung 2 zeigt, dass die Wertschwankungen des Vermögens in erster Linie von den Schwankungen der entsprechenden Asset Prices, also der Aktienkurse und Immobilienpreise, bestimmt wurden.

Das Ausmaß der Entwertung ihres Vermögens wird die privaten Haushalte zwingen, zumindest in der nahen Zukunft ihr Sparen zu erhöhen, also ihren Konsum einzuschränken. Der Wert ihres Finanz- und Immobilienvermögens hat für die Haushalte in den USA aus mehreren Gründen eine größere Bedeutung als in anderen Ländern: Erstens hängt die Höhe der Alterspension primär vom Wert des in Pensionsfonds bzw. -konten akkumulierten Finanzvermögens ab (die staatliche Altersversorgung spielt in den USA nur eine subsidiäre Rolle). Zweitens wird auch der Wert des für die Hochschulausbildung der Kinder in "College Funds" angesparten Vermögens in hohem Maß vom Niveau der Aktienkurse bestimmt. Drittens hängt das Kreditaufnahmepotential der Haushalte vom Wert ihres Hauses als "Credit Collateral" ab.

In den 1990er-Jahren hatten zunächst der Aktienboom und danach zusätzlich der Immobilienboom das Vermögen der Haushalte nahezu permanent aufgewertet. Die Wertzuwächse waren so hoch, dass die Haushalte immer weniger sparten. Seit 2005 kam ihr Sparen fast völlig zum Erliegen, der Konsum wurde so zum wichtigsten Wachstumsmotor der Wirtschaft in den USA.

Auch die zweite Komponente der Nachfrage der privaten Haushalte, der Wohnbau, expandierte bis 2007 besonders stark, in Wechselwirkung mit dem Boom der Immobilienpreise und zusätzlich durch das niedrige Zinsniveau stimuliert. Auch hier kehrte sich die Tendenz seit 2007 um: Der Verfall der Immobilienpreise und der Rückgang der Wohnbauinvestitionen verstärkten einander wechselseitig, beide Entwicklungen wurden durch die Zunahme von Zwangsversteigerungen der Häuser insolventer Hypothekarschuldner beschleunigt. Dieser Prozess wird sich zumindest bis weit in das Jahr 2009 hinein fortsetzen.

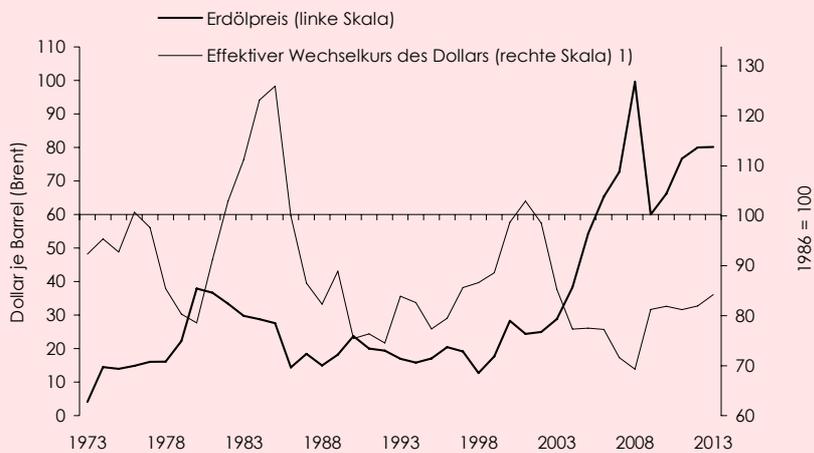
Aufgrund dieser Überlegungen nimmt die Prognose an, dass die Sparquote der privaten Haushalte in den USA zwischen 2008 und 2013 von 2% auf 6% steigen wird.

Das weltweite Übergreifen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft wurde durch die Entwicklung der Rohstoffpreise wesentlich verstärkt. Nicht zuletzt als Folge des kräftigen Wachstums der Weltwirtschaft und der massiven Abwertung des Dollars zogen die Erdölpreise ab 2002 kräftig an (Abbildung 4), ein Jahr später auch die sonstigen Rohstoffpreise. Diese Entwicklung beschleunigte sich nach Ausbruch der Hypothekarkreditkrise erheblich, obwohl sich die weltweiten Wachstumsaussichten stetig ver-

Realwirtschaft weltweit erfasst

schlechterten. Hauptgrund war eine markante Zunahme der Spekulation von Finanzinvestoren auf den Rohstoffterminmärkten (Schulmeister, 2009), möglicherweise auch mit dem Ziel, Verluste aus der Kreditkrise teilweise auszugleichen. Bis Mitte 2008 verdoppelten sich die Rohstoffpreise insgesamt. Die Erdölnotierungen erreichten mit fast 150 \$ je Barrel einen historischen Höchstwert.

Abbildung 4: Dollarkurs und Erdölpreis



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

Diese Entwicklung war der einzige Grund für die markante Beschleunigung des Anstiegs der Verbraucherpreise, denn die Kerninflation blieb in den Industrieländern konstant. Aus diesem Grund senkte die EZB den Euro-Leitzinssatz nach Ausbruch der Kreditkrise im Sommer 2007 nicht, obwohl sich die Konjunkturaussichten stetig verschlechterten (im Juli 2008 erhöhte die EZB den Leitzins sogar um 0,25 Prozentpunkte). Gleichzeitig senkte die Fed die Dollarzinssätze massiv (Abbildung 1). Diese Asymmetrie in der Geldpolitik trug wesentlich zur markanten Aufwertung des Euro bzw. zur entsprechenden Abwertung des Dollars zwischen Mitte 2007 und Mitte 2008 bei (Abbildung 4). Dadurch verschlechterten sich die Konjunkturaussichten im Euro-Raum stärker als in den USA.

Die enorme Erdölverteuerung und die Vermögensverluste durch den Verfall der Aktienkurse und Immobilienpreise ließen insbesondere die Nachfrage nach Autos drastisch sinken (um etwa 25%). Wegen der großen Bedeutung der Autobranche als Schlüsselindustrie pflanzte sich der Nachfrageeinbruch auf weite Bereiche der Realwirtschaft fort. Davon wurde die Wirtschaft in Europa und Japan besonders beeinträchtigt. Der Verfall der Erdölpreise und der anderen Rohstoffpreise konnte diese Entwicklung nicht mehr bremsen. Vielmehr könnte der Rückgang der Rohstoffpreise (seit Sommer 2008 insgesamt um durchschnittlich etwa 60%) die Wirtschaftslage in den Produzentenländern massiv verschlechtern und deren Importnachfrage schrumpfen lassen. Dies würde negativ auf die Produktion in den Industrieländern zurückwirken, zumal die Importe der Rohstoffexporteure in den letzten Jahren wesentlich zur Exportdynamik der Industrieländer beitrugen.

Im Folgenden werden die Prognoseannahmen hinsichtlich jener Probleme skizziert, die für die Dynamik der Weltwirtschaft besonders große Bedeutung haben: die Auslandsverschuldung der USA und die Schwäche des Dollars, die Schwankungen der Preise von Erdöl und anderen Rohstoffen sowie die unterschiedliche Geld- und Fiskalpolitik in den USA und im Euro-Raum.

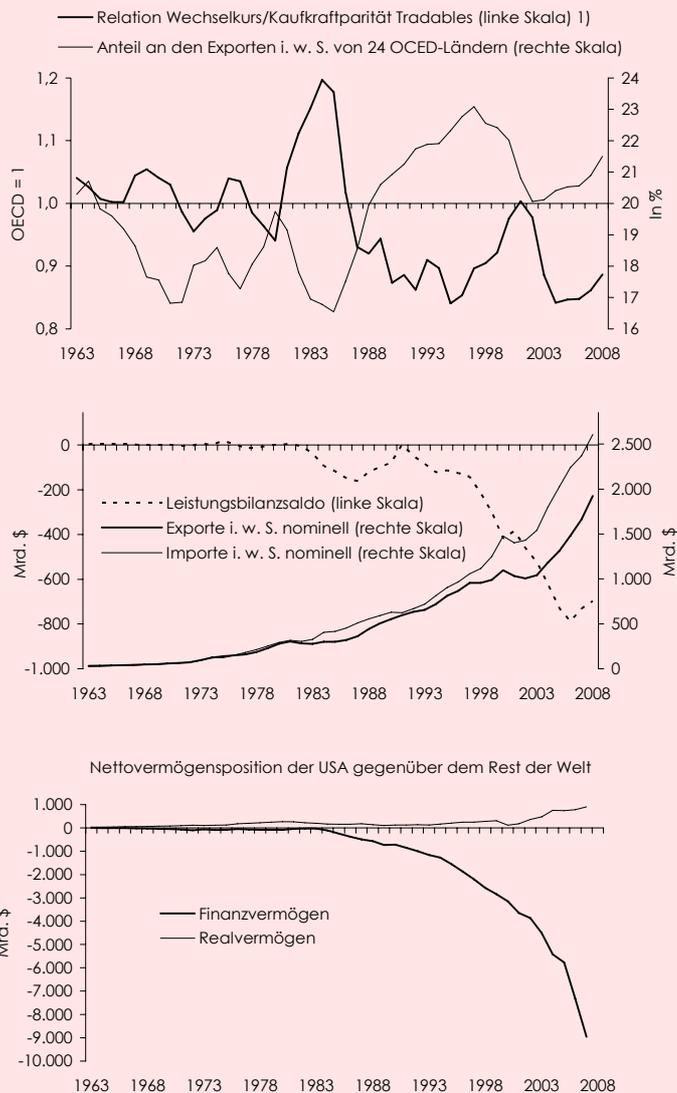
Seit dem Frühjahr 2002 hat der Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen stark an Wert verloren. Zieht man die Kaufkraftparität von international gehandelten Sachgütern und Dienstleistungen (Tradables) als Richtgröße des güterwirtschaftlichen Gleichgewichtskurses heran, so ist der Dollar seit 2003 um etwa 15% unterbewertet. Im Zuge der Ausbreitung der Finanzkrise erholte sich der Kurs des Dollars – als

Annahmen der Prognose

Dollarschwäche und Leistungsbilanzdefizit der USA

"Safe Haven" – zwar, lag aber auch im Durchschnitt 2008 um annähernd 11% unter dem güterwirtschaftlichen Gleichgewichtskurs (Abbildung 5; zur Berechnung von Kaufkraftparitäten auf Basis von Tradables siehe Schulmeister, 2005).

Abbildung 5: 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.

Dank der Verbilligung ihrer Exporte konnte die Wirtschaft der USA ihren Anteil an den OECD-Exporten seit 2003 wieder steigern, nachdem sie zwischen 1997 und 2002 – primär als Folge einer ausgeprägten Dollaraufwertung – massive Marktanteilsverluste erlitten hatte (Abbildung 5). Aufgrund dieser Entwicklung wäre derzeit eine weitere Aufwertung des Dollars zu erwarten, welche seine Unterbewertung zumindest teilweise korrigiert. Eine Stärkung des Dollarkurses könnte auch von einer weiteren Ausbreitung der Finanzkrise gefördert werden, da die Rolle des Dollars als (relativ) "sicherer Hafen" in internationalen Krisen generell an Bedeutung gewinnt.

Gegen eine weitere Dollaraufwertung spricht allerdings die Ausweitung eines anderen Ungleichgewichts, nämlich des Leistungsbilanzdefizits der USA. Dieses erhöhte sich seit 2000 massiv und verringerte sich 2008 nur leicht (Abbildung 5, Übersicht 3). Der Anstieg von Leistungsbilanzdefizit und Auslandsverschuldung der USA (ihre Nettofinanzverbindlichkeiten erreichten Mitte 2008 fast 9.000 Mrd. \$; Abbildung 1) trug gleichzeitig wesentlich zur Dollarabwertung seit 2002 bei.

Dieser Prozess wird durch die Doppelrolle des Dollars als nationale Währung der USA und als Weltwährung gefördert, denn diese ermöglicht es den USA als einzigem Land, sich im Ausland in eigener Währung zu verschulden. Gleichzeitig untergräbt die enorme Zunahme der Auslandsverbindlichkeiten der USA und damit das exzessive Ausnutzen dieses Vorteils die Glaubwürdigkeit des Dollars als Weltwährung (zur "Unsustainability" dieses Prozesses siehe Schulmeister, 2000, Obstfeld – Rogoff, 2004, Blanchard – Giavazzi – Sa, 2005, Eichengreen, 2005, Edwards, 2005, Roubini – Setser, 2004).

Die Gläubigerländer, insbesondere Deutschland oder Japan, stellt diese Entwicklung vor folgendes Dilemma:

- Entweder sie verringern ihre Bereitschaft, wie bisher Dollarforderungen zu akkumulieren. Dann wird der Wechselkurs des Dollars weiter sinken, das Wirtschaftswachstum wird infolge von Marktanteilsverlusten an die USA gedämpft und damit auch die Beschäftigung (es werden gewissermaßen Arbeitsplätze "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.

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 wieder einen Leistungsbilanzüberschuss erzielen und wenigstens einen Teil der Schulden tilgen können.

Angesichts der gegenläufigen Determinanten des Dollarkurses – seine Unterbewertung und die Rolle des Dollars als "Safe Haven" sprechen für eine Aufwertung, Leistungsbilanzdefizit und Auslandsverschuldung der USA sprechen für eine Abwertung – wird in der vorliegenden Prognose die technische Annahme gesetzt, dass der Dollar 2009 gegenüber dem Euro um etwa 0,12 € an Wert gewinnen und danach bis 2013 nur mehr geringfügig aufwerten wird (Übersicht 1).

Übersicht 1: Entwicklung der weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen

		Ø 1981/ 1985	Ø 1986/ 1990	Ø 1991/ 1996	Ø 1997/ 2002	Ø 2003/ 2008	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Ø 2009/ 2013
Wechselkurse, absolut	\$ je Euro	0,91	1,15	1,28	1,01	1,29	1,46	1,25	1,25	1,23	1,21	1,18	1,23
	Yen je Euro	240,2	170,7	145,6	122,2	143,7	152,7	123,1	126,0	122,7	121,3	121,8	123,0
Zinssätze, kurzfristig, in %	Dollar	11,8	7,9	4,9	4,8	3,3	2,7	0,8	1,3	2,4	2,0	0,9	1,5
	Euro	9,0	6,6	7,9	3,8	3,1	4,6	2,1	1,2	1,2	1,6	1,5	1,5
Zinssätze, langfristig, in %	Dollar	12,2	8,4	6,8	5,5	4,3	3,8	3,8	5,0	4,3	2,9	1,8	3,5
	Euro	12,6	9,3	8,7	5,1	4,0	4,3	3,5	3,5	3,2	2,6	1,8	2,9
Erdölpreis, absolut (Brent)	\$	31,2	18,0	18,3	21,2	59,9	98,0	55,0	60,0	69,5	72,5	72,7	65,9
Dollarzinssatz, real ¹⁾	in %	15,2	2,7	4,1	7,7	- 7,1	- 8,9	12,5	- 0,5	0,1	2,4	3,3	3,5

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

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, umgekehrt verbessern sie sich bei einem Kursanstieg. Je stärker die Weltwährung an Wert verliert, desto größer ist daher der Anreiz für die Erdölproduzenten, den Preis ihres wichtigsten Exportgutes hinaufzusetzen, und zwar – bei entsprechender Marktmacht – auch stärker, als einem Ausgleich für die vorangegangene Dollarabwertung entsprechen würde. Diese Umverteilungseffekte sind der wichtigste Grund, warum sich Dollarkurs und Erdölpreise tendenziell gegenläufig entwickeln. Nach markanten Dollarkursänderungen ist dieses Muster am stärksten ausgeprägt (Abbildung 4).

Dementsprechend wurde der Verfall des Erdölpreises seit Mitte 2008 durch die gleichzeitige Aufwertung des Dollars gefördert. Andere Faktoren waren freilich von

Stabilisierung der Erdölpreise

größerer Bedeutung für das Ausmaß des Preisrückgangs von fast 150 \$ je Barrel auf weniger als 40 \$, insbesondere die rasante Ausweitung der Finanzkrise zu einer weltweiten Wirtschaftskrise und die Spekulation auf einen Rückgang der Preise von Erdöl und sonstigen Rohstoffen auf den jeweiligen Terminmärkten (nachdem diese Preise zuvor in einem beispiellosen Boom ihr Fundamentalgleichgewicht überschossen hatten).

Die vorliegende Prognose nimmt an, dass es der OPEC in stillschweigender Kooperation mit den anderen wichtigen Erdölproduzenten (insbesondere Russland) gelingen wird, die Rohölförderung soweit zu kürzen, dass der Erdölpreis im Jahresdurchschnitt 2009 bei etwa 55 \$ je Barrel liegt. Danach sollte er mittelfristig weiter steigen und 2013 etwa 73 \$ je Barrel erreichen (Abbildung 4, Übersicht 1).

Die Preise anderer Rohstoffe dürften hingegen auch mittelfristig sinken, in erster Linie wegen der geringen Marktmacht der Anbieter (im Vergleich zu den Erdölproduzenten) sowie des schwachen Weltwirtschaftswachstums (Übersicht 2).

Expansive Geldpolitik

Angesichts der Ausweitung der Kreditkrise zur schwersten Wirtschaftskrise der Nachkriegszeit schlug die Notenbank der USA einen radikal expansiven Kurs ein: Zwischen September 2007 und Dezember 2008 senkte sie den Leitzinssatz (Federal Funds Rate) von 5,25% auf annähernd 0% (Abbildung 1). Im Jänner 2008 setzte auch die Fiskalpolitik einen expansiven Impuls: Ähnlich wie 2001 wurden Steuergutschriften für die privaten Haushalte in Höhe von 168 Mrd. \$ (etwa 1,2% des BIP) beschlossen, von denen der Großteil im 1. Halbjahr 2008 ausgezahlt wurde.

Da sich die Krise trotz dieser Maßnahmen weiter vertiefte, wird die Geldpolitik der USA auch in den kommenden Jahren einen expansiven Kurs verfolgen. Die Prognose nimmt an, dass der kurzfristige Zinssatz in den USA zwischen 2009 und 2013 im Durchschnitt bei 1,5% liegen wird; dies ist der mit großem Abstand niedrigste Fünfjahres-Durchschnitt seit dem Zweiten Weltkrieg (Übersicht 1). Darüber hinaus werden Notenbank und Regierung der USA mit vielen unkonventionellen Maßnahmen versuchen, die Kreditvergabe wieder zu beleben; das Spektrum reicht von der Übernahme fauler Kredite bis zu (Teil-)Verstaatlichungen und Stützungsmaßnahmen für insolvente Hypothekarschuldner oder der Stimulierung des Aktienmarktes.

Mit erheblicher Verzögerung wird auch die EZB bis 2010 den Euro-Leitzinssatz auf nahe 1% senken (Übersicht 1), denn in kurzer Zeit wird nicht Inflation, sondern Deflation zu einer Hauptgefahr für die Wirtschaft werden. Eine solche Entwicklung würde die Rezession vertiefen und verlängern.

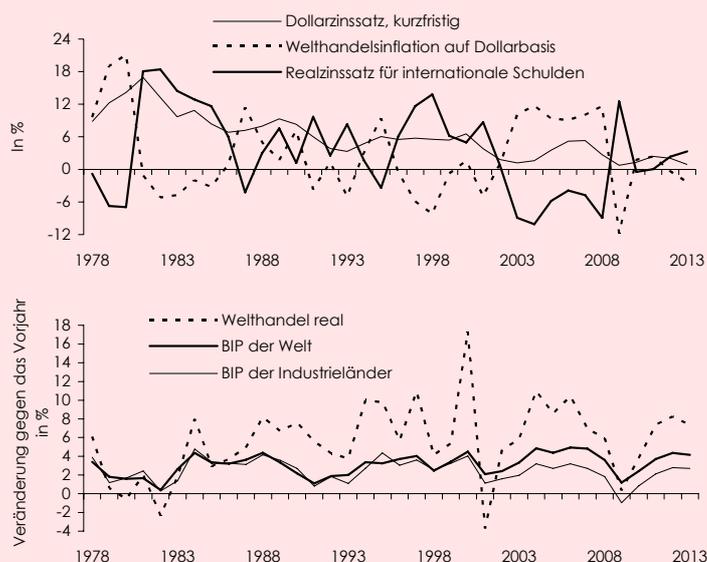
Die wichtigsten Ergebnisse der Prognose

Die vorliegende Prognose wurde mit Hilfe des Weltmodells von Oxford Economic Forecasting (OEF) erstellt. Dieses umfasst Teilmodelle für 46 Länder bzw. Regionen (darunter nahezu alle Industrieländer), deren Interaktionen durch Export- und Importfunktionen für Waren und Dienstleistungen abgebildet werden. Als Ausgangsbasis diente die OEF-Modellversion vom November 2008. Diese wurde bezüglich der oben angeführten Annahmen geändert. Überdies wurde die jüngste Entwicklung der Aktienkurse berücksichtigt und angenommen, dass sich die Kurse erst Mitte 2009 zu erholen beginnen. Eine ähnliche Entwicklung wurde für die Immobilienpreise in den USA unterstellt. Mit diesen Vorgaben wurde eine neue Modelllösung berechnet, ihre Ergebnisse bilden die Grundlage der vorliegenden Prognose.

Welthandelspreise sinken

In erster Linie wegen der angenommenen Erholung des Dollarkurses und der Wachstumsschwäche der Weltwirtschaft sollten nicht nur die Preise von Rohstoffen, sondern auch von Industriewaren bis 2013 sinken (alle Preise auf Dollarbasis). Insgesamt ergibt die Modellprognose einen Rückgang der Welthandelspreise um 2,2% pro Jahr bis 2013 (Übersicht 2). Der Realzinssatz für internationale Dollarschulden wird im Durchschnitt des Prognosezeitraums daher trotz außerordentlich niedriger Nominalzinssätze viel höher sein als zwischen 2003 und 2008. Besonders hoch wird die reale Zinsbelastung im Jahr 2009 sein, da dann die Welthandelspreise am stärksten sinken (Abbildung 6). Dies könnte die Finanzlage besonders in jenen Schuldnerländern verschlechtern, deren Exporterlöse zu einem erheblichen Teil durch die Ausfuhr von Erdöl oder sonstigen Rohstoffen erwirtschaftet werden.

Abbildung 6: Entwicklungstendenzen der Weltwirtschaft



Q: Oxford Economic Forecasting, IWF, WIFO.

Nachdem der Welthandel zwischen 2002 und 2008 um etwa 8% pro Jahr expandierte, wird er 2009 stagnieren und sich erst 2010 kräftig erholen. Für den gesamten Prognosezeitraum bis 2013 ermittelt das OEF-Modell ein Welthandelswachstum von 5,4% pro Jahr. Dies ist das geringste mittelfristige Expansionstempo seit der ersten Hälfte der 1980er-Jahre (Übersicht 2).

Schwaches Welthandelswachstum

Übersicht 2: Entwicklung des Welthandels

		Ø 1980/ 1985	Ø 1985/ 1990	Ø 1990/ 1996	Ø 1996/ 2002	Ø 2002/ 2008	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Ø 2008/ 2013
Jährliche Veränderung in %													
Wechselkurs 4 Reservewährungen je \$		+ 9,9	- 9,7	+ 0,9	+ 3,6	- 11,1	- 3,2	+ 17,2	+ 0,8	- 0,8	+ 0,9	+ 2,8	+ 4,0
Welthandelspreise		- 3,3	+ 5,1	+ 0,6	- 2,9	+ 10,3	+ 11,6	- 11,7	+ 1,8	+ 2,4	- 0,3	- 2,4	- 2,2
Erdöl		- 6,1	- 3,0	- 2,4	+ 3,4	+ 25,9	+ 36,9	- 39,7	+ 10,3	+ 15,9	+ 4,3	+ 0,2	- 4,2
Sonstige Rohstoffe		- 5,3	+ 4,0	+ 0,9	- 4,1	+ 13,3	+ 16,6	- 6,2	+ 0,7	- 3,4	- 3,0	- 3,9	- 3,2
Industriewaren		- 2,6	+ 6,3	+ 0,9	- 3,4	+ 7,1	+ 4,9	- 4,2	+ 0,3	+ 0,5	- 1,0	- 2,8	- 1,4
Welt	Exporte	+ 2,4	+ 6,2	+ 6,5	+ 6,3	+ 8,1	+ 5,9	+ 0,4	+ 3,8	+ 7,3	+ 8,2	+ 7,3	+ 5,4
	Importe	+ 3,2	+ 6,0	+ 6,5	+ 6,7	+ 8,0	+ 4,9	+ 0,8	+ 4,1	+ 7,5	+ 7,4	+ 7,4	+ 5,4
USA	Exporte	- 0,7	+ 10,9	+ 7,8	+ 3,2	+ 7,3	+ 8,5	+ 0,5	+ 1,8	+ 7,6	+ 11,3	+ 11,2	+ 6,4
	Importe	+ 8,4	+ 5,4	+ 8,1	+ 8,3	+ 4,8	- 2,3	- 1,7	+ 3,5	+ 7,4	+ 7,1	+ 7,1	+ 4,6
Japan	Exporte	+ 8,3	+ 3,1	+ 4,1	+ 4,0	+ 8,7	+ 4,0	- 7,6	- 1,3	+ 3,5	+ 5,6	+ 4,7	+ 0,9
	Importe	+ 1,3	+ 10,0	+ 6,1	+ 1,8	+ 3,2	- 2,6	- 7,3	+ 0,1	+ 5,1	+ 5,6	+ 5,6	+ 1,7
Deutschland	Exporte	+ 5,2	+ 5,0	+ 1,8	+ 8,1	+ 7,7	+ 4,7	- 0,8	+ 1,7	+ 5,5	+ 7,8	+ 7,2	+ 4,2
	Importe	+ 1,6	+ 7,2	+ 3,3	+ 6,4	+ 7,5	+ 5,2	- 0,1	+ 2,5	+ 7,2	+ 8,6	+ 8,6	+ 5,3
Russland	Exporte	-	- 5,9	- 1,2	+ 6,0	+ 8,5	+ 6,9	+ 3,2	+ 4,1	+ 5,6	+ 6,2	+ 5,9	+ 5,0
	Importe	-	- 4,5	+ 3,8	+ 3,5	+ 21,5	+ 21,5	+ 6,6	+ 11,4	+ 11,4	+ 10,0	+ 10,0	+ 9,8
China	Exporte	+ 12,4	+ 12,4	+ 14,3	+ 16,3	+ 21,5	+ 13,6	+ 5,8	+ 10,7	+ 13,1	+ 11,5	+ 8,4	+ 9,9
	Importe	+ 18,6	- 1,1	+ 16,0	+ 16,3	+ 17,2	+ 15,3	+ 9,9	+ 9,0	+ 14,3	+ 10,7	+ 10,7	+ 10,9
OPEC	Exporte	- 9,6	+ 7,1	+ 2,9	- 0,1	+ 0,4	- 1,7	+ 2,0	+ 1,7	+ 1,4	+ 2,4	+ 3,1	+ 2,1
	Importe	- 1,1	- 3,8	+ 5,0	+ 2,8	+ 15,5	+ 14,0	- 1,1	+ 7,5	+ 6,1	+ 5,4	+ 5,4	+ 4,6

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Nicht zuletzt als Folge der anhaltenden (wenn auch abnehmenden) Unterbewertung des Dollars und insbesondere wegen des schwachen Wirtschaftswachstums werden die Exporte der USA erstmals seit 20 Jahren mittelfristig stärker expandieren als ihre Importe (Exporte +6,4% pro Jahr, Importe +4,6% pro Jahr). Umgekehrt prognostiziert das Modell für die Länder mit Leistungsbilanzüberschuss wie Japan, Deutschland, China, Russland und die OPEC-Länder ein höheres Wachstum der Importe als der Exporte (Übersicht 2). Dementsprechend sollten sich in den kommen-

Langsame Erholung in den Industrieländern

den fünf Jahren die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen der wichtigsten Volkswirtschaften verringern.

Für das Jahr 2009 prognostiziert das OEF-Modell einen Rückgang des BIP der Industrieländer (OECD) um 1,0%. Danach wird sich die Wirtschaft nur langsam erholen, erst 2012 und 2013 dürften wieder Wachstumsraten erreicht werden, welche dem langfristigen Trend entsprechen (+2,8% bzw. +2,7%; Übersicht 3). Über den gesamten Prognosezeitraum sollte ein mittelfristiges Wirtschaftswachstum von lediglich 1,5% pro Jahr realisiert werden, weniger als in jeder anderen Fünfjahresperiode seit dem Zweiten Weltkrieg.

Übersicht 3: Wirtschaftswachstum nach Ländergruppen

	Ø 1980/ 1985	Ø 1985/ 1990	Ø 1990/ 1996	Ø 1996/ 2002	Ø 2002/ 2008	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Ø 2008/ 2013
	Jährliche Veränderung in %											
Weltproduktion (BIP)	+ 2,5	+ 3,4	+ 2,6	+ 3,2	+ 4,3	+ 3,6	+ 1,2	+ 2,4	+ 3,7	+ 4,4	+ 4,2	+ 3,2
Industrieländer ¹⁾	+ 2,4	+ 3,4	+ 2,3	+ 2,7	+ 2,6	+ 1,8	- 1,0	+ 0,9	+ 2,1	+ 2,8	+ 2,7	+ 1,5
USA	+ 3,2	+ 3,3	+ 2,7	+ 3,2	+ 2,5	+ 1,3	- 1,7	+ 0,2	+ 1,2	+ 2,0	+ 2,4	+ 0,8
Japan	+ 3,1	+ 4,8	+ 1,7	+ 0,4	+ 1,8	+ 0,5	- 1,2	+ 0,4	+ 2,0	+ 2,7	+ 1,2	+ 1,0
EU 27	-	-	-	+ 2,6	+ 2,2	+ 1,2	- 1,1	+ 0,6	+ 1,9	+ 2,5	+ 2,5	+ 1,3
EU 15	+ 1,5	+ 3,3	+ 1,6	+ 2,6	+ 2,0	+ 0,9	- 1,2	+ 0,4	+ 1,7	+ 2,4	+ 2,4	+ 1,1
Deutschland	+ 1,1	+ 3,4	+ 1,5	+ 1,7	+ 1,4	+ 1,3	- 1,2	+ 0,4	+ 1,4	+ 2,2	+ 2,4	+ 1,0
Frankreich	+ 1,6	+ 3,3	+ 1,1	+ 2,6	+ 1,8	+ 0,9	- 0,9	+ 0,3	+ 1,3	+ 2,2	+ 2,3	+ 1,1
Italien	+ 1,7	+ 3,1	+ 1,2	+ 1,8	+ 0,8	- 0,4	- 1,5	- 0,1	+ 0,9	+ 1,5	+ 1,5	+ 0,4
Großbritannien	+ 2,1	+ 3,3	+ 1,8	+ 3,1	+ 2,4	+ 0,8	- 1,6	- 0,1	+ 1,9	+ 2,8	+ 2,7	+ 1,1
Euro-Raum	+ 1,4	+ 3,2	+ 1,7	+ 2,5	+ 1,8	+ 1,0	- 1,2	+ 0,5	+ 1,7	+ 2,3	+ 2,3	+ 1,1
Neue EU-Länder	-	-	-	+ 3,9	+ 5,6	+ 6,0	+ 0,3	+ 3,4	+ 4,4	+ 4,7	+ 4,5	+ 3,4
Polen	- 0,2	- 0,4	+ 2,8	+ 3,9	+ 5,1	+ 5,2	+ 2,8	+ 4,1	+ 5,1	+ 5,3	+ 5,1	+ 4,5
Tschechien	± 0,0	- 0,2	- 0,1	+ 1,3	+ 5,4	+ 4,5	+ 2,3	+ 3,5	+ 4,4	+ 4,8	+ 4,3	+ 3,9
Slowakei	+ 4,6	+ 1,4	- 1,2	+ 3,0	+ 7,2	+ 7,2	+ 3,6	+ 5,3	+ 5,5	+ 5,3	+ 5,0	+ 4,9
Ungarn	+ 2,3	+ 0,4	- 3,7	+ 4,5	+ 3,1	+ 0,4	- 2,7	+ 0,9	+ 4,1	+ 6,1	+ 5,5	+ 2,8
Russland	+ 3,0	+ 1,3	- 8,2	+ 3,7	+ 7,3	+ 6,9	+ 4,8	+ 5,3	+ 5,7	+ 6,1	+ 6,4	+ 5,7
China	+10,7	+ 7,9	+11,9	+ 8,4	+10,5	+ 9,1	+ 5,6	+ 6,8	+ 8,2	+ 9,2	+ 8,1	+ 7,6
Indien	+ 5,2	+ 6,1	+ 5,6	+ 5,4	+ 8,4	+ 7,7	+ 5,8	+ 6,9	+ 8,0	+ 8,0	+ 7,1	+ 7,2
OPEC	- 0,2	+ 3,5	+ 3,7	+ 2,1	+ 6,1	+ 6,1	+ 4,5	+ 3,8	+ 4,0	+ 4,0	+ 4,0	+ 4,0
Afrika	+ 2,8	+ 2,8	+ 2,3	+ 3,5	+ 5,2	+ 5,9	+ 4,4	+ 4,4	+ 4,5	+ 4,5	+ 4,6	+ 4,5
Lateinamerika	+ 0,1	+ 1,9	+ 4,0	+ 1,5	+ 5,1	+ 5,3	+ 2,4	+ 3,1	+ 4,4	+ 4,7	+ 4,7	+ 3,8

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO. - 1) 29 OECD-Länder.

Besonders schwach wird das Wirtschaftswachstum in den großen Industrieländern ausfallen (USA +0,8% pro Jahr, Japan und Deutschland jeweils +1,0% pro Jahr, Frankreich und Großbritannien jeweils +1,1% pro Jahr, Italien +0,4% pro Jahr). Das etwas höhere Wachstum im Durchschnitt aller OECD-Länder ergibt sich in erster Linie aus der relativ dynamischen Entwicklung in größeren "Emerging Market Economies" wie Mexiko, Südkorea oder Polen.

Während das mittelfristige Wachstum in den Ländern des Euro-Raums bzw. der EU 15 lediglich 1,1% pro Jahr erreichen dürfte, wird die Expansion in den neuen EU-Ländern mit +3,4% pro Jahr weiterhin wesentlich höher ausfallen.

Wachstumsdämpfung in den Schwellenländern

In China und Indien wird die Wirtschaft bis 2013 weiterhin stärker wachsen als im weltweiten Durchschnitt. Das OEF-Modell prognostiziert für China eine mittelfristige Steigerung des BIP um 7,6% pro Jahr und für Indien von 7,2% (Übersicht 3). Infolge der Finanzkrise wird das Wachstum der chinesischen Wirtschaft demnach um etwa ein Viertel niedriger ausfallen als im langfristigen Trend, für Indien wird ein geringerer negativer Effekt erwartet. In den Industrieländern dürfte hingegen die Wachstumsdämpfung wesentlich größer sein; dies gilt insbesondere für die USA und Großbritannien, deren Wirtschaftswachstum in den kommenden fünf Jahren um etwa zwei Drittel niedriger ausfallen wird als im langfristigen Trend (Übersicht 3).

Im Gefolge des nachgebens der Rohölnotierungen dürfte sich das BIP-Wachstum auch in den OPEC-Ländern merklich abschwächen, und zwar von 6,1% (2002/2008) auf 4,0% (2008/2013). Mäßig sollte die dämpfende Wirkung in den Volkswirtschaften Lateinamerikas und Afrikas ausfallen. Für diese beiden Regionen prognostiziert das OEF-Modell ein mittelfristiges Wirtschaftswachstum bis 2013 von 3,8% bzw. 4,5% pro Jahr (2002/2008: +5,1% bzw. +5,2%).

Die vorliegende Prognose wurde nach dem Informationsstand von Mitte Dezember 2008 mit einem ökonomischen Weltmodell erstellt. Die in allen Industrieländern geplanten Konjunkturprogramme konnten noch nicht berücksichtigt werden, weil die einzelnen fiskalpolitischen Maßnahmen sowie ihr Volumen noch nicht im Detail bekannt waren. Sollten diese Konjunkturpakete die Nachfrage in den Industrieländern tatsächlich stimulieren, so könnte der Konjunkturaufschwung schon früher einsetzen als in der vorliegenden Prognose erwartet. Andererseits entwickelten sich wichtige (vorausseilende) Indikatoren wie etwa die Auftragseingänge in den führenden Volkswirtschaften seit Mitte Dezember 2008 noch ungünstiger als erwartet. Daher sollte die vorliegende Prognose als ein mittleres Szenario der Weltwirtschaftsentwicklung in den kommenden Jahren verstanden werden, das nach dem gegenwärtigen Informationsstand weder ausgeprägt optimistisch noch pessimistisch erscheint. Gleichzeitig ist die Unsicherheit der Prognose besonders hoch, denn jedes ökonomische Modell spiegelt die Verhaltensweisen der Akteure in der Vergangenheit wider. Ob diese in der Zukunft annähernd gleich bleiben werden, ist in Zeiten einer weltweiten Wirtschaftskrise besonders ungewiss.

- Adrian, T., Shin, H. S., "Liquidity and Leverage", Federal Reserve Bank of New York Staff Report, 2008, (328).
- 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>.
- 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>.
- Obstfeld, M., Rogoff, K., "The Unsustainable US Current Account Position Revisited", NBER Working Paper Series, 2004, (10869), <http://papers.nber.org/papers/w10869.pdf>.
- 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.

Literaturhinweise

Financial Crisis Causes Prolonged Global Economic Downturn

Medium-term Forecast of the World Economy until 2013 – Summary

The forecast is based on the following assumptions about the evolution of important variables until 2013: As a consequence of the depreciation of their financial wealth and real property the savings ratio of the US households will increase from 2 percent in 2008 to 6 percent in 2013. The key interest rates of the euro and the US dollar will be roughly 1 percent and will thus be kept at an extremely low level. The exchange rate of the euro will decline to 1.18 \$ by 2013. The oil price will recover and rise to 73 \$ per barrel by 2013. The decline of share and house prices will come to a halt in the course of 2009.

Under these conditions world trade is expected to expand by an annual average of 5.4 percent between 2008 and 2013 and thus more slowly than in any other 5-year period since the beginning of the 1980s. World output will not recover noticeably until 2010. As a consequence it will increase by only 3.2 percent per year during the period from 2008 to 2013 (2002-2008: +4.3 percent). The medium-term growth rate of industrial countries, which are much more affected by the financial crisis, is forecast at only 1.5 percent per year. This would be the lowest 5-year growth rate since World War II. GDP growth will be particularly weak in the large industrialised economies, such as the USA (+0.8 percent per year), Japan and Germany (+1.0 percent per year each), France and the UK (+1.1 percent per year each) and Italy (+0.4 percent per year). Whereas the medium-term annual growth rate is expected to reach merely 1.1 percent in the euro area and in the EU 15, respectively, economic momentum in the new EU countries will remain much stronger at a growth rate of 3.4 percent per year. In the emerging economies, especially in China and India, the pace of medium-term economic growth will also slow down, albeit to a lesser extent than in the industrial countries.

Schulmeister, St., Purchasing Power Parities for Tradables, Exchange Rates and Price Competitiveness, WIFO, Wien, 2005, http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?typeid=8&display_mode=2&id=25656&language=1&fid=23923.

Schulmeister, St., Trading Practices and Price Dynamics in Commodity Markets and the Stabilizing Effects of a Transaction Tax, WIFO, Wien, 2009, http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=34919&typeid=8&display_mode=2.