

Stephan Schulmeister

# Wachstumsdynamik im Spannungsfeld zwischen lockerer Geldpolitik und restriktiver Fiskalpolitik

## Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 2017

Die Bereitschaft der EZB, das Zinsniveau der Staatsanleihen hochverschuldeter Euro-Länder durch Marktinterventionen zu stabilisieren, ließ die Anleihezinssätze in diesen Ländern seit Sommer 2012 markant sinken. Dennoch bleibt die Unsicherheit über die Bewältigung der Banken-, Zinsen- und Schuldenkrise im Euro-Raum hoch. Daher sollte sich der Wechselkurs des Euro weiter leicht abschwächen, und zwar bis 2016 auf 1,21 \$. Der Erdölpreis der Marke Brent dürfte, nach einem konjunkturbedingten Rückgang auf 100 \$ je Barrel im Jahr 2012, bis 2017 wieder auf etwa 114 \$ steigen. Sowohl die kurzfristigen als auch die langfristigen Nominalzinssätze werden im Durchschnitt des Prognosezeitraumes auf dem niedrigsten Niveau seit dem Zweiten Weltkrieg liegen. Die Konsolidierungspolitik wird in der EU fortgesetzt, doch dürften ihre dämpfenden Effekte auf Produktion und Beschäftigung stärker berücksichtigt werden als in der jüngsten Vergangenheit. Unter diesen Bedingungen sollte sich die Wirtschaft in der EU nach der Konjunkturabschwächung 2012 wieder erholen. Bis 2017 dürfte das BIP der EU 27 um durchschnittlich 1,4% pro Jahr steigen, in den USA sollte das Wirtschaftswachstum weiterhin etwas höher ausfallen (+2,4% pro Jahr). Der Welthandel dürfte bis 2017 um fast 6% pro Jahr expandieren, mehr als doppelt so rasch wie in der von der Finanzmarktkrise geprägten Periode 2007/2012.

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: Eva Sokoll • E-Mail-Adressen: [Stephan.Schulmeister@wifo.ac.at](mailto:Stephan.Schulmeister@wifo.ac.at), [Eva.Sokoll@wifo.ac.at](mailto:Eva.Sokoll@wifo.ac.at)

Die Einschätzung der mittelfristigen Entwicklung der Weltwirtschaft hängt wesentlich von den Annahmen der Prognose über die Bewältigung jener Probleme ab, welche die Wachstumsdynamik derzeit besonders beeinträchtigen: In den Industrieländern sind dies vor allem die hohen Budgetdefizite und die weiterhin steigenden Staatsschuldenquoten sowie die gesamtwirtschaftlichen Folgen der Strategien zur Krisenbewältigung, insbesondere der dramatische Anstieg der Arbeitslosigkeit.

Die Wirtschaft des Euro-Raumes erholte sich vom Einbruch 2009 im Gefolge der Finanzmarktkrise nicht nachhaltig. Bereits 2011 schwächte sich das BIP-Wachstum wieder ab, ausgelöst durch den drastischen Anstieg der Zinssätze für Staatsanleihen in Griechenland, Irland und Portugal. Weder die Gründung und Ausweitung des Euro-Rettungsschirmes ("European Financial Stability Facility" – EFSF) noch die Anleihekäufe der EZB konnten verhindern, dass 2011 auch Spanien und Italien vom Anstieg der Zinssätze erfasst wurden. Diese "Zinsepidemie" wurde durch Spekulation auf eine Zahlungsunfähigkeit dieser Staaten mit "credit default swaps" massiv verstärkt (Abbildung 6; siehe auch Schulmeister, 2012).

Die betroffenen Staaten reagierten auf diese Entwicklung mit einer Verschärfung ihres Sparkurses. Gleichzeitig wechselte die Fiskalpolitik auch in allen anderen EU-Ländern auf einen restriktiven Kurs, denn die Finanzmarktkrise 2008/09 hatte die Lage der öffentlichen Finanzen nicht nur durch das Wirken der automatischen Stabilisatoren massiv verschlechtert, sondern insbesondere auch durch die von der Krise erzwungenen Konjunktur- und Bankenrettungspakete.

---

**Euro-Raum wieder  
in einer Rezession**

Der massive Anstieg der Staatsverschuldung, die synchrone Sparpolitik in der EU und die sich vertiefende Euro-Krise erhöhten die Unsicherheit und dämpften die Nachfrage von Unternehmen und Haushalten im Euro-Raum so sehr, dass das BIP insgesamt – trotz steigender Exporte – bereits 2012 wieder schrumpfte (–0,3%). Damit lag die Gesamtproduktion im Euro-Raum vier Jahre nach Ausbruch der Finanzmarktkrise um 1,5% unter dem Niveau von 2008. Gleichzeitig stiegen die Arbeitslosenquote von 7,7% auf 11,4% und die Staatsschuldenquote von 67,8% auf 91,3%. In den USA wuchs hingegen das BIP im selben Zeitraum um 3,2%, die Arbeitslosenquote erhöhte sich daher "nur" von 5,8% auf 8,1%. Die Staatsschulden in Prozent des BIP nahmen hingegen um 10 Prozentpunkte stärker zu als im Durchschnitt des Euro-Raumes, nämlich von 70,3% (2008) auf 103,5% (2012). Allerdings stieg die Staatsschuldenquote seit 2008 in jenen Euro-Ländern, die von der Finanzmarktkrise am stärksten betroffen waren und die danach die rigorosesten Sparprogramme umsetzten (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien), noch massiver als in den USA.

## Verschärfung der Fiskalregeln in der EU

Diese Entwicklungen lassen die Sparpolitik als Hauptstrategie zur Verringerung der öffentlichen Verschuldung fragwürdig erscheinen. Dennoch hält die Politik in der EU daran fest: Je mehr sich die Lage der Staatsfinanzen in den Krisenländern der Währungsunion verschlechterte, desto mehr wurde die fiskalpolitische Restriktion verschärft. Im Frühjahr 2011 wurde der "Euro-Plus-Pakt" beschlossen, der die Mitgliedsländer zur Einführung einer "Schuldenbremse" nach deutschem Vorbild verpflichtete, im Herbst 2011 folgte der "Sixpack", der die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes verschärfte, und im März 2012 beschlossen 25 der 27 Länder den Fiskalpakt, der die Regel einer Schuldenbremse um eine neue Defizitregel ergänzt (lediglich Großbritannien und Tschechien verweigerten die Zustimmung).

Seit Jänner 2013 ist der Fiskalpakt in Kraft. Seine Anwendung in einer Situation, in der sich die meisten EU-Länder in einer Rezession oder zumindest Stagnation befinden, könnte einen Aufschwung zumindest verzögern oder sogar verhindern und damit auch die mittelfristige Wirtschaftsentwicklung dämpfen. Diese Gefahr ergibt sich nicht aus dem – an sich richtigen – Ziel, die Staatsverschuldung einzudämmen, sondern aus dem Weg, auf dem dieses Ziel erreicht werden soll. Dieser Weg wird durch zwei Regeln festgelegt:

- Das strukturelle (konjunkturbereinigte) Defizit der Vertragsstaaten darf nur mehr höchstens 0,5% des BIP betragen (Defizitregel).
- Die Staatsschuld muss jährlich um ein Zwanzigstel der Differenz zwischen der aktuellen Schuldenquote und dem Zielwert von 60% des BIP verringert werden (Schuldenregel).

Stellt die Europäische Kommission eine nachhaltige Verletzung dieser Regeln fest, dann wird dieser Staat automatisch sanktioniert.

Während die Schuldenregel erst greift, wenn das Defizit bereits 3 Jahre unter 3% liegt und der Staat damit nicht mehr der "excessive deficit procedure" unterworfen ist (derzeit sind dies nur 8 der 27 EU-Staaten), gilt die neue Defizitregel permanent, abgesehen von "außergewöhnlichen Umständen" wie einem "schweren Konjunkturéinbruch". Allerdings darf die Abweichung nur "vorübergehend" sein und die "mittelfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen" nicht gefährden.

Wie die Anwendung der beiden Fiskalpakt-Regeln die mittelfristige Wirtschaftsentwicklung beeinflussen wird, hängt wesentlich vom Verfahren der Europäischen Kommission zur Schätzung des strukturellen Defizits ab.

## Gefahr negativer Rückkoppelungen

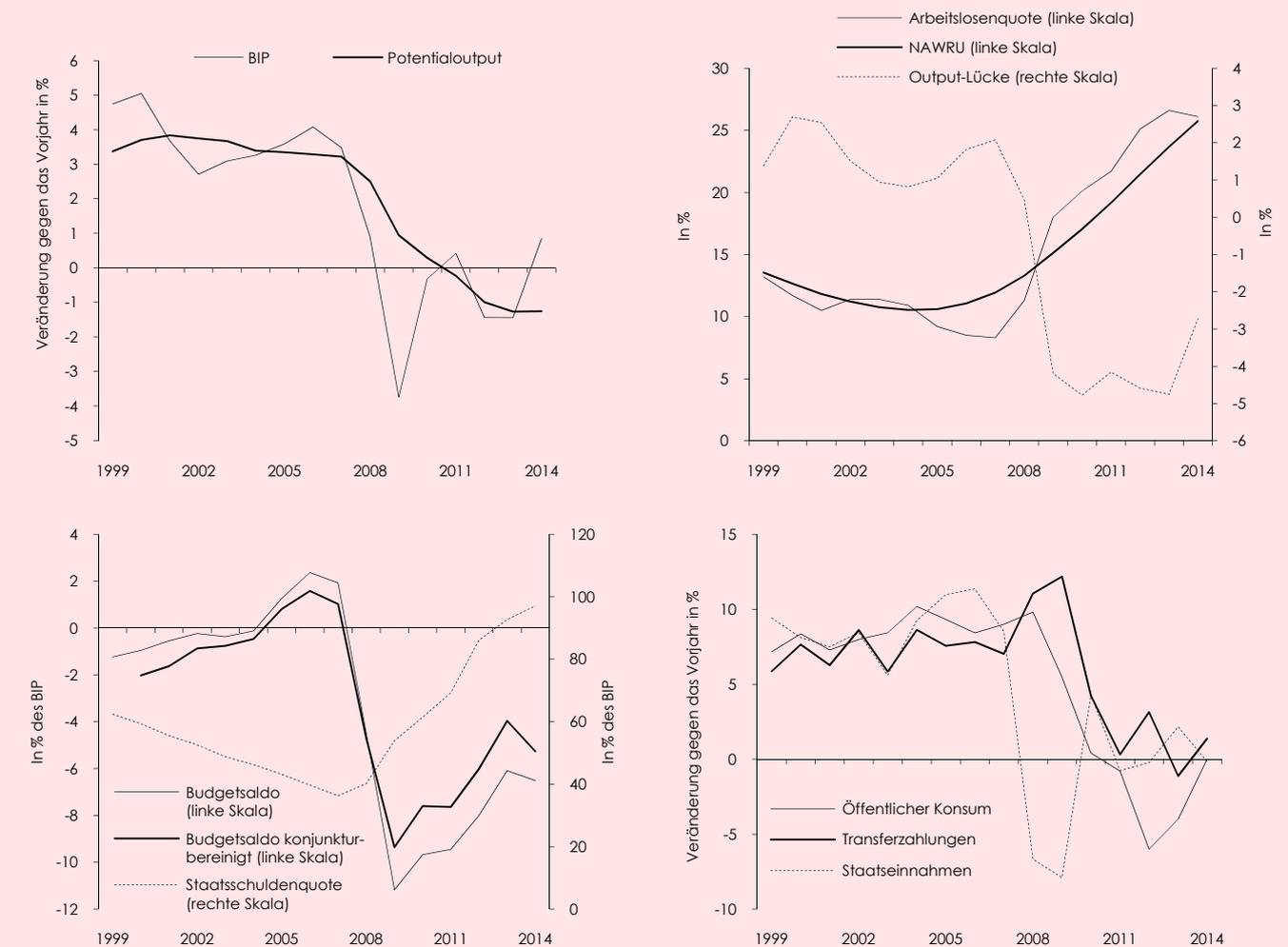
Der strukturelle Budgetsaldo ergibt sich als aus dem tatsächlichen Saldo nach Abzug der Konjunkturkomponente, also jenes Teils des Saldos, der auf die Abweichung des BIP vom Vollbeschäftigungs- bzw. Potentialoutput zurückgeht<sup>1)</sup>. Diese Differenz (in Prozent des Potentialoutputs) entspricht der Output-Lücke. Die Konjunkturkompo-

<sup>1)</sup> Zusätzlich werden Einmaleffekte abgezogen. Diese können hier außer Acht gelassen werden.

nente wird von der Europäischen Kommission auf etwa 50% der jeweiligen Output-Lücke geschätzt<sup>2)</sup>.

Beträgt etwa die Output-Lücke 10% (das BIP würde dann um 10% unter dem Vollbeschäftigungsniveau liegen), so beträgt die Konjunkturkomponente des Budgetsaldos ungefähr 5%. Bei einem Gesamtdefizit von 6% des BIP würde sich dann ein struktureller Saldo von -1% ergeben. Nach der Defizitregel des Fiskalpaktes müsste das betreffende Land sein Defizit um zumindest 0,5% des BIP verringern.

Abbildung 1: Entwicklung von Produktion, Arbeitslosigkeit und Staatsfinanzen in Spanien



Q: Eurostat.

Der Potentialoutput wird von der Europäischen Kommission mit einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion geschätzt, die den Zusammenhang zwischen dem Einsatz von Kapital und Arbeit sowie der Produktivität der beiden Faktoren näherungsweise abbildet<sup>3)</sup>. Dabei wird die verfügbare Arbeitsmenge (in Stunden) auf Basis des von Friedman (1968) entwickelten Konzepts einer "natürlichen" (oder gleichgewichtigen bzw. strukturellen) Arbeitslosenquote geschätzt. Wenn im Zuge eines Konjunkturreinbruchs, etwa ausgelöst durch einen Erdölpreisschock oder eine Finanzmarktkrise,

<sup>2)</sup> Diese "budgetary sensitivity parameters" differieren zwischen den Ländern und betragen laut Larch – Turriani (2009, S. 8) im Durchschnitt des Euro-Raumes 0,48.

<sup>3)</sup> Diese Produktionsfunktion wird in der Literatur und bei der Entwicklung ökonomischer Modelle häufig verwendet, weil sie mathematisch sehr einfach ist. Sie impliziert in ökonomischer Hinsicht u. a.: Der Einsatz von Kapital und Arbeit ist substituierbar – wenn etwa die Lohnkosten relativ zu den Kapitalkosten um 10% sinken, wird dasselbe Output-Volumen mit um 10% höherem Arbeits- und entsprechend niedrigerem Kapitaleinsatz erzeugt werden (eine Lohnsenkung wird daher die Nachfrage nach Arbeit erhöhen).

die Arbeitslosigkeit steigt, danach aber nicht auf das ursprüngliche Niveau zurückgeht, dann hat der Preismechanismus auf dem Arbeitsmarkt offenbar nicht hinreichend gut funktioniert, sei es dass die Löhne zu wenig gesunken sind oder sonstige Rigiditäten den Ausgleich von Angebot und Nachfrage verhinderten. Daher muss die strukturelle Arbeitslosenquote gestiegen sein.

Diese Arbeitslosenquote ist gleichzeitig jene, bei der die Inflationsrate stabil bleibt, sei es die Gesamtinflation ("non-accelerating inflation rate of unemployment" – NAIRU) oder die Lohninflation ("non-accelerating wage rate of unemployment" – NAWRU). Die Europäische Kommission schätzt die NAWRU als jene Arbeitslosenquote, bei der sich der Lohnanstieg nicht beschleunigt. Da jede sich verfestigende Arbeitslosigkeit strukturbedingt ist, wird die NAWRU als Trend der tatsächlichen Arbeitslosenquote geschätzt (mit Hilfe des Kalman-Filters; *D'Auria et al.*, 2010).

Der Einfluss des Schätzverfahrens der Europäischen Kommission für den Potentialoutput auf die Konsolidierungserfordernisse der öffentlichen Haushalte soll hier am Beispiel Spaniens verdeutlicht werden. Abbildung 1 zeigt die tatsächliche Entwicklung von Produktion und Arbeitslosigkeit in Spanien und die Schätzwerte von NAWRU, Potentialoutput, Output-Lücke und konjunkturbereinigtem Finanzierungssaldo (alle Daten laut Prognose der Kommission vom Herbst 2012).

Nach einer Phase hohen und stabilen Wirtschaftswachstums zwischen 1999 und 2007, in der sich der Budgetsaldo in einen Überschuss dreht und die Staatsschuldenquote auf 40% des BIP sinkt, lösen die internationale Finanzmarktkrise und das Platzen der spanischen Immobilienblase eine schwere Wirtschaftskrise aus: Die Arbeitslosenquote steigt zwischen 2007 und 2009 von 8,3% auf 18,0%, die NAWRU erhöht sich dadurch auf 15,1%. Daher sind nur mehr etwa 85% der Arbeitskräfte ("labour force") für die Produktion verfügbar (15% sind strukturell arbeitslos). Damit verringert sich das Wachstum des Potentialoutputs – trotz einer Arbeitslosenquote von fast 20% schätzt die Europäische Kommission die Output-Lücke für 2009 auf lediglich 4,2%. Nur etwa 2 Prozentpunkte des tatsächlichen, vom Staat als Folge der Finanzmarkt- und Immobilienkrise "erlittenen" Defizits von 11,2% des BIP können daher als konjunkturbedingt angesehen bzw. akzeptiert werden (Abbildung 2).

Der rasche Anstieg des als strukturell interpretierten Defizits erzwingt massive Kürzungen des öffentlichen Konsums und der staatlichen Transferzahlungen (sie stagnieren, obwohl die Zahl der Arbeitslosen sich mehr als verdoppelt hat). Die Wirtschaft gerät deshalb 2012 neuerlich in eine Rezession, die Arbeitslosigkeit steigt weiter und damit auch die NAWRU, sodass die Output-Lücke bei 4,6% des BIP verharrt: Obwohl 25% der Arbeitskräfte keine Beschäftigung finden, könnte die spanische Wirtschaft nach dem Schätzverfahren der Europäischen Kommission lediglich um knapp 5% mehr produzieren, als sie tatsächlich produziert – 21,5% der Arbeitskräfte werden als strukturell arbeitslos angesehen und stehen der Produktion nicht mehr zur Verfügung. Da der größte Teil der tatsächlichen Arbeitslosigkeit als strukturbedingt interpretiert wird, wird auch der größte Teil des Budgetdefizits als strukturell angesehen (Abbildung 1). Daher werden zusätzliche Konsolidierungsmaßnahmen erforderlich, die zwar das Haushaltsdefizit verringern, aber um den Preis einer weiteren Zunahme der Arbeitslosigkeit.

Mit dem Anstieg der Arbeitslosigkeit und dem Rückgang der Wirtschaftsleistung steigt die Staatsschuldenquote Spaniens drastisch (paradoxerweise in hohem Maß als Folge der Konsolidierungsmaßnahmen nach dem Konjunkturerinbruch): Nach Schätzung der Europäischen Kommission erhöht sich die Staatsschuld von 53,9% (2009) bis 2014 auf 97,1% des BIP, im selben Zeitraum kann das strukturelle bzw. konjunkturbereinigte Defizit nicht einmal halbiert werden, es sinkt von 9,4% auf 5,3% (Abbildung 1).

Wenn die Staatsschuldenquote Spaniens bis zum Erreichen eines strukturellen Defizits von 0,5% des BIP auf etwa 120% des BIP steigt, muss danach entsprechend der Schuldenregel jährlich im Ausmaß von 3% des BIP konsolidiert werden, um nach etwa 20 Jahren das Ziel einer Staatsschuldenquote von 60% des BIP zu erreichen.

## Übersicht 1: Arbeitslosigkeit, Output-Lücke und Staatsfinanzen

2012

	BIP- Wachstum Verände- rung gegen das Vorjahr in %	Arbeitslosenquote		Output- Lücke In % des Potential- outputs	Budgetsaldo		Staats- schuld In % des BIP
		In %			In % des BIP		
		Aktuell	NAWRU		Aktuell	Konjunktur- bereinigt	
Euro-Raum	- 0,4	11,3	10,2	- 2,3	- 3,3	- 2,2	92,9
Deutschland	+ 0,8	5,5	6,2	- 0,3	- 0,2	0,2	81,7
Frankreich	+ 0,2	10,2	9,7	- 2,3	- 4,6	- 3,4	90,0
Italien	- 2,3	10,6	9,7	- 3,2	- 2,8	- 1,4	126,5
Spanien	- 1,4	25,1	21,5	- 4,6	- 8,0	- 6,3	86,1
Niederlande	- 0,3	5,4	4,5	- 2,7	- 3,6	- 2,2	68,8
Belgien	- 0,2	7,5	7,5	- 1,3	- 3,1	- 2,7	99,9
Österreich	+ 0,8	4,5	4,3	- 0,5	- 3,2	- 2,6	74,6
Finnland	+ 0,1	7,9	7,2	- 2,0	- 2,0	- 0,6	53,1
Irland	+ 0,4	14,8	13,5	- 1,5	- 8,4	- 7,9	117,6
Portugal	- 3,0	15,5	13,7	- 4,3	- 5,0	- 4,1	119,1
Griechenland	- 6,0	23,6	14,8	- 13,0	- 6,8	- 1,5	176,7
Großbritannien	- 0,3	7,9	7,3	- 3,4	- 6,2	- 6,4	88,7
Schweden	+ 1,1	7,5	6,5	- 1,0	- 0,2	0,6	37,4
Dänemark	+ 0,6	7,7	5,9	- 3,3	- 4,0	- 0,3	45,4
Polen	+ 2,4	10,1	8,3	- 1,4	- 3,4	- 2,9	55,5
Tschechien	- 1,3	7,0	6,9	- 2,2	- 3,5	- 2,5	45,1
Ungarn	- 1,2	10,8	10,8	- 3,2	- 2,6	- 2,0	78,4
EU 27	- 0,3	10,5	9,4	- 2,5	- 3,6	- 2,7	86,8

Q: Eurostat, Ameco.

Das mittelfristige Wachstum der europäischen Wirtschaft könnte insbesondere dann durch die Umsetzung des Fiskalpaktes nachhaltig gedämpft werden, wenn versucht wird, das Ziel eines strukturellen Defizits von unter 0,5% des BIP rasch und mit radikalen Sparmaßnahmen zu erreichen (wie etwa in Spanien): 25 der 27 EU-Länder wiesen 2012 ein konjunkturbereinigtes Defizit von mehr als 0,5% des BIP auf, der Durchschnitt aller Euro-Länder lag bei 2,2% des BIP, der EU-Durchschnitt bei 2,7% (Übersicht 1). Wenn alle diese Länder gleichzeitig ihre Konsolidierungsmaßnahmen intensivieren, werden einander die negativen Rückkoppelungseffekte verstärken. Da überdies die Gesamtproduktion in den meisten EU-Ländern stagniert oder schrumpft und die Arbeitslosigkeit das höchste Niveau seit dem Zweiten Weltkrieg erreicht hat, könnte die Wirtschaft in eine Abwärtsspirale geraten, wenn sich die Politik ausschließlich auf die Budgetkonsolidierung konzentriert<sup>4)</sup>.

Diese Gefahr sollte deshalb nicht außer Acht gelassen werden, weil die fiskalpolitischen Regeln der EU – von den Maastricht-Kriterien bis zum Fiskalpakt – ebenso wie das Verfahren der Europäischen Kommission zur Schätzung struktureller Defizite davon ausgehen, dass Konsolidierungsmaßnahmen keinen dämpfenden Effekt auf die Gesamtwirtschaft haben<sup>5)</sup>. Im Gegensatz dazu betont der Internationale Währungsfonds die Bedeutung negativer Multiplikatoreffekte und stellt fest, dass deren Höhe früher unterschätzt worden sei. Tatsächlich läge der Fiskalmultiplikator nicht wie zu meist angenommen bei 0,5, sondern zwischen 0,9 und 1,7 (eine Konsolidierungsmaßnahme im Ausmaß von 1 Mrd. dämpft das BIP in einem Ausmaß von 0,9 Mrd. bis 1,7 Mrd.; *International Monetary Fund*, 2012, Box 1.1, S. 41ff)<sup>6)</sup>.

<sup>4)</sup> Wie eine Simulation mit dem Oxford-Modell zeigt, schwächt eine strikte Umsetzung der Regeln des Fiskalpaktes die Wachstumsdynamik mittelfristig erheblich, insbesondere im Vergleich zur Strategie, mit Hilfe von Eurobonds die Zinssätze für Staatsanleihen der Euro-Länder bei 2% zu stabilisieren (*IMK – OFCE – WIFO*, 2012).

<sup>5)</sup> So wird etwa in der umfassenden Darstellung der Defizit- und Schuldenregeln und der Optionen zu ihrer Verbesserung bzw. Verschärfung in *European Commission* (2011) die Möglichkeit einer Wachstumsdämpfung durch Konsolidierungsmaßnahmen und damit einer Zielverfehlung an keiner Stelle in Erwägung gezogen.

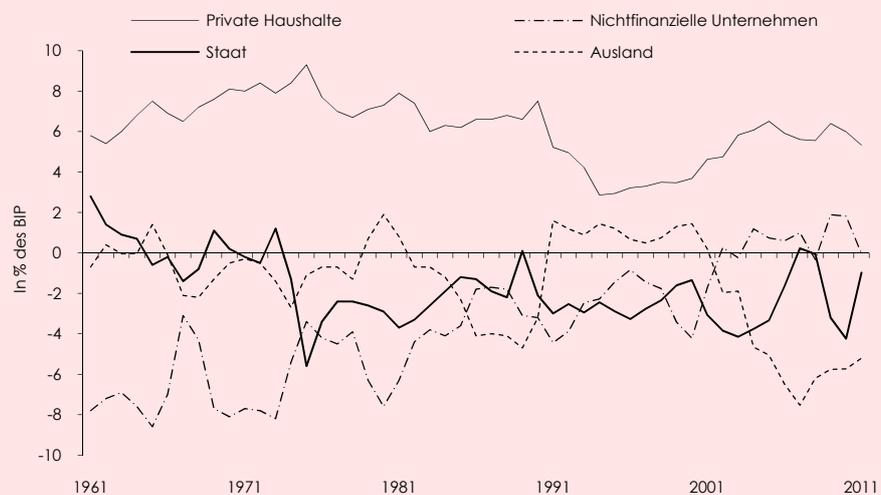
<sup>6)</sup> Eine detaillierte Analyse der Unterschätzung der Höhe des Fiskalmultiplikators lieferten jüngst *Blanchard – Leigh* (2013).

## Staatsfinanzen und gesamtwirtschaftliche Entwicklung

Die Vernachlässigung der Rückkoppelungseffekte einer restriktiven Fiskalpolitik (wie auch eines Rückganges der Reallöhne) resultiert aus der monetaristischen Basierung der fiskalpolitischen Regeln der EU. Gemäß der monetaristischen Wirtschaftstheorie hat der Staat unbeschränkte Kontrolle über seinen Finanzierungssaldo; dieser ist also nicht auch Resultat makroökonomischer Kettenreaktionen, ausgelöst u. a. durch Maßnahmen der Fiskalpolitik selbst. Zwar können auch nach monetaristischer Sicht Schocks auftreten, welche den Budgetsaldo verschlechtern. Wenn aber der Staat danach seine Ausgaben senkt, wird die Privatwirtschaft wieder expandieren ("crowding in") und der Budgetsaldo wieder ausgeglichen sein.

Im Kontext der monetaristischen Theorie haben die Probleme der Staatsverschuldung und der Arbeitslosigkeit ganz unterschiedliche Ursachen und sind daher voneinander unabhängig: Ein längerfristiger Anstieg der öffentlichen Verschuldung ist in erster Linie durch zu hohe Staatsausgaben verursacht, eine Zunahme der Arbeitslosigkeit hingegen durch zu hohe Lohnkosten und durch Regulierungen, welche die Marktkräfte hindern, Angebot und Nachfrage in Übereinstimmung zu bringen.

Abbildung 2: Finanzierungssalden in Deutschland



Q: Deutsche Bundesbank. Nichtfinanzielle Unternehmen und Staat: 1995 um Sondereffekt der Auflösung der Treuhandanstalt bereinigt, 2000 um Sondereffekt der UMTS-Lizenzen bereinigt.

Die empirische Evidenz lässt diese Sichtweise fragwürdig erscheinen, denn der Finanzierungssaldo des Staates verändert sich in Interaktion mit den Salden der anderen Sektoren (die Summe aller Salden beträgt Null). Wenn etwa der Unternehmenssektor seine Kreditaufnahme (Defizit) stark einschränkt (wegen eines Rückganges der Investitionsnachfrage) oder der Haushaltssektor sein Sparen (Überschuss) ausweitet (wegen einer Abnahme der Konsumnachfrage), wird der Staat eine Verschlechterung seines Finanzierungssaldos "erleiden" (sofern nicht das jeweilige Ausland seinen Saldo verschlechtert, das betreffende Land also eine Verbesserung der Leistungsbilanz erreicht).

Abbildung 2 verdeutlicht diese Zusammenhänge am Beispiel der Entwicklung in Deutschland seit 1960 (der Finanzsektor weist als Intermediär keine ausgeprägten Überschüsse bzw. Defizite auf und wird in der Abbildung nicht gesondert ausgewiesen). 1966/67 und 1973/1975 ging das Finanzierungsdefizit des Unternehmenssektors zurück, gleichzeitig verschlechterte sich der Staatssaldo, 1973/1975 viel stärker als 1966/67 (im ersten Fall verschlechterte sich gleichzeitig der Saldo des Auslandes, die deutsche Leistungsbilanz verbesserte sich also, im zweiten Fall ergab sich die gegenteilige Entwicklung).

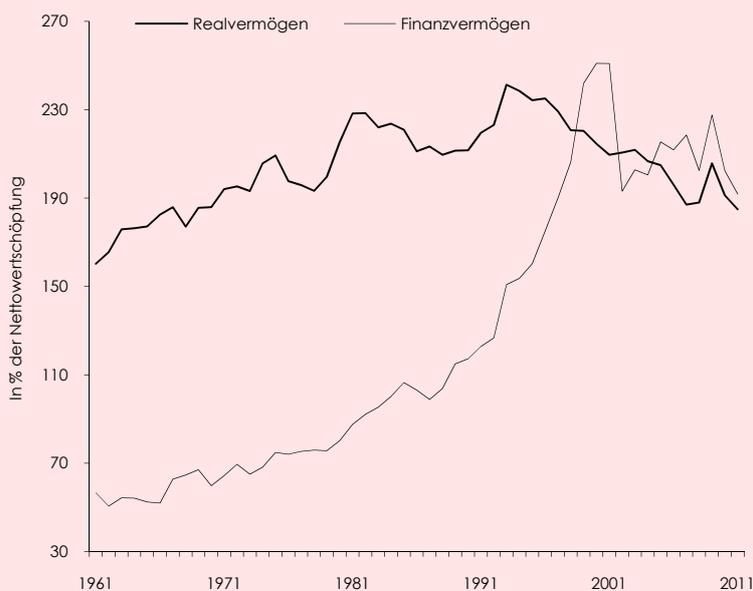
Dies sagt noch nichts über die Kausalzusammenhänge aus, doch scheint die Annahme, die Rezession 1967 bzw. der Erdölpreisschock 1973 und der nachfolgende Konjunkturreinbruch hätten diese Saldenverschiebungen verursacht, viel plausibler

als eine Interpretation, wonach eine Ausweitung des Budgetdefizits die Unternehmen zu einer Einschränkung ihrer Kreditaufnahme veranlasst habe.

Auch zwischen 1980 und 1985 (nach dem zweiten Erdölpreisschock und der anschließenden Rezession) und zwischen 2000 und 2004 schränkte der deutsche Unternehmenssektor seine Kreditnachfrage stark ein. Darauf stieg das Budgetdefizit zunächst, ab 1982 bzw. 2003 verringerte es sich jedoch, da die deutsche Wirtschaft ihre Überschüsse gegenüber dem Ausland beträchtlich ausweiten konnte, insbesondere nach 2003. Dafür war auch die Politik der Lohnzurückhaltung in Deutschland zwecks Forcierung der Exportnachfrage maßgeblich, während gleichzeitig die Länder in Südeuropa auf eine Expansion ihrer Binnennachfrage setzten.

Diese Asymmetrie ließ die Leistungsbilanzungleichgewichte im Euro-Raum markant steigen und konfrontierte die südeuropäischen Länder nach 2007 mit einem zweifachen Defizitproblem: Das Budgetdefizit stieg als Folge der Finanzmarktkrise und des Konjunkturereinbruches 2009 sprunghaft, zugleich war das Leistungsbilanzdefizit hoch (zur Zunahme der Ungleichgewichte im Euro-Raum siehe Ederer, 2010, 2011, Horn – Joebges – Zwiener, 2009, Niechoj et al., 2011). Gleichzeitig ging die Kreditaufnahme des Unternehmenssektors deutlich zurück (Schulmeister, 2012). Unter diesen Bedingungen dämpften die Konsolidierungsbemühungen das Wirtschaftswachstum stärker als das Budgetdefizit, die Staatsschuldenquote stieg daher immer mehr.

Abbildung 3: Langfristige Entwicklung der Kapitalbildung der nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland



Q: Deutsche Bundesbank, destatis; WIFO-Berechnungen.

Im Hinblick auf die langfristigen Verschiebungen der Finanzierungssalden lassen sich zwei Phasen unterscheiden: Bis zum ersten Erdölpreisschock 1973 entsprach das Defizit der Unternehmen etwa dem Überschuss der privaten Haushalte (mit Ausnahme der Rezession 1967; Abbildung 2). Bei festen Wechselkursen, stabilen Rohstoffpreisen und Zinssätzen deutlich unter der Wachstumsrate (Abbildung 5) konzentrierte sich das Gewinnstreben auf die Realwirtschaft, die Unternehmen übernahmen daher das Sparen der Haushalte in Form von Investitionskrediten und wandelten es so in Realkapital und (damit) Arbeitsplätze um. Mit dem Rückgang der Arbeitslosigkeit und dem Erreichen von Vollbeschäftigung bei stabilem Wirtschaftswachstum verringerte sich die Staatsschuldenquote stetig, obwohl der Sozialstaat ausgebaut wurde (Abbildung 5).

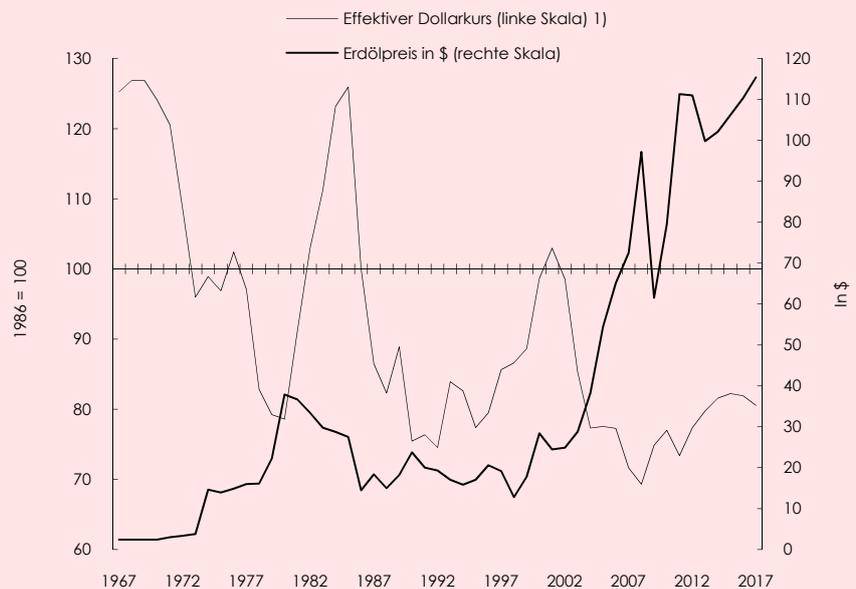
Nach Aufgabe des Systems fester Wechselkurse 1971 veränderten sich die Rahmenbedingungen in mehreren Etappen grundlegend. Auf die beiden Dollarabwertungen 1971/1973 und 1976/1979 folgen zwei Erdölpreisschocks (Abbildung 4). Diese

zogen nicht nur jeweils eine Rezession nach sich, sondern erhöhten auch die Inflation nachhaltig. Darauf reagierten die Notenbanken mit einer drastischen Hochzinspolitik: Seit 1980 liegt der Zinssatz in Europa über der Wachstumsrate, davor war er zwei Jahrzehnte lang darunter gelegen. Die enormen Schwankungen von Wechselkursen und Rohstoffpreisen (Abbildung 4) dämpften unternehmerische Aktivitäten in der Realwirtschaft und erhöhten – gemeinsam mit dem Aktienboom 1982/2000 – die Anreize für Finanzmarktspekulation. Letztere wurde durch die Schaffung der Finanzderivate seit den 1980er-Jahren gefördert.

Zusätzlich gedämpft wurde die Wirtschaftsentwicklung durch die "dynamische Budgetbeschränkung": Liegt der Zinssatz über der Wachstumsrate, so darf ein Schuldnersektor (Unternehmen, Staat) nur weniger an Krediten aufnehmen als er an Zinsen für bestehende Schulden zu zahlen hat (er muss einen Primärüberschuss erwirtschaften), andernfalls würden seine Schulden stärker steigen als das BIP. Daher drosselten die Unternehmen ab Anfang der 1980er-Jahre ihre Kreditaufnahmen und Realinvestitionen nachhaltig und erreichten so einen Primärüberschuss.

Die privaten Haushalte erwirtschaften in der Regel einen Primärüberschuss (sie sparen mehr als sie an Zinserträgen einnehmen). Da die Summe aller Primärbilanzen Null beträgt, kann der Staat nur dann einen Primärüberschuss erzielen, wenn der vierte Sektor, das Ausland, ein hohes Primärdefizit aufrechterhält. Dies kann wiederum nur einzelnen Ländern durch einen hohen Leistungsbilanzüberschuss gelingen wie etwa Deutschland. Da die europäischen Volkswirtschaften in ihrer Gesamtheit gegenüber den Ländern in Übersee eine annähernd ausgeglichene Leistungsbilanz aufweisen, nahm ihre Staatsschuldenquote seit der "Drehung" des Zins-Wachstums-Differentials vom negativen in den positiven Bereich langfristig zu (Abbildung 5; Schulmeister, 1995).

Abbildung 4: Dollarkurs und Erdölpreis



Q: OECD, IWF, Oxford Econometrics. – 1) Gegenüber DM, französischem Franc, Pfund, Yen.

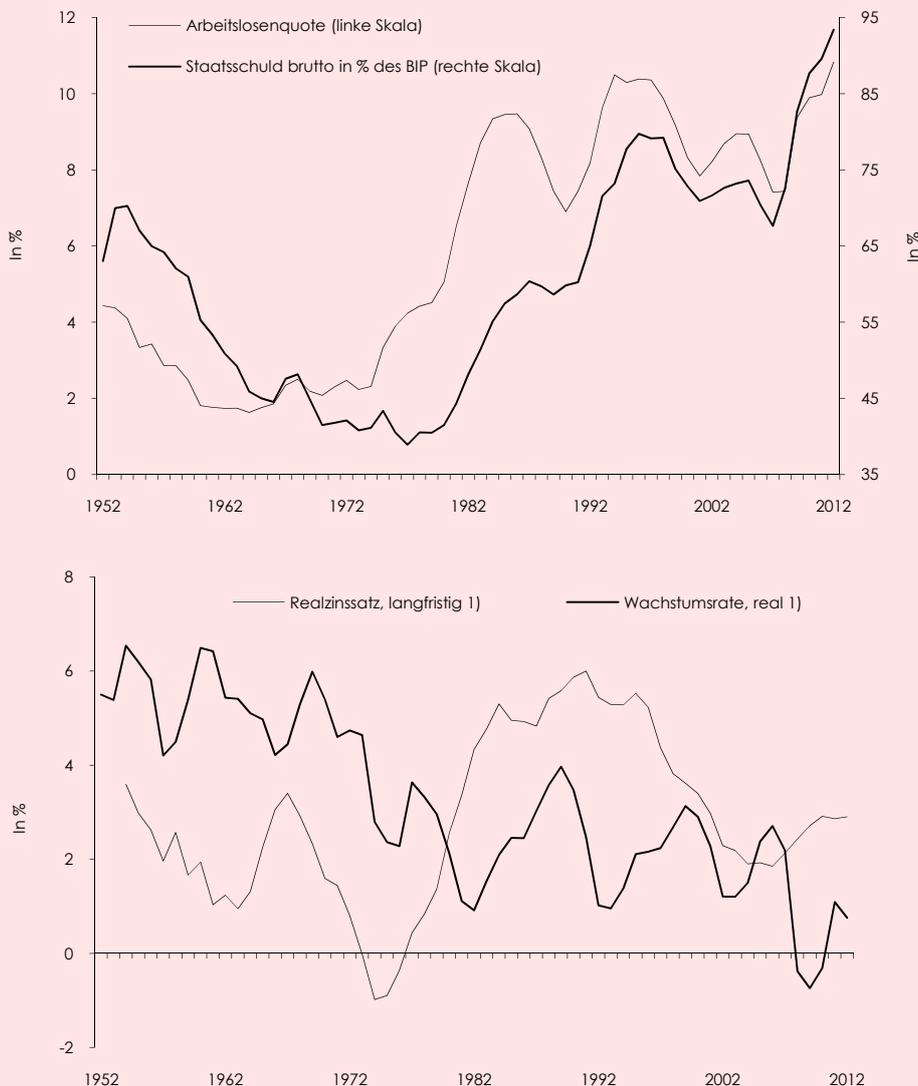
Alle diese Änderungen der Rahmenbedingungen verlagerten das Gewinnstreben der Unternehmen langfristig von Real- zu Finanzinvestitionen. Dementsprechend verringerte der deutsche Unternehmenssektor sein Finanzierungsdefizit seit den frühen 1970er-Jahren langfristig, seit 2004 verzeichnet er sogar einen Überschuss (Abbildung 2).

In systemischer Sicht kann eine nachhaltige Konsolidierung der Staatsfinanzen in der gesamten EU nur dann gelingen, wenn die privaten Haushalte ihren Überschuss reduzieren (dies lässt sich mit ausgabenseitigen Maßnahmen kaum erreichen) und/oder wenn die Unternehmen wieder ein ausgeprägtes Finanzierungsdefizit auf-

recht halten. Dies erfordert Änderungen der Anreize, welche die Bildung von Real- und Humankapital fördern, Finanzinvestitionen und -spekulationen dagegen einschränken.

Der Rückgang der Kreditaufnahme der Unternehmen zur Finanzierung von Realinvestitionen und die Zunahme ihrer Finanzinvestitionen zeigen sich markant an der langfristigen Entwicklung des Real- bzw. Finanzvermögens der Unternehmen in Deutschland (Abbildung 3): Bis in die frühen 1970er-Jahre konzentrierte sich die Vermögensbildung auf das Realkapital. Der erste Erdölpreisschock 1973 dämpfte sie nur temporär, nach dem zweiten Erdölpreisschock, der hartnäckigen Rezession 1980/1982 und der Wende zu einem positiven Zins-Wachstums-Differential sank das Realvermögen der Unternehmen relativ zu ihrer Nettowertschöpfung, gleichzeitig boomte ihr Finanzvermögen. Seit der kurzen Erholungsphase um 1990 (auch gefördert durch die deutsche Wiedervereinigung) sinkt die Realakkumulation fast ständig.

Abbildung 5: Zinssatz, Wachstumsrate, Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung in Westeuropa



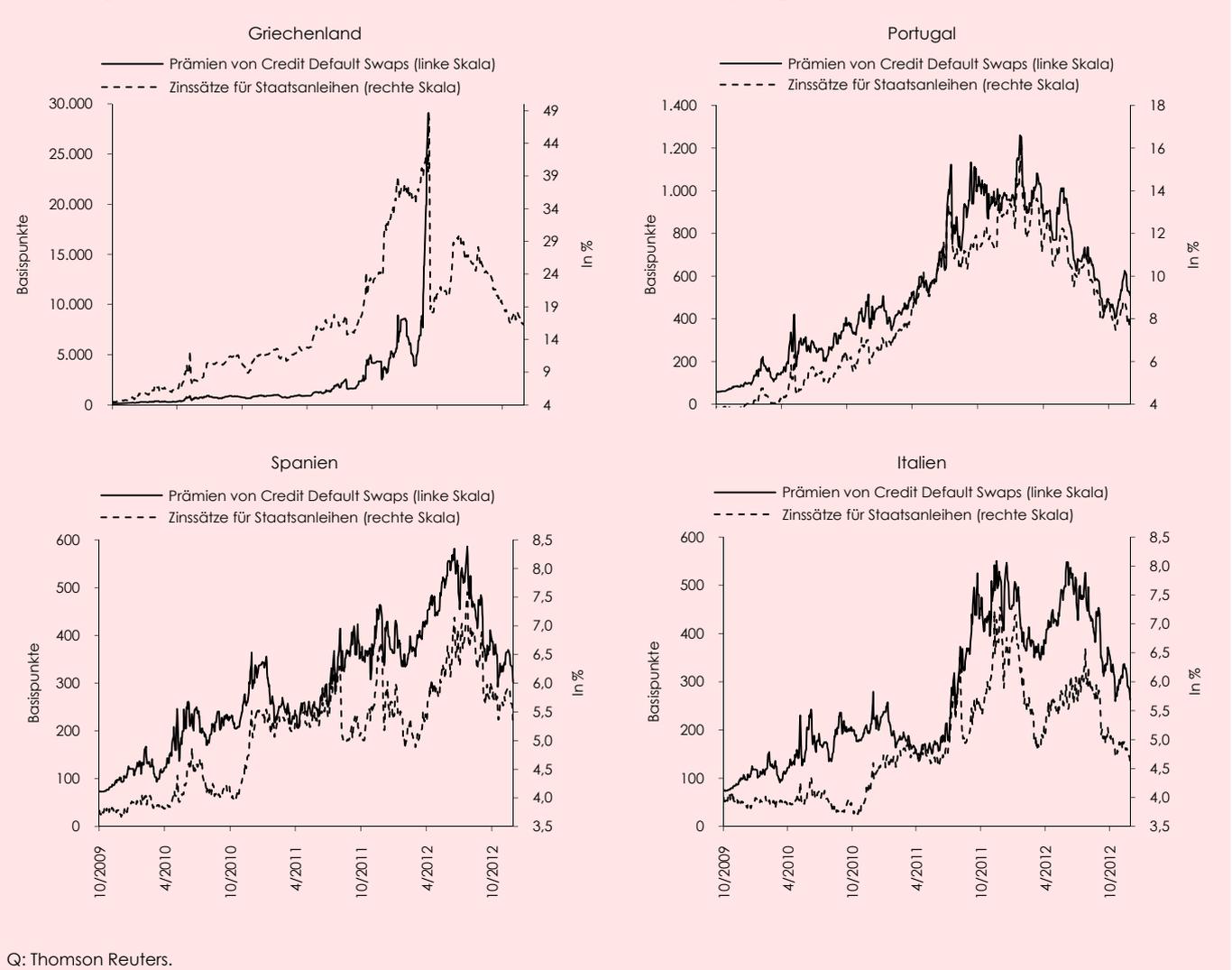
Q: OECD. – 1) Gleitender Dreijahresdurchschnitt.

Durch diese Entwicklung wurde der Prozess der "job creation" nachhaltig gedämpft. Produktive Arbeitsplätze benötigen eine – nach Branchen unterschiedlich große – Ausstattung mit Realkapital (lediglich "working-poor jobs" sind mit sehr wenig oder gar keinem Realkapital ausgestattet).

In systemischer Sicht hat daher die Entwicklung der Staatsverschuldung und der Beschäftigung eine gemeinsame Determinante (siehe dazu *Schulmeister, 1998*): die Attraktivität von Realakkumulation relativ zu Finanzakkumulation. Lenken die Anreize das Gewinnstreben auf realwirtschaftliche Aktivitäten, so verwandelt der Unternehmenssektor das Sparen der Haushalte in Realkapital und Arbeitsplätze. Der Staat hat einen annähernd ausgeglichenen Finanzierungssaldo, bei einem negativen Zins-Wachstums-Differential sinkt die Staatsschuldenquote, und gleichzeitig geht die Arbeitslosigkeit zurück (wie in den 1950er- und 1960er-Jahren; Abbildung 5).

Verlagert sich das Gewinnstreben durch Änderung der Rahmenbedingungen zur Finanzakkumulation, so sinken Realinvestitionen und Wirtschaftswachstum, während Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung steigen, wie etwa seit den 1970er-Jahren (Abbildung 5). In dieser Betrachtungsweise ist es wenig erfolgversprechend, das Problem der Staatsverschuldung unabhängig vom Problem der Arbeitslosigkeit lösen zu wollen. Solange der systemische Charakter beider Probleme und damit die Anreize für Real- bzw. Finanzinvestitionen nicht berücksichtigt werden, erhöht eine primär auf die Budgetkonsolidierung ausgerichtete Politik die Arbeitslosigkeit in einem so hohen Ausmaß, dass die Konsolidierungsziele immer wieder verfehlt werden. Dies zeigt nicht nur die Erfahrung mit der Sparpolitik in den südeuropäischen Ländern seit 2009, sondern auch der enge langfristige Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung seit den 1950er-Jahren (Abbildung 5).

Abbildung 6: Prämien von "Credit Default Swaps" und Zinssätze für 10-jährige Staatsanleihen



## Prognoseszenario

Seit Ausbruch der Finanzmarktkrise verschlechtert sich die wirtschaftliche Lage in Europa schrittweise. Die Wirtschaftskrise 2009 sowie die Banken- und Konjunkturpakete

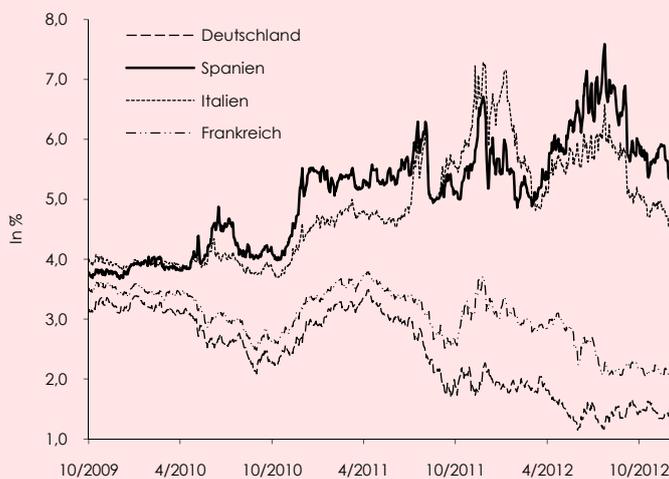
ließen die Staatsverschuldung sprunghaft steigen. Dies löste eine Spekulation auf die Zahlungsunfähigkeit von Euro-Staaten aus, welche die Anleihezinssätze für Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien in die Höhe trieb. Die Politik reagierte darauf mit massiven Sparmaßnahmen, welche die Wirtschaft in den betroffenen Ländern schrumpfen ließen, sodass das BIP in der gesamte EU 2012 neuerlich sank.

Die Politik hat – wenn auch mit Verzögerung – aus diesen Entwicklungen gelernt und beschreitet neue Wege. So wurde der Rettungsschirm ESFS geschaffen und zum "European Stability Mechanism" (ESM) ausgeweitet. Besonders markant war der Kurswechsel in der Geldpolitik: Die Europäische Zentralbank (EZB) begann schon 2010, Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt anzukaufen, um den Zinsanstieg zu bremsen. Im Sommer 2012 wurde das Programm der Outright Monetary Transactions (OMT) beschlossen: Demnach wird die EZB in Zukunft unter bestimmten Bedingungen Anleihen von Euro-Staaten in unbeschränkter Höhe ankaufen. Diese Ankündigung hatte einen massiven Rückgang der CDS-Prämien und Anleihezinssätze zur Folge (Abbildungen 6 und 7).

Die vorliegende Prognose geht davon aus, dass auch die Fiskalpolitik ihren Kurs aufgrund der Erfahrungen mit den Folgen der massiven Sparpakete in Griechenland ändern wird: So dürfte das Tempo, in dem das Ziel eines strukturellen Defizits von 0,5% des BIP erreicht werden soll, gedrosselt werden (der Fiskalpakt setzt diesbezüglich keine Frist). Gleichzeitig wird die Politik auch expansive Impulse setzen. Ergänzt werden könnte dies durch eine Modifikation der Methode, nach welcher die Europäische Kommission das strukturelle Defizit schätzt, um so die Gefahr negativer Rückkoppelungseffekte einzuschränken (obwohl das BIP der EU 27 im Jahr 2012 schrumpfte, war die tatsächliche Arbeitslosenquote laut Europäischer Kommission kaum höher als die strukturelle, approximiert durch die NAWRU; Übersicht 1).

Die Geldpolitik der EZB wird in den nächsten fünf Jahren einen ausgesprochen expansiven Kurs verfolgen, der eine weitere Senkung der noch immer hohen Zinsdifferenziale zwischen Euro-Ländern ermöglichen wird.

Abbildung 7: Zinssätze für 10-jährige Staatsanleihen



Q: Thomson Reuters.

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 2012. Diese sieht für die nächsten Jahre keine massiven Konsolidierungsmaßnahmen vor, entspricht also in diesem Punkt dem Szenario der aktuellen kurzfristigen WIFO-Prognose. Allerdings erscheint die OEF-Prognose für die USA angesichts der anhaltenden Unsicherheit

**Die wichtigsten  
Ergebnisse der  
Prognose**

über die mittelfristige Budgetkonsolidierung zu optimistisch (die Basisversion rechnet für 2013 mit einem Wirtschaftswachstum von 2,5%, das bis 2015 auf +3,3% steigt). Dementsprechend dürfte die Konsumnachfrage in den USA etwas schwächer expandieren als vom OEF-Modell ausgewiesen.

Umgekehrt erwartet das WIFO für den Euro-Raum eine etwas günstigere Entwicklung als die Basisversion des OEF-Modells. Dies gilt insbesondere für jene Länder, welche 2012 nicht in eine Rezession geraten sind, wie Deutschland, Frankreich, Belgien, Österreich und Finnland. In diesen Ländern sollte die Konsumnachfrage 2013 etwas stärker wachsen als laut OEF-Modell.

Aufgrund dieser Annahmen wurde eine neue Modelllösung berechnet, ihre Ergebnisse bilden die Grundlage der vorliegenden Prognose. Sie entspricht für 2013 und 2014 der WIFO-Konjunkturprognose vom Dezember 2012, weicht aber in einzelnen Variablen geringfügig ab (Kaniovski – Pitlik – Schiman, 2013): Die vorliegende Prognose ist das Ergebnis einer ökonometrischen Modellsimulation, während die Konjunkturprognose verschiedene Methoden kombiniert.

Übersicht 2 fasst die wichtigsten Rahmenbedingungen der Weltwirtschaft zusammen. Das Zinsniveau (nominell) wird bis 2017 merklich niedriger sein als in jeder Fünfjahresperiode seit 1945. Dies gilt insbesondere für die kurzfristigen Zinssätze. Diese werden nicht zuletzt als Folge der anhaltend expansiven Geldpolitik der EZB im Durchschnitt 2013/2017 annähernd so niedrig sein wie in den USA (0,2% bzw. 0,3%). In den fünf Jahren davor lag der kurzfristige Euro-Zinssatz bei 1,7% und damit merklich über dem entsprechenden Dollarzinsatz (0,9%).

**Außerordentlich niedriges Zinsniveau**

Übersicht 2: Entwicklung der weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen

	Wechselkurse		Kurzfristige Zinssätze		Langfristige Zinssätze		Erdölpreis (Brent)	Dollarzinsatz, real <sup>1)</sup>
	\$ je Euro	Yen je Euro	Dollar In %	Euro In %	Dollar In %	Euro In %		
Ø 1993/1997	1,23	132,5	5,1	6,0	6,5	7,6	17,9	5,0
Ø 1998/2002	0,99	118,3	4,6	3,8	5,3	4,9	21,7	7,0
Ø 2003/2007	1,25	141,9	3,4	2,8	4,4	4,0	51,8	- 5,8
Ø 2008/2012	1,37	122,5	0,9	1,7	2,9	4,0	92,1	- 2,9
2012	1,28	102,3	0,4	0,6	1,8	4,0	111,0	5,1
2013	1,24	106,6	0,3	0,6	1,8	3,7	99,8	3,8
2014	1,22	114,0	0,3	0,3	2,2	3,4	102,1	- 0,3
2015	1,19	114,5	0,3	0,1	2,9	3,5	106,2	- 1,3
2016	1,20	117,5	0,3	0,1	3,3	3,7	110,4	- 1,4
2017	1,21	119,4	0,3	0,2	3,1	3,6	115,4	- 2,3
Ø 2013/2017	1,21	114,4	0,3	0,2	2,6	3,6	106,8	- 0,3

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO. – <sup>1)</sup> Kurzfristiger Dollarzinsatz, deflationiert mit den Welthandelspreisen insgesamt.

Die langfristigen Zinssätze werden im Euro-Raum höher bleiben als in den USA, in erster Linie wegen der anhaltenden Euro-Krise und der damit verbundenen hohen Anleihezinssätze in Problemländern wie Spanien und Italien. Allerdings prognostiziert das Modell einen stetigen Rückgang des Zinsdifferentials gegenüber den USA von 2,2 Prozentpunkten (2012) auf 0,5 Prozentpunkte (2017). Die Schulden- und Zinsproblematik dürfte somit im Euro-Raum bis 2013 zumindest gemildert werden: Der Zinsabstand zu den USA verringert sich von 1,5 Prozentpunkten im Jahr 2012 nach den Berechnungen des Oxford-Modells 2013 auf 0,6 Prozentpunkte (Übersicht 1).

Der Wechselkurs des Euro sollte sich bis 2017 auf 1,21 \$ abschwächen, in erster Linie weil die Konjunktur 2013 in der EU merklich ungünstiger verläuft als in den USA<sup>7)</sup>. Wegen der 2013 noch schwachen Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern (das BIP dürfte wie 2012 um lediglich 1,2% wachsen; Übersicht 4) sollte der Rohölpreis (Brent) auf etwa 100 \$ je Barrel sinken und bis 2017 wieder auf 115,4 \$ steigen (Abbil-

<sup>7)</sup> In diesem Punkt unterscheidet sich die Modellprognose am deutlichsten von der WIFO-Konjunkturprognose, die von einem konstanten Wechselkurs ausgeht, also einen "random walk" für die wahrscheinlichste Entwicklung hält.

dung 4, Übersicht 2). Auch die sonstigen Rohstoffe werden sich etwas stärker verteuern als die Industriewaren, doch bleibt die Differenz gering (+1,3% pro Jahr im Durchschnitt 2012/2017 gegenüber +0,3%; Übersicht 3).

Übersicht 3: Entwicklung des Welthandels

	Ø 1992/ 1997	Ø 1997/ 2002	Ø 2002/ 2007	Ø 2007/ 2012	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Ø 2012/ 2017	
	Jährliche Veränderung in %											
Wechselkurs 4 Reservewährungen je \$	+ 2,8	+ 2,9	- 6,2	+ 1,6	+ 5,4	+ 3,1	+ 2,3	+ 0,8	- 0,4	- 1,7	+ 0,8	
Welthandelspreise	- 0,1	- 2,4	+ 9,2	+ 3,2	- 4,6	- 3,6	+ 0,5	+ 1,6	+ 1,6	+ 2,6	+ 0,5	
Erdöl	- 0,2	+ 5,4	+ 23,8	+ 8,9	- 0,3	- 10,1	+ 2,3	+ 4,1	+ 3,9	+ 4,6	+ 0,8	
Sonstige Rohstoffe	+ 2,5	- 4,2	+ 12,7	+ 4,0	- 9,7	+ 1,3	+ 0,9	+ 1,1	+ 0,5	+ 2,8	+ 1,3	
Industriewaren	- 0,4	- 2,7	+ 7,3	+ 2,1	- 4,6	- 3,1	+ 0,1	+ 1,2	+ 1,4	+ 2,1	+ 0,3	
Welt	Exporte	+ 7,4	+ 5,0	+ 8,0	+ 2,5	+ 2,9	+ 4,0	+ 6,3	+ 6,2	+ 6,2	+ 6,0	+ 5,7
	Importe	+ 8,0	+ 6,2	+ 8,9	+ 2,3	+ 2,0	+ 4,2	+ 6,6	+ 6,6	+ 6,3	+ 6,0	+ 5,9
Industrielländer	Exporte	+ 7,7	+ 5,1	+ 6,5	+ 1,9	+ 3,1	+ 3,4	+ 5,5	+ 5,4	+ 5,4	+ 5,1	+ 5,0
	Importe	+ 7,8	+ 6,3	+ 6,8	+ 0,9	+ 1,4	+ 3,1	+ 5,6	+ 5,6	+ 5,3	+ 5,0	+ 4,9
USA	Exporte	+ 9,5	+ 1,1	+ 7,3	+ 3,4	+ 4,1	+ 4,0	+ 7,3	+ 8,1	+ 8,1	+ 8,6	+ 7,2
	Importe	+ 10,3	+ 6,9	+ 6,2	+ 0,4	+ 3,6	+ 3,4	+ 7,4	+ 7,7	+ 6,9	+ 6,3	+ 6,3
Japan	Exporte	+ 4,8	+ 2,6	+ 9,7	- 0,3	+ 2,2	+ 2,4	+ 7,1	+ 7,2	+ 6,6	+ 5,4	+ 5,7
	Importe	+ 7,6	+ 2,8	+ 5,6	+ 1,6	+ 5,8	+ 4,4	+ 7,5	+ 5,8	+ 5,5	+ 5,6	+ 5,8
Deutschland	Exporte	+ 5,3	+ 7,4	+ 8,5	+ 2,4	+ 4,7	+ 4,3	+ 4,4	+ 4,5	+ 4,8	+ 4,4	+ 4,5
	Importe	+ 3,9	+ 5,9	+ 8,3	+ 3,4	+ 3,0	+ 4,8	+ 5,4	+ 5,1	+ 5,2	+ 4,6	+ 5,0
Russland	Exporte	+ 2,6	+ 7,4	+ 8,6	+ 0,8	+ 1,1	+ 2,9	+ 5,0	+ 6,7	+ 6,0	+ 5,8	+ 5,3
	Importe	+ 3,5	+ 4,3	+ 20,8	+ 5,0	+ 5,5	+ 6,5	+ 9,0	+ 8,2	+ 7,7	+ 7,6	+ 7,8
China	Exporte	+ 16,0	+ 14,8	+ 21,6	+ 3,3	+ 2,4	+ 6,2	+ 8,6	+ 9,1	+ 8,7	+ 8,2	+ 8,2
	Importe	+ 13,8	+ 17,9	+ 16,4	+ 4,3	+ 2,5	+ 7,6	+ 7,3	+ 8,0	+ 9,1	+ 9,2	+ 8,2
OPEC	Exporte	+ 1,9	- 0,3	+ 0,9	+ 2,5	+ 4,3	+ 4,4	+ 4,3	+ 4,4	+ 4,6	+ 4,4	+ 4,4
	Importe	+ 1,7	+ 2,4	+ 15,6	+ 7,4	+ 8,8	+ 7,5	+ 7,5	+ 7,0	+ 6,5	+ 5,9	+ 6,9

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Das Modell prognostiziert für die Periode bis 2017 ein Welthandelwachstum von 5,7%; diese Rate ist mehr als doppelt so hoch wie in der von der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise geprägten Periode 2007/2012 (Übersicht 3). 2013 dürfte der Welthandel wegen der internationalen Konjunkturschwäche allerdings um nur etwa 4% expandieren. Danach sollte wieder das bis zur Finanzmarktkrise realisierte längerfristige Wachstumstempo von 6% pro Jahr erreicht werden.

Trotz der leichten Aufwertung des Dollars (er bleibt dennoch gemessen an der Kaufkraftparität international gehandelter Güter und Dienstleistungen unterbewertet) werden die Exporte der USA (+7,2% pro Jahr) mittelfristig stärker expandieren als ihre Importe (+6,3% pro Jahr). Hingegen prognostiziert das Modell für wichtige Überschussländer wie Deutschland, Russland und die OPEC-Länder ein höheres Wachstum der Importe als der Exporte (Übersicht 3).

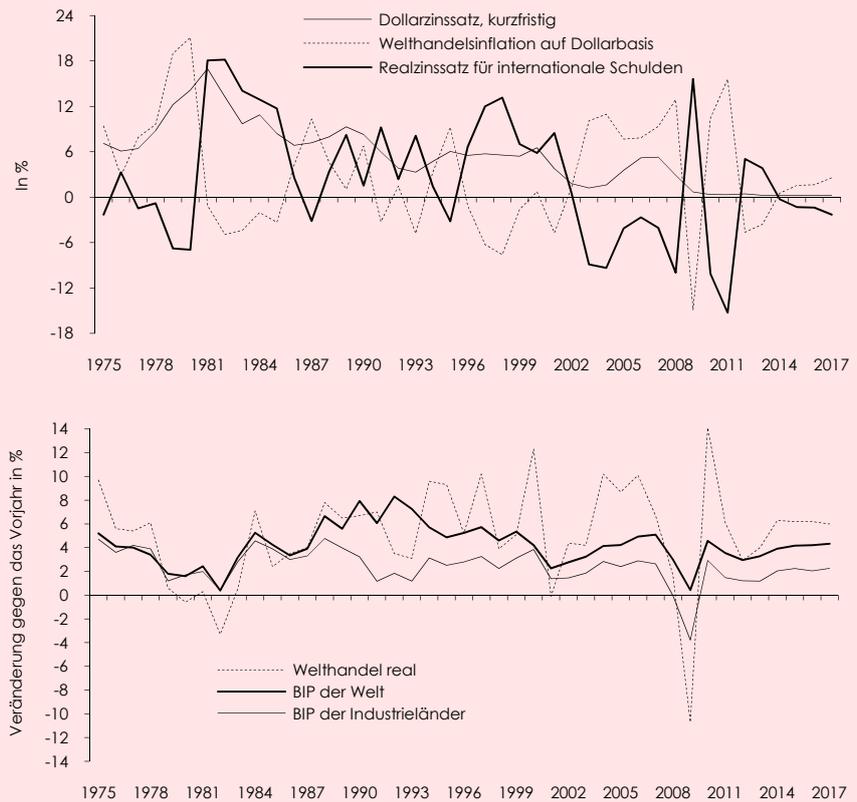
Dementsprechend sollten sich in den kommenden fünf Jahren die Leistungsbilanzungleichgewichte verringern: Das Defizit der USA wird laut Modell zwischen 2012 und 2017 um etwa 90 Mrd. \$ auf etwa 370 Mrd. \$ sinken. Der Überschuss Deutschlands nimmt um 80 Mrd. \$ auf etwa 140 Mrd. \$ ab. Die bei weitem größten Überschüsse werden 2017 weiterhin China (473 Mrd. \$) und die OPEC-Länder (333 Mrd. \$) erzielen.

Gegenüber der von der von Finanzmarkt- und Euro-Krise geprägten Periode 2007/2012 wird sich das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern im Prognosezeitraum deutlich erhöhen, allerdings erst ab 2014 (Übersicht 4). Im Durchschnitt des gesamten Prognosezeitraumes wird ihr BIP um 2,0% pro Jahr expandieren. Die Wachstumsbeschleunigung sollte in jenen Ländern besonders hoch ausfallen, die in der vorangegangenen Fünfjahresperiode die größten Wachstumseinbußen verzeichneten (Japan, Großbritannien, Italien). Die italienische Wirtschaft wird weiterhin nicht nennenswert wachsen, eine Rate von +0,6% pro Jahr bedeutet dennoch eine erhebliche Verbesserung gegenüber dem Schrumpfungsprozess der vergangenen fünf Jahre (-1,5%).

## Belegung des Welthandels

## Wirtschaftswachstum beschleunigt sich

Abbildung 8: Entwicklungstendenzen der Weltwirtschaft



Q: Oxford Economic Forecasting, IMF, WIFO.

Übersicht 4: Wirtschaftswachstum nach Ländergruppen

	Ø 1992/ 1997	Ø 1997/ 2002	Ø 2002/ 2007	Ø 2007/ 2012	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Ø 2012/ 2017
	Jährliche Veränderung in %										
Weltproduktion (BIP)	+ 5,8	+ 3,8	+ 4,3	+ 2,9	+ 3,0	+ 3,3	+ 3,9	+ 4,2	+ 4,2	+ 4,3	+ 4,0
Industrieländer <sup>1)</sup>	+ 2,6	+ 2,4	+ 2,5	+ 0,3	+ 1,2	+ 1,2	+ 2,0	+ 2,2	+ 2,0	+ 2,3	+ 2,0
USA	+ 3,5	+ 3,2	+ 2,7	+ 0,6	+ 2,1	+ 1,7	+ 2,4	+ 2,8	+ 2,4	+ 2,7	+ 2,4
Japan	+ 1,6	+ 0,1	+ 1,8	- 0,3	+ 1,6	+ 0,7	+ 1,4	+ 2,0	+ 1,2	+ 2,0	+ 1,5
EU 27	+ 2,2	+ 2,6	+ 2,5	- 0,1	- 0,2	+ 0,4	+ 1,5	+ 1,6	+ 1,8	+ 1,8	+ 1,4
Euro-Raum	+ 1,6	+ 2,5	+ 2,2	- 0,2	- 0,4	+ 0,1	+ 1,1	+ 1,2	+ 1,4	+ 1,5	+ 1,1
Deutschland	+ 1,2	+ 1,7	+ 1,7	+ 0,7	+ 1,0	+ 1,2	+ 1,8	+ 1,5	+ 1,5	+ 1,3	+ 1,5
Frankreich	+ 1,4	+ 2,6	+ 2,0	+ 0,0	+ 0,1	+ 0,5	+ 1,3	+ 1,1	+ 1,2	+ 1,3	+ 1,1
Italien	+ 1,5	+ 1,8	+ 1,3	- 1,4	- 2,4	- 1,0	+ 0,4	+ 0,9	+ 1,3	+ 1,3	+ 0,6
Großbritannien	+ 3,6	+ 3,2	+ 3,1	- 0,5	- 0,1	+ 1,2	+ 2,3	+ 2,4	+ 2,5	+ 2,5	+ 2,2
6 neue Mitgliedsländer <sup>2)</sup>	+ 3,3	+ 2,9	+ 5,4	+ 1,6	+ 1,1	+ 1,8	+ 3,2	+ 3,5	+ 3,7	+ 3,5	+ 3,1
Polen	+ 5,8	+ 3,3	+ 5,1	+ 3,4	+ 2,4	+ 2,3	+ 3,4	+ 3,3	+ 3,5	+ 3,3	+ 3,2
Tschechien	+ 2,2	+ 2,2	+ 5,6	+ 0,3	- 1,1	+ 0,7	+ 2,8	+ 2,7	+ 2,3	+ 1,7	+ 2,0
Slowakei	+ 3,9	+ 2,7	+ 7,1	+ 2,1	+ 2,3	+ 2,5	+ 3,0	+ 2,9	+ 3,0	+ 3,3	+ 2,9
Ungarn	+ 1,4	+ 3,9	+ 3,3	- 0,9	- 1,3	+ 1,2	+ 2,0	+ 1,8	+ 2,4	+ 2,6	+ 2,0
Russland	- 5,7	+ 4,0	+ 7,5	+ 1,8	+ 3,4	+ 3,3	+ 4,0	+ 4,1	+ 4,3	+ 4,7	+ 4,1
China	+ 11,4	+ 8,2	+ 11,6	+ 9,2	+ 7,4	+ 7,1	+ 8,0	+ 8,4	+ 8,2	+ 7,7	+ 7,9
Indien	+ 6,3	+ 5,5	+ 8,6	+ 7,3	+ 5,6	+ 6,3	+ 7,6	+ 8,2	+ 8,1	+ 8,1	+ 7,7
OPEC	+ 1,9	+ 2,1	+ 6,7	+ 3,6	+ 3,5	+ 4,5	+ 4,6	+ 4,4	+ 4,2	+ 4,2	+ 4,4
Afrika	+ 3,3	+ 3,4	+ 5,1	+ 3,3	+ 2,7	+ 4,1	+ 5,1	+ 5,2	+ 5,1	+ 5,0	+ 4,9
Lateinamerika	+ 4,3	+ 1,5	+ 4,8	+ 3,5	+ 2,7	+ 3,5	+ 4,5	+ 4,3	+ 4,1	+ 4,0	+ 4,1

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

Wie in den vergangenen 20 Jahren wird die Gesamtproduktion in den USA (+2,4% pro Jahr) etwas rascher zunehmen als im Durchschnitt aller Industrieländer, hingegen im Euro-Raum und in Japan etwas langsamer (+1,1% bzw. +1,5% pro Jahr). In den sechs größten neuen EU-Ländern (Bulgarien, Tschechien, Ungarn, Polen, Rumä-

nien, Slowakei) wird die Dynamik mit +3,1% pro Jahr deutlich höher sein als im EU-Durchschnitt (+1,4% pro Jahr).

China und Indien werden bis 2017 weiterhin ein weit überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum verzeichnen (Übersicht 4). Allerdings wird sich die Expansion in China von +9,2% pro Jahr 2007/2012 auf +7,9% pro Jahr 2012/2017 verlangsamen. Für Indien prognostiziert das OEF-Modell eine mittelfristige BIP-Steigerungsrate von 7,7% pro Jahr.

Nicht zuletzt wegen des hohen Niveaus der Erdölpreise dürfte das BIP-Wachstum in den OPEC-Ländern mit +4,4% pro Jahr annähernd so hoch ausfallen wie in den vergangenen zehn Jahren. Auch für die Volkswirtschaften Lateinamerikas (+4,1%) prognostiziert das OEF-Modell ein ähnlich kräftiges Wirtschaftswachstum wie seit 2001. In Afrika dürfte sich die Expansion ebenfalls fortsetzen (+4,9%; Übersicht 4).

Jede Prognose mit Hilfe eines ökonometrischen Modells impliziert, dass die in der Vergangenheit beobachteten Reaktionsmuster von Unternehmen, privaten Haushalten und der Wirtschaftspolitik auf Änderungen ökonomischer Variabler auch in Zukunft wirksam bleiben. Diese Annahme ist derzeit besonders problematisch, da die Situation durch Probleme geprägt wird, welche in der Stützperiode des Modells (seit 1980) nicht aufgetreten sind. Zu diesen Problemen gehören etwa die Zinsspekulation und die akuten Schuldenkrisen mehrerer Euro-Länder.

Neben den – unvermeidbaren – Unzulänglichkeiten ökonometrischer Prognoseverfahren, die nach einer schweren Wirtschaftskrise umso mehr ins Gewicht fallen, ist die vorliegende Prognose in einem Punkt besonders unsicher: der Annahme, dass die künftige Fiskalpolitik in der EU die dämpfenden Effekte zu rascher und zu einseitiger Konsolidierungsmaßnahmen stärker berücksichtigen wird als in der jüngsten Vergangenheit. Das bedeutet kein Abgehen von den Zielen des Fiskalpaktes, aber eine der Konjunkturlage angepasste Politik, welche neben Sparmaßnahmen auch Wachstumsimpulse setzt.

D'Auria, F., Denis, C., Havik, K., Mc Morrow, K., Planas, C., Raciborski, R., Röger, W., Rossi, A., "The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps", *European Economy, Economic Papers*, 2010, (401).

Blanchard, O., Leigh, D., "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", *IMF Working Paper*, 2013, (WP/13/1).

Ederer, St., "Ungleichgewichte im Euro-Raum", *WIFO-Monatsberichte*, 2010, 83(7), S. 589-602, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/40116>.

Ederer, St., "Europäische Währungsunion in der Krise", *WIFO-Monatsberichte*, 2011, 84(12), S. 783-796, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/43195>.

European Commission, "Public Finances in EMU – 2011", *European Economy*, 2011, (3).

Friedman, M., "The Role of Monetary Policy", *The American Economic Review*, 1968, 58(1), S. 1-17.

Horn, G., Joebges, H., Zwiener, R., "Von der Finanzkrise zur Weltwirtschaftskrise (II) – Globale Ungleichgewichte: Ursache der Krise und Auswegstrategien für Deutschland", *IMK Report*, 2009, (40).

IMK, OFCE, WIFO, Fiskalpaket belastet Euroraum. Gemeinsame Diagnose des Makro-Konsortiums, IMK, OFCE und WIFO, WIFO, Wien, 2012, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/44153>.

International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, Washington, D.C., 2012.

Kaniovski, S., Pitlik, H., Schiman, St., "Wachstum in den kommenden Jahren gedämpft. Mittelfristige Prognose der österreichischen Wirtschaft bis 2017", *WIFO-Monatsberichte*, 2013, 86(1), S. 53-62, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46142>.

Larch, M., Turrini, A., "The cyclically-adjusted budget balance in EU fiscal policy making: A love at first sight turned into a mature relationship", *European Economy, Economic Papers*, 2009, (374).

Niechoj, T., Stein, U., Stephan, S., Zwiener, R., "Deutsche Arbeitskosten: Eine Quelle der Instabilität im Euro-Raum", *IMK Report*, 2011, (68).

Schulmeister, St., "Zinssatz, Wachstumsrate und Staatsverschuldung", *WIFO-Monatsberichte*, 1995, 68(3), S. 165-180, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/164>.

Schulmeister, St., Die Beschäftigungsdynamik in den USA im Vergleich zu Deutschland und Japan, WIFO, Wien, 1998.

Schulmeister, St., "Krise der Europäischen Währungsunion dämpft weltweite Wachstumsdynamik. Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 2016", *WIFO-Monatsberichte*, 2012, 85(1), S. 37-49, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/43375>.

## Unsicherheitsfaktoren der Prognose

## Literaturhinweise

*Growth Dynamics Exposed to Conflict Between Easy Monetary Conditions and Fiscal Restriction*

*Medium-term Forecast for the World Economy Until 2017 – Summary*

The projection of global developments until 2017 has been established by means of an econometric model for the world economy (Oxford model). It is assumed that fiscal policy in the EU will in future give greater consideration to the demand-dampening effects of too swift and too one-sided consolidation measures than it has done in the recent past and will hence add growth-stimulating incentives to the policy stance. Uncertainty about the handling of the financial market, banking and debt crises in the euro area is set to last for still some time. Thus, the euro exchange rate against the dollar is expected to moderate to 1.21 \$ by 2017. The reference price for crude oil (Brent) should edge down to 100 \$ per barrel in 2013, but rebound to around 115 \$ by 2017. Interest rates in the USA as well as in Europe will on average over the forecast horizon keep at the lowest level since World War II.

These conditions will allow global economic activity to pick up steadily, once the cyclical weakness in the industrialised countries of 2012-13 has been overcome. World trade is expected to expand by nearly 6 percent p.a. until 2017. Growth of US exports will exceed import growth over the medium term. For the external surplus countries Germany, Russia and in the OPEC, the model suggests the reverse, i.e., imports outpacing exports. Hence, current account imbalances should diminish in the medium run. Growth of world demand and output will recover markedly after 2013, rising to 4 percent per year in a medium-term perspective. Like over the past 20 years, GDP in the USA (+2.4 percent p.a.) will rise somewhat above the average pace for all industrialised countries (+2.0 percent), while growth in the euro area and in Japan will lag somewhat behind (+1.1 percent and +1.5 percent p.a., respectively). In the six largest of the new EU member countries, the projected growth momentum of +3.1 percent per year is significantly stronger than for the EU as a whole (+1.4 percent per year). China and India are set to remain on the fastest path of growth (+7.9 percent and +7.7 percent p.a., respectively). For the other developing and rising economies, the model projects annual growth at 4.4 percent (OPEC), 4.1 percent (Latin America) and 4.9 percent (Africa).