

Stephan Schulmeister

Weltwirtschaftswachstum beschleunigt sich, Leistungsbilanzungleichgewichte bleiben hoch

Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 2011

Bis 2011 dürften die Weltproduktion um 4½% und der Welthandel um nahezu 8% pro Jahr expandieren und damit rascher als zwischen 2000 und 2006 (+3,8% bzw. +6,8% pro Jahr). In der EU 25 sollte sich das Wirtschaftswachstum von 1,9% auf 2,3% pro Jahr beschleunigen, in den USA von 2,5% auf 3,1%. Die stärkste Dynamik wird die Wirtschaft weiterhin in China (+8,7%) und Indien (+7,5%) entfalten. Diese Prognose geht von folgenden Annahmen aus: Der Wechselkurs des Euro gegenüber dem Dollar steigt bis 2008 auf 1,42 \$ und sinkt danach bis 2011 auf 1,35 \$ je Euro. Der Erdölpreis sollte bis 2008 bei etwa 60 \$ je Barrel liegen, danach aber wieder auf 65 \$ im Jahr 2011 steigen. Angesichts der leichten Konjunkturabschwächung wird die Notenbank der USA die Zinssätze nicht weiter erhöhen, die Federal Funds Rate dürfte im gesamten Prognosezeitraum bei etwa 5% liegen. Nicht zuletzt wegen der unterstellten Euro-Aufwertung dürfte die EZB den Euro-Leitzinssatz zwischen 2007 und 2009 in mehreren Schritten von 3,5% auf 2,5% senken und dieses Niveau bis 2011 beibehalten.

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

In den vergangenen sechs Jahren entfaltete die Wirtschaft in den wichtigsten Regionen bzw. Ländern eine sehr unterschiedliche Dynamik (Übersicht 4). Insgesamt expandierte die Weltproduktion zwischen 2000 und 2006 um 3,8% pro Jahr und damit etwas rascher als im Durchschnitt 1980/2000 (+3,2%). Während die Industrieländer ein Wirtschaftswachstum von lediglich 2,4% pro Jahr erzielten (1980/2000: +2,8%), wuchs die Produktion in den anderen Ländern um durchschnittlich 5,7% pro Jahr, deutlich stärker als in den vorangegangenen 20 Jahren (+4,0%).

Auch innerhalb dieser beiden Ländergruppen streute die Entwicklung erheblich. In den USA wuchs das BIP um 2,5% pro Jahr, in der EU 25 hingegen um nur 1,9% (Übersicht 4). Während die neuen EU-Länder ("Erweiterungsländer 2006") eine hohe Rate verzeichneten (+4,4%), erreichte sie in der EU 15 lediglich +1,7% pro Jahr (am besten entwickelte sich die Wirtschaft dabei in Großbritannien, Spanien sowie in den skandinavischen Ländern). Mit Abstand am schwächsten entwickelte sich die Wirtschaft in Deutschland (+0,9%) und Italien (+0,8%).

Unter den Entwicklungs- bzw. Transformationsländern fiel das Wirtschaftswachstum 2000/2006 in China (+9,7%), Indien (+6,8%) und Russland (+6,4%) am höchsten aus. In den OPEC-Ländern sowie in Afrika expandierte das BIP um 4,1% pro Jahr, wesentlich stärker als im langfristigen Durchschnitt 1980/2000 (+2,4% bzw. +2,7%). Lediglich in den lateinamerikanischen Ländern blieb die Steigerung verhalten (+2,1%).

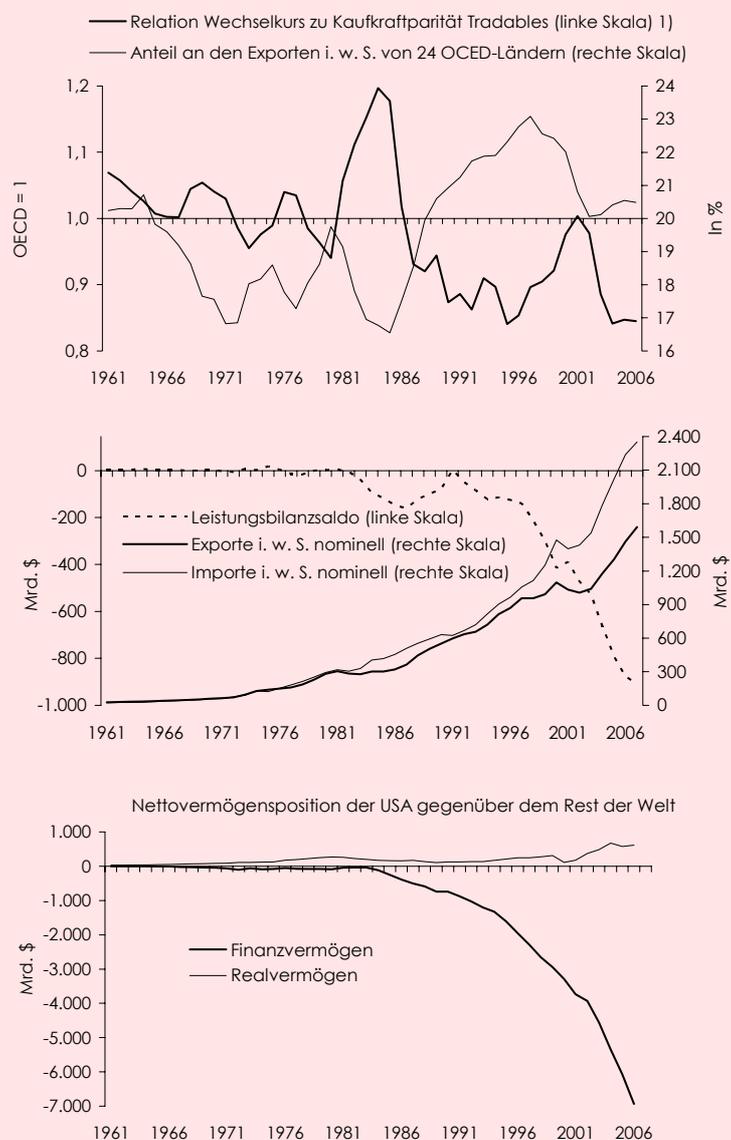
Die Abschwächung des mittelfristigen Wachstums in den Industrieländern und seine regionale Streuung wurden durch das Zusammenwirken verschiedener Faktoren verursacht. Der Verfall der Aktienkurse seit Mitte 2000 verschlechterte die Vermögensposition von Unternehmen und privaten Haushalten. Von dieser Entwicklung waren die USA oder Großbritannien aus zwei Gründen weniger betroffen als Deutschland: Erstens gingen die Aktienkurse in diesen beiden Ländern zwischen 2000

Entwicklungstendenzen seit 2000

und 2003 viel weniger stark zurück als in Deutschland, und zweitens verbesserte der Boom der Immobilienpreise in den USA und in Großbritannien die Vermögensposition der privaten Haushalte in höherem Maß als in Deutschland (Abbildung 5; zur Bedeutung der Immobilienpreise für die Konsumdynamik siehe *Marterbauer – Walterskirchen, 2005*). Der Terroranschlag vom 11. September 2001 sowie der anhaltende Anstieg der Erdölpreise (Abbildung 2) dämpften Wirtschaftserwartungen und Kaufkraft in den Industrieländern und verstärkten so den Konjunkturabschwung.

In den USA reagierte die Wirtschaftspolitik auf diese Entwicklung mit einem markant expansiven Kurs. Die Notenbank senkte den Leitzinssatz schrittweise auf den historischen Tiefstand von 1,0% und behielt dieses niedrige Niveau bis Mitte 2004 bei, also so lange, bis sich die Konjunktur nachhaltig erholt hatte. Die EZB lockerte die Geldpolitik später und in geringerem Ausmaß als die Fed. Die Niedrigzinspolitik in den USA förderte die massive Abwertung des Dollars zwischen 2001 und 2005. Dazu trug auch eine Politik des "talking the dollar down" bei. Während die Nachfrage der Unternehmen und Privathaushalte in den USA durch niedrige Zinssätze und Wechselkurse gestützt wurde, wirkten die relativ restriktive Geldpolitik und die erhebliche Euro-Aufwertung dämpfend auf die Konjunktur im Euro-Raum.

Abbildung 1: Dollarkurs und Außenwirtschaft der USA



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

Auch in der Fiskalpolitik verfolgten die USA einen wesentlich expansiveren Kurs als die meisten europäischen Länder (mit Ausnahme von Großbritannien, Spanien und den skandinavischen Ländern): Die Investitions- und Konsumnachfrage des Staates wurde merklich ausgeweitet (auch wegen der Irak-Intervention), ebenso die Beschäftigung im öffentlichen Dienst (Übersicht 5). Die antizyklische Geld- und Fiskalpolitik trug in den USA wesentlich dazu bei, dass die Rezession 2001 rasch überwunden werden konnte. Bei anhaltend kräftigem Wirtschaftswachstum lag die Arbeitslosenquote 2006 um nur 0,6 Prozentpunkte über dem Niveau von 2000, gleichzeitig verschlechterte sich der Budgetsaldo um 4,1% des BIP (Übersicht 5).

Im Euro-Raum hielten hingegen die meisten Länder an einem restriktiven Kurs in der Fiskalpolitik fest, was gemeinsam mit der zurückhaltenden Geldpolitik und der Euro-Aufwertung die Wachstumsschwäche verlängerte. Nicht zuletzt infolge der Verunsicherung der privaten Haushalte durch die Sozialreformen entwickelte sich die deutsche Wirtschaft besonders ungünstig. Überdies nahmen die öffentlichen Ausgaben für Forschung und Entwicklung sowie für Bildung noch schwächer zu als das nominelle BIP; entgegen den Zielen des Lissabon-Prozesses sanken sie real leicht. Trotz kräftiger Exportsteigerungen stagnierte das BIP fast fünf Jahre lang. Unter diesen Bedingungen "erlitt" Deutschland eine nahezu ebenso starke Verschlechterung des Budgetsaldos wie die USA, die einen markant expansiven Kurs in der Fiskalpolitik verfolgten (siehe dazu auch *Schulmeister*, 2004). Erst 2006 erholte sich die deutsche Konjunktur, sodass die mittelfristige Veränderungsrate 2000/2006 leicht positiv ausfiel (Übersicht 5).

Auf globaler Ebene hatten die deutliche Abwertung des Dollars sowie das niedrige Niveau der Dollarzinssätze zwei Haupteffekte:

- Der Anstieg der Preise von Rohstoffen, insbesondere von Erdöl, verstärkte sich (Abbildung 2). Da Rohstoffe in Dollar notieren, zieht jede Entwertung des Wechselkurses der Weltwährung ceteris paribus eine Entwertung der realen Exporterlöse für Rohstoffe nach sich. Damit steigt der Anreiz für deren Produzenten, die Dollarpreise der Rohstoffe zu erhöhen. Dies gelang den Erdölproduzenten seit 2002 aus einer Reihe von Gründen in besonders hohem Maß (verbesserte Förderdisziplin innerhalb des OPEC-Kartells, Kooperation der OPEC mit den anderen Erdölproduzenten, hohe Energieintensität des Wachstums in den am raschesten expandierenden Volkswirtschaften wie China oder Indien, kräftige Beschleunigung der Weltwirtschaftsentwicklung zwischen 2003 und 2005; Abbildung 3). Der hohe Erdölpreis stärkte Kaufkraft und Wirtschaftswachstum in den OPEC-Ländern und in Russland (Abbildung 4), gleichzeitig trug er aber auch zur Ausweitung der globalen Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen bei (Übersicht 3).
- Die deutliche Dollarabwertung verursachte eine ausgeprägte Steigerung der Dollarpreise im Welthandel. Gleichzeitig gingen die nominellen Dollarzinssätze merklich zurück. Aufgrund dieser beiden Entwicklungen begann der Realzinssatz für internationale Dollarschulden ab 2001 drastisch zu sinken, zwischen 2003 und 2006 war er sogar markant negativ (Abbildung 3). Dadurch verbesserte sich die Finanzlage der verschuldeten Entwicklungsländer erheblich. Umgekehrt hatten in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre Dollaraufwertung, Rückgang der Weltmarktpreise und dementsprechend hohe Realzinssätze für internationale Dollarschulden wesentlich zu den Finanzkrisen in Ostasien und Lateinamerika beigetragen (Abbildung 3).

Die nach Ländern und Regionen unterschiedliche Wachstumsdynamik, die Abwertung des Dollars und der Anstieg der Erdölpreise haben in den vergangenen Jahren die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen enorm ausgeweitet, den Überschüssen der wichtigsten Länder und Regionen (mit Ausnahme der EU 15) steht ein dramatisch erhöhtes Defizit der USA gegenüber (Übersicht 3). Die zu seiner Finanzierung erforderliche Kreditaufnahme hat sich zu Nettofinanzschulden der USA gegenüber der übrigen Welt von nahezu 7.000 Mrd. \$ akkumuliert (Abbildung 1). Diese Entwicklung erhöht die Unsicherheit über den weiteren Verlauf des Dollarkurses erheblich. Den zweiten wichtigen Unsicherheitsfaktor einer Prognose der Weltwirtschaft bildet die Entwicklung der Erdölpreise. Die Annahmen der vorliegenden Prognose hinsichtlich dieser beiden Einflussfaktoren werden im Folgenden näher erläutert.

Übersicht 1: Entwicklung der weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen

		Ø 1980/ 1985	Ø 1986/ 1990	Ø 1991/ 1995	Ø 1996/ 2000	Ø 2001/ 2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ø 2007/ 2011
Wechselkurse, absolut	\$ je Euro	0,91	1,14	1,24	1,10	1,12	1,25	1,35	1,42	1,39	1,37	1,35	1,38
	Yen je €	240,2	170,7	146,5	129,5	129,1	145,5	147,9	141,8	131,8	126,2	121,1	133,8
Zinssätze, kurzfristig													
USA	in %	10,1	6,8	4,3	5,1	2,5	4,7	5,0	5,0	4,8	4,8	4,8	4,8
Euro-Raum	in %	8,6	6,2	8,0	4,0	2,9	3,0	3,4	2,9	2,5	2,5	2,5	2,8
Zinssätze, langfristig													
USA	in %	12,2	8,4	6,9	5,9	4,5	4,8	5,0	5,6	5,6	5,5	5,5	5,4
Euro-Raum	in %	12,6	9,3	9,0	5,6	4,3	3,9	4,1	4,1	4,0	4,1	4,1	4,1
Erdölpreis (Brent)	\$ je Barrel	31,2	18,0	17,9	19,7	39,4	65,4	60,0	61,0	63,0	65,0	65,0	62,8
Dollarzinsen, real ¹⁾	in %	13,4	1,5	3,3	7,8	-3,6	-3,0	2,3	1,9	3,6	3,2	3,5	2,9

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

Weitere Abschwächung des Dollarkurses

Mittel- und längerfristig entwickelt sich der Wechselkurs des Dollars in einer Sequenz mehrjähriger Auf- und Abwertungen. Diese Kursbewegungen übertreffen die Veränderungen der Inflationsdifferenzialen erheblich, sie sind daher reale Auf- oder Abwertungen. Verteuern sich in Aufwertungsphasen Güter und Dienstleistungen (Tradables) aus den USA relativ zum OECD-Durchschnitt (wie 1980/1985 bzw. 1995/2001), so sinkt mit einer Verzögerung von etwa einem Jahr der Anteil der USA an den OECD-Exporten. Das Gegenteil gilt für Abwertungsphasen wie 1985/1995 bzw. 2001/2005 (Abbildung 1).

Gemessen an der Kaufkraftparität von Tradables war der Dollar 2006 um etwa 15% unterbewertet (Abbildung 1; zur Berechnung siehe *Schulmeister, 2005*). Dieses Ungleichgewicht ließe eine – korrigierende – Dollaraufwertung erwarten. Dem wirkt allerdings ein anderes, wesentlich größeres Ungleichgewicht entgegen, das Leistungsbilanzdefizit der USA. Dieses hat sich zwischen 2000 und 2006 auf etwa 870 Mrd. \$ mehr als verdoppelt. Hauptgründe für diese Entwicklung sind das Wachstumsdifferential zwischen den USA und den meisten anderen Industrieländern, insbesondere Japan und Deutschland, die Erdölverteuerung (sie belastet die Wirtschaft der USA wegen ihres hohen Energieverbrauchs besonders stark) und das steigende Handelsbilanzdefizit gegenüber China (Übersicht 3).

Die Ausweitung dieser Ungleichgewichte wird durch die Doppelrolle des Dollars als nationale Währung der USA und als Weltwährung gefördert, denn diese gibt den USA als einzigem Land das Privileg, sich im Ausland in eigener Währung zu verschulden. Gleichzeitig untergräbt die Expansion der Auslandsschulden der USA die Glaubwürdigkeit des Dollars als Weltwährung (zur "unsustainability" dieses Prozesses siehe *Schulmeister, 2000, Obstfeld – Rogoff, 2004, Blanchard – Giavazzi – Sa, 2005, Eichengreen, 2005, Edwards, 2005*).

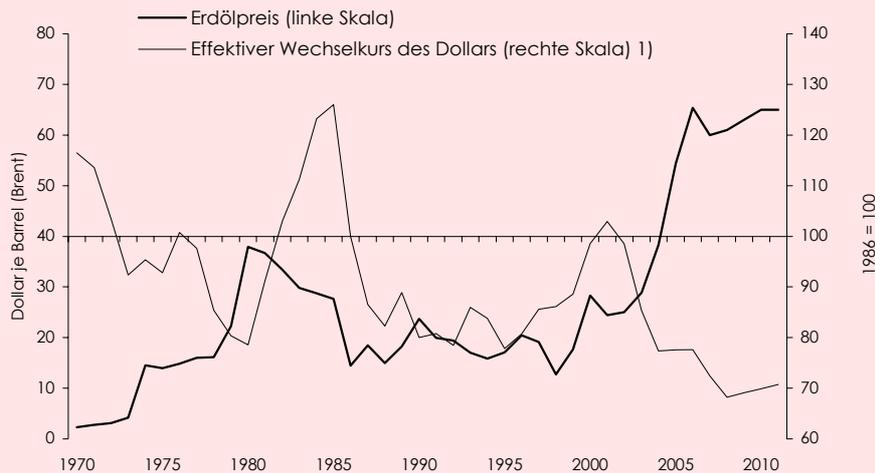
Langfristig kann dieses Problem nur dadurch überwunden werden, dass die Gläubigerländer ihre Importe aus den USA ausweiten und so den Wechselkurs des Dollars stützen¹⁾. Dies ist gleichzeitig Voraussetzung dafür, dass die USA in (ferner) Zukunft einen Leistungsbilanzüberschuss erzielen und so einen Teil ihrer Auslandsschulden zurückzahlen. Ein solcher Ausweg aus dem Schuldendilemma erfordert freilich einen Wechsel in der Wirtschaftspolitik der wachstumsschwachen Überschussländer wie Deutschland oder Japan zu einem Kurs, welcher stärker als bisher die Binnennachfrage stimuliert. Solange dieser nicht eingeschlagen wird, wird die Wirtschaftspolitik in den USA das Leistungsbilanzdefizit im Falle einer Abschwächung der Konjunktur als Begründung für ein "talking the dollar down" heranziehen, um so die eigenen Exporte zu fördern (wie zuletzt 2001).

Die vorliegende Prognose nimmt an, dass der Dollarkurs gegenüber dem Euro bis 2008 weiter nachgibt und sich in der Folge stabilisiert. Demnach würde der Euro-Kurs bis 2008 auf 1,42 \$ steigen und danach bis 2011 auf 1,35 \$ sinken (Übersicht 1). Dafür ist insbesondere die Überlegung maßgebend, dass sich die Konjunktur in den USA

¹⁾ *Goldberg – Tille (2006)* erklären, warum Dollarabwertungen allein nicht ausreichen können, um das Leistungsbilanzdefizit der USA nachhaltig zu verringern.

2007 merklich abschwächen dürfte. Dies wird die Aufmerksamkeit verstärkt auf das Leistungsbilanzdefizit der USA lenken. Aus dem gleichen Grund wird das Interesse der Wirtschaftspolitik in den USA zunehmen, durch einen schwächeren Dollarkurs Wachstumsimpulse zu erhalten. Die leichte Erholung des Dollarkurses zwischen 2009 und 2011 ergibt sich daraus, dass sich laut Modellprognose der Wachstumsvorsprung der USA gegenüber dem Euro-Raum in dieser Phase wieder vergrößern dürfte. Diese Annahmen implizieren, dass der Dollar-Euro-Kurs im gesamten Prognosezeitraum deutlich unter dem Niveau der Kaufkraftparität von Tradables liegen wird. Diese Unterbewertung ist Folge der hohen und weiter steigenden Auslandsverschuldung der USA.

Abbildung 2: Dollarkurs und Erdölpreis



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

Zwischen 1998 und 2006 erhöhte sich der Erdölpreis (Brent) drastisch, nämlich von 12,7 \$ je Barrel auf 65,4 \$ (Abbildung 2). Abgesehen von der Phase einer gedämpften Weltkonjunktur 2001 und 2002 verteuerte sich Erdöl in jedem Jahr. Diese Entwicklung wurde von mehreren Faktoren geprägt:

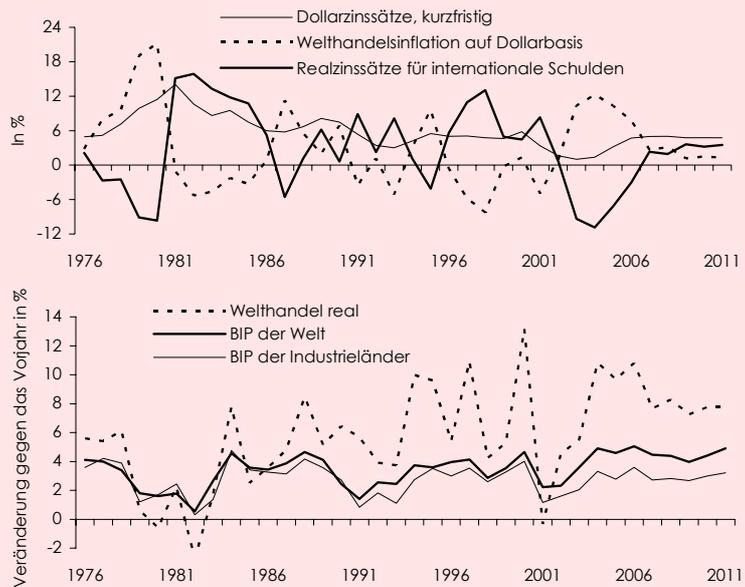
- der Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft, insbesondere zwischen 2003 und 2006 (Abbildung 3),
- der hohen Energieintensität des Wachstums jener Volkswirtschaften, welche bei weitem am stärksten expandieren wie vor allem China und Indien (Abbildung 4),
- der starken Abwertung des Dollars und damit jener Währung, in der Erdöl notiert (Abbildung 2),
- der restriktiven Förderpolitik der OPEC und der anderen Erdölproduzenten, insbesondere im Hinblick auf die langfristige Erschöpfbarkeit der Erdölreserven.

Zusätzlich wurde der Erdölpreis durch politische Sonderfaktoren wie die Spannungen im Nahen Osten und in Nigeria oder Unsicherheiten hinsichtlich der Energieexporte Russlands in die Höhe getrieben. Diese "Verteuerungsschübe" wurden durch kurzfristige Spekulation auf den Rohölterminmärkten verstärkt (in erster Linie durch Hedge Fonds).

Die vorliegende Prognose nimmt an, dass die Dynamik der Erdölpreisentwicklung merklich nachlässt, nicht zuletzt weil der Wechselkurs der Weltwährung bis 2011 viel schwächer zurückgehen wird als in den vergangenen sechs Jahren (Abbildung 2). Die anderen angeführten Faktoren werden allerdings in den nächsten fünf Jahren wirksam bleiben und den Erdölpreis auf hohem Niveau halten. Die Prognose impliziert daher, dass der jüngste Rückgang auf etwa 50 \$ je Barrel nur temporär ist. Demnach dürfte sich der Erdölpreis für die Sorte Brent 2006 und 2007 von 65,4 \$ auf 60 \$ je Barrel verringern und danach schrittweise auf 65 \$ im Jahr 2011 steigen (Übersicht 1).

Erdölpreise steigen langsamer

Abbildung 3: Entwicklungstendenzen der Weltwirtschaft



Q: Oxford Economic Forecasting, IMF, WIFO.

Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die vorliegende Prognose wurde mit Hilfe des Weltmodells von Oxford Economic Forecasting (OEF) erstellt. Dieses umfasst Teilmodelle für 52 Länder bzw. Regionen (darunter nahezu alle Industrieländer); deren wirtschaftliche Interaktionen werden durch Export- und Importfunktionen abgebildet. Als Ausgangsbasis diente die OEF-Modellversion vom November 2006. Diese wurde in vier Punkten geändert (Übersicht 1):

- Das WIFO nimmt an, dass der Wechselkurs des Euro gegenüber dem Dollar bis 2008 auf 1,42 \$ steigt und danach bis 2011 auf 1,35 \$ sinkt. Die OEF-Version sieht hingegen vor, dass der Dollar-Euro-Kurs stetig, wenn auch nur leicht zurückgeht und 2011 bei 1,23 \$ liegt.
- Der Erdölpreis (Brent) dürfte laut WIFO bis 2011 auf 65 \$ je Barrel steigen, die OEF-Version rechnet hingegen mit einem stetigen Rückgang auf 42,8 \$ im Jahr 2011.
- Angesichts des niedrigen Dollarkurses und der Notwendigkeit, das anhaltend hohe Leistungsbilanzdefizit durch Kapitalimporte zu finanzieren, dürfte die Notenbank der USA den Leitzinssatz (Federal Funds Rate) im Prognosezeitraum bei etwa 5% ansetzen, um ½ Prozentpunkt höher als in der OEF-Version angenommen.
- Als Reaktion auf die Wachstumsabschwächung im Euro-Raum 2007/08, die Aufwertung des Euro und die Stabilisierung der Erdölpreise dürfte die EZB ab 2008 die Geldpolitik lockern. Im Durchschnitt über den gesamten Prognosezeitraum sollte der kurzfristige Euro-Zinssatz 2,8% betragen, um 1½ Prozentpunkte weniger als in der OEF-Version angenommen.

Mit diesen Vorgaben wurde eine neue Modelllösung berechnet, ihre Ergebnisse bilden die Grundlage der vorliegenden Prognose.

Die Welthandelspreise entwickeln sich gegenläufig zum effektiven Wechselkurs des Dollars, sie werden daher 2007 und 2008 um etwa 3% pro Jahr steigen, danach hingegen nahezu stagnieren (Übersicht 2). Insgesamt dürften die Welthandelspreise zwischen 2006 und 2011 um 1,9% pro Jahr anziehen, deutlich schwächer als 2000/2006 (+5,9% pro Jahr).

Der Realzinsatz für internationale Dollarschulden wird im Durchschnitt 2007/2011 2,9% betragen. Dieser mäßige Wert wird zu einer weiteren Entspannung der Finanzlage der verschuldeten Entwicklungsländer beitragen, nachdem sie sich durch die markant negativen Realzinsen im Durchschnitt 2000/2006 (-3,6%) merklich verbessert hatte (Übersicht 1, Abbildung 3).

Übersicht 2: Entwicklung des Welthandels

		Ø 1980/ 1985	Ø 1985/ 1990	Ø 1990/ 1995	Ø 1995/ 2000	Ø 2000/ 2006	Ø 2006/ 2011
		Jährliche Veränderung in %					
Wechselkurs 4 Reservewährungen je \$		+ 9,9	- 8,7	- 0,5	+ 4,8	- 4,7	- 1,8
Welthandelspreise		- 3,4	+ 5,2	+ 0,9	- 2,8	+ 5,9	+ 1,9
Erdöl		- 6,1	- 3,0	- 6,4	+ 10,7	+ 15,0	- 0,1
Sonstige Rohstoffe		- 5,7	+ 4,7	+ 1,4	- 4,5	+ 8,7	- 3,3
Industriewaren		- 2,6	+ 6,3	+ 1,4	- 3,7	+ 4,1	+ 3,1
Welthandel							
Exporte		+ 2,2	+ 5,7	+ 6,5	+ 7,7	+ 6,8	+ 7,7
Importe		+ 2,8	+ 6,0	+ 6,2	+ 8,5	+ 6,8	+ 7,8
Industrielländer							
Exporte		+ 3,4	+ 4,8	+ 5,9	+ 8,0	+ 4,7	+ 6,7
Importe		+ 2,5	+ 6,4	+ 5,5	+ 9,1	+ 4,9	+ 6,2
USA							
Exporte		- 0,7	+ 10,9	+ 7,7	+ 7,9	+ 2,9	+ 10,1
Importe		+ 8,4	+ 5,4	+ 7,8	+ 11,9	+ 4,9	+ 5,6
Japan							
Exporte		+ 8,3	+ 3,1	+ 4,4	+ 5,7	+ 6,0	+ 6,3
Importe		+ 1,3	+ 10,0	+ 4,6	+ 4,7	+ 3,7	+ 8,2
EU 15							
Exporte		+ 3,7	+ 4,6	+ 4,5	+ 7,2	+ 4,4	+ 5,5
Importe		+ 1,8	+ 6,8	+ 3,7	+ 7,8	+ 4,7	+ 5,9
Deutschland							
Exporte		+ 5,2	+ 5,0	+ 1,1	+ 8,9	+ 7,0	+ 6,0
Importe		+ 1,6	+ 7,2	+ 3,3	+ 8,4	+ 5,8	+ 7,3
Russland							
Exporte		.	- 5,9	- 2,2	+ 5,1	+ 8,8	+ 7,8
Importe		.	- 4,5	+ 4,2	- 1,7	+ 18,0	+ 8,7
China							
Exporte		+ 9,3	+ 13,9	+ 16,8	+ 12,9	+ 21,8	+ 13,8
Importe		+ 20,3	- 0,9	+ 17,9	+ 13,4	+ 18,8	+ 17,8
Indien							
Exporte		+ 1,6	+ 8,7	+ 13,6	+ 11,2	+ 19,1	+ 16,0
Importe		+ 5,7	+ 6,5	+ 17,0	+ 9,0	+ 18,6	+ 15,1
OPEC							
Exporte		- 9,6	+ 7,1	+ 4,0	- 0,5	+ 4,2	+ 6,5
Importe		- 1,1	- 3,8	+ 4,4	+ 4,7	+ 13,3	+ 12,1

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Bis 2011 sollte der Welthandel um fast 8% pro Jahr expandieren, noch rascher als in den vergangenen sechs Jahren (+6,8%) bzw. im langfristigen Trend 1980/2000 (+5,5%). Die Modellprognose impliziert eine ausreichende Dynamik, um die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen zu verringern: Die Überschussländer werden ihre Importe stärker ausweiten als ihre Exporte, das Gegenteil gilt für das Defizitland USA (Übersicht 2). Besonders lebhaft wird die Importnachfrage von China und den OPEC-Ländern wachsen (+17,8% bzw. +12,1% pro Jahr), wesentlich rascher als die Exporte (+13,8% bzw. +17,8%). Auch für Japan und Deutschland prognostiziert das Modell ein höheres Wachstum der Importe (+8,2% bzw. +7,3%) als der Exporte (+6,3% bzw. +6,0%). Wie Abbildung 3 zeigt, sollte der Welthandel über den gesamten Prognosezeitraum stabil expandieren, die jährlichen Wachstumsraten streuen nur geringfügig.

Starkes Wachstum des Welthandels

Übersicht 3: Entwicklung der Leistungsbilanzsalden

	1980	1985	1990	1995	2000	2006	2011
	Mrd. \$						
Industrielländer	- 59,1	- 64,1	- 111,4	+ 36,3	- 324,9	- 817,0	- 712,7
USA	+ 5,0	- 118,2	- 79,0	- 113,6	- 415,2	- 869,9	- 845,4
Japan	+ 4,8	+ 50,7	+ 46,6	+ 114,3	+ 119,0	+ 159,0	+ 238,5
EU 15	- 51,7	- 10,3	- 61,7	+ 41,6	- 65,5	- 100,7	- 114,6
Deutschland	- 32,6	- 8,2	+ 17,5	- 28,6	- 32,0	+ 118,7	+ 88,0
Russland	- 2,5	- 2,5	- 2,5	+ 7,0	+ 46,8	+ 107,7	+ 99,2
China	+ 3,0	- 11,4	+ 12,0	+ 1,6	+ 20,5	+ 197,4	+ 119,0
OPEC	+ 62,0	+ 5,8	+ 24,5	- 0,2	+ 101,4	+ 355,1	+ 287,9

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Obwohl die realen Warenexporte der USA im Prognosezeitraum nahezu doppelt so rasch expandieren werden wie ihre Importe, dürfte sich das Leistungsbilanzdefizit der USA bis 2011 nur wenig verringern (Übersicht 3). Hauptgrund dafür ist das hohe Defizit im Basisjahr (2006 überstiegen die Importe i. w. S. das Niveau der Exporte um mehr

Leistungsbilanzungleichgewichte verringert

als 50%). In Relation zum nominellen BIP wird das Leistungsbilanzdefizit der USA allerdings merklich zurückgehen, von 6,6% (2006) auf 4,9% (2011). Aufgrund der prognostizierten Import- und Exportdynamik wird der Leistungsbilanzüberschuss von China, Japan und Deutschland zwischen 2006 und 2011 spürbar sinken. Das aggregierte Leistungsbilanzdefizit der EU 15 sollte sich geringfügig ausweiten, in erster Linie als Folge der hohen und steigenden Defizite von Spanien, Großbritannien, Frankreich und Italien (sie fallen stärker ins Gewicht als der hohe Überschuss Deutschlands).

Übersicht 4: Wirtschaftswachstum nach Ländergruppen

	Ø 1980/ 1985	Ø 1985/ 1990	Ø 1990/ 1995	Ø 1995/ 2000	Ø 2000/ 2006	Ø 2006/ 2011
	BIP, real, jährliche Veränderung in %					
Industrieländer	+ 2,4	+ 3,4	+ 2,0	+ 3,3	+ 2,4	+ 2,9
USA	+ 3,2	+ 3,3	+ 2,5	+ 4,1	+ 2,5	+ 3,1
Japan	+ 3,1	+ 4,8	+ 1,4	+ 1,0	+ 1,6	+ 2,0
EU 25	-	-	-	+ 2,9	+ 1,9	+ 2,3
EU 15	+ 1,5	+ 3,3	+ 1,6	+ 2,8	+ 1,7	+ 2,2
Deutschland	+ 1,1	+ 3,4	+ 1,6	+ 2,0	+ 0,9	+ 1,5
Frankreich	+ 1,6	+ 3,1	+ 1,1	+ 2,7	+ 1,6	+ 2,2
Italien	+ 1,7	+ 3,1	+ 1,3	+ 1,9	+ 0,8	+ 1,4
Großbritannien	+ 2,0	+ 3,2	+ 1,7	+ 3,2	+ 2,5	+ 2,6
Erweiterungsländer 2006	-	-	-	+ 4,2	+ 4,4	+ 4,5
Polen	- 0,2	- 0,4	+ 2,2	+ 5,4	+ 3,4	+ 4,4
Tschechien	.	- 0,2	- 1,0	+ 1,5	+ 4,1	+ 5,1
Slowakei	+ 4,7	+ 1,4	- 2,9	+ 3,7	+ 5,2	+ 4,6
Ungarn	+ 2,3	+ 0,4	- 4,9	+ 4,0	+ 4,0	+ 4,4
Russland	+ 3,0	+ 1,3	- 9,1	+ 1,6	+ 6,4	+ 6,0
China	+ 10,7	+ 7,9	+ 12,3	+ 8,6	+ 9,7	+ 8,7
Indien	+ 5,2	+ 6,1	+ 5,3	+ 6,2	+ 6,8	+ 7,5
OPEC	- 0,2	+ 2,0	+ 4,5	+ 3,2	+ 4,1	+ 4,6
Afrika	+ 2,7	+ 2,8	+ 1,5	+ 4,0	+ 4,1	+ 4,2
Lateinamerika	+ 0,1	+ 1,9	+ 4,3	+ 2,6	+ 2,1	+ 3,7
Welt	+ 2,6	+ 3,7	+ 2,7	+ 3,8	+ 3,8	+ 4,4

Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Weltwirtschaft wächst kräftig

Das mittelfristige Wachstum der Weltwirtschaft dürfte im Prognosezeitraum 4,4% pro Jahr betragen und damit höher ausfallen als in allen Fünfjahresperioden seit 1980 (Übersicht 4). Gleichzeitig prognostiziert das Modell einen stabilen Wachstumspfad: Bis 2009 sollte sich die Expansion der Weltwirtschaft nur geringfügig abschwächen und danach wieder leicht beschleunigen (Abbildung 3). Sowohl die Höhe als auch die Stabilität der Rate ist in hohem Maß darauf zurückzuführen, dass für den Prognosezeitraum weder eine Rezession erwartet wird noch internationale Finanzkrisen oder Erdölpreisschocks. Aus diesem Grund beschleunigt sich das Wachstum gegenüber 2000/2006 in den meisten Regionen bzw. Volkswirtschaften in nahezu gleichem Ausmaß, nämlich um etwa ½ Prozentpunkt. Lediglich in China und Russland, deren Wirtschaft in den vergangenen sechs Jahren besonders stark expandierte, wird das Tempo etwas nachlassen (Abbildung 4). Umgekehrt sollte sich das Wirtschaftswachstum in Lateinamerika überdurchschnittlich beschleunigen (auf +3,7% pro Jahr), da es zwischen 2000 und 2006 – nicht zuletzt als Folge der Finanzkrisen – mit +2,1% pro Jahr niedrig ausgefallen war (Übersicht 4).

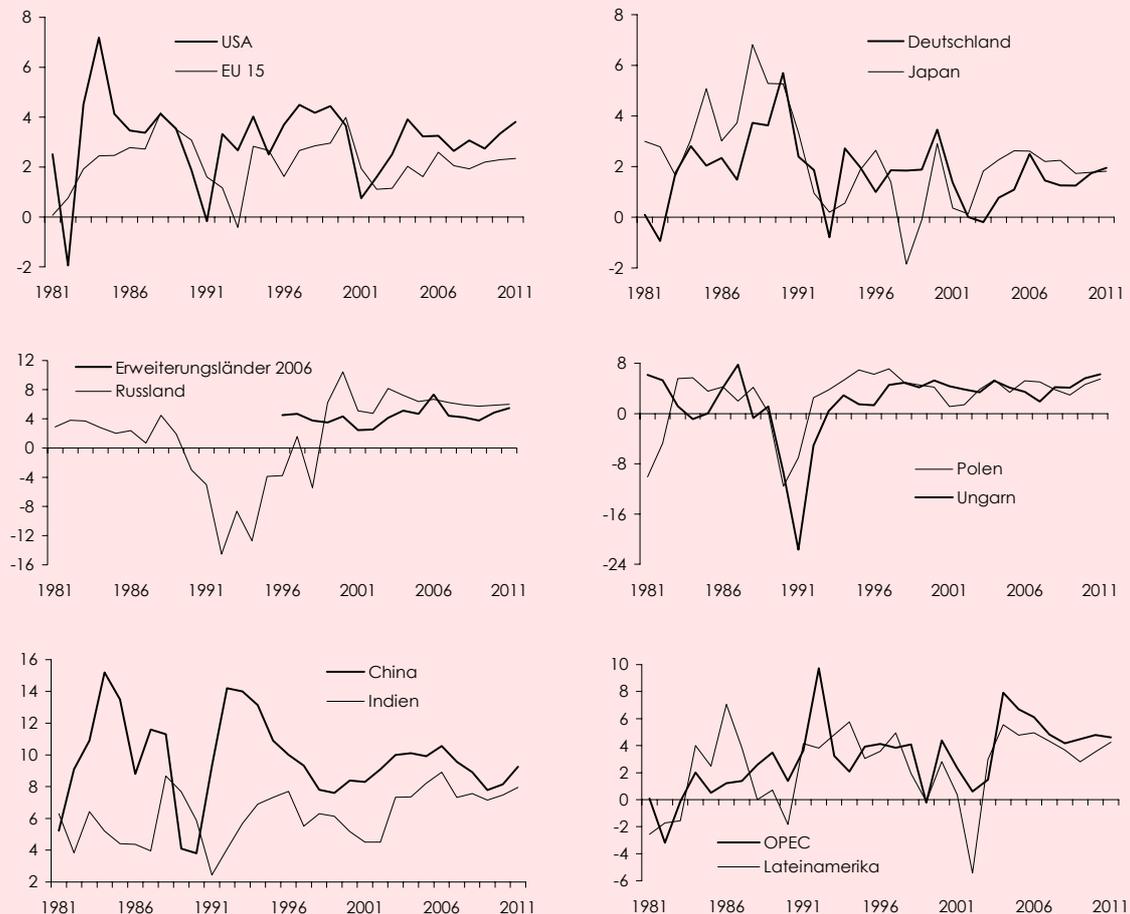
In den Ländern der EU 25 wird die Wirtschaft um 2,3% pro Jahr wachsen, merklich rascher als zwischen 2000 und 2006 (+1,9%). In den 10 neuen EU-Ländern ("Erweiterungsländer 2006") wird das Wirtschaftswachstum weiterhin etwa doppelt so hoch ausfallen wie in der EU 15 (+4,5% gegenüber +2,2%). Die vier größten Volkswirtschaften dieser Gruppe (Polen, Tschechien, Ungarn, Slowakei) werden sich bis 2011 sowohl mittelfristig als auch in den einzelnen Jahren ähnlich entwickeln (Übersicht 4, Abbildung 4).

Die Struktur der mittelfristigen Wachstumsdynamik wird sich laut der Modellprognose in den USA und in Deutschland gegenläufig verschieben: In den USA wurde die Entwicklung zwischen 2000 und 2006 primär von der Binnennachfrage getragen (+2,8% pro Jahr), während sich der Außenbeitrag markant verschlechterte (Übersicht 5).

Insbesondere der private Konsum (+3,1%) expandierte spürbar rascher als das BIP (+2,5%). Bis 2011 sollte hingegen die Konsumnachfrage langsamer zunehmen als das BIP (+2,7% gegenüber +3,1%), nicht zuletzt weil die Immobilienpreise bis 2008 nachgeben werden (Abbildung 5). Gleichzeitig werden die Gesamtexporte der USA (+9,0% pro Jahr) nahezu doppelt so rasch gesteigert wie die Gesamtimporte (+5,3% pro Jahr).

Abbildung 4: Wachstumsdynamik in der Weltwirtschaft

Veränderung des realen BIP gegen das Vorjahr in %



Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Im Gegensatz zu den USA ging das (schwache) Wirtschaftswachstum in Deutschland zwischen 2000 und 2006 (+0,9% pro Jahr) ausschließlich auf die gute Exportentwicklung zurück (+9,0%), die Binnennachfrage stagnierte. Für die Jahre bis 2011 prognostiziert das Modell eine Dämpfung der Exportdynamik und eine merkliche Belebung der Binnennachfrage (Übersicht 5). Insbesondere der private Konsum sollte in Deutschland wieder spürbar wachsen (+1,6% pro Jahr). Dies wird dazu beitragen, dass die Gesamtimporte Deutschlands etwas stärker expandieren als die Gesamtexporte (+7,1% gegenüber +6,1% pro Jahr). Die Übertragung der Dynamik von der Auslands- zur Binnennachfrage und die damit verbundene Beschleunigung des Wirtschaftswachstums werden dazu beitragen, dass sich die Arbeitslosenquote bis 2011 um 1 Prozentpunkt verringert und der Finanzierungssaldo des Staates um 1% des BIP verbessert (Übersicht 5).

Auch in den drei anderen großen EU-Ländern wird das Wachstum der Binnennachfrage anziehen und jenes der Gesamtproduktion geringfügig übertreffen (Übersicht 5). In Italien sollten sich nach einer mehrjährigen Stagnationsphase sowohl die Konsum- als auch die Investitionsnachfrage bis 2011 beleben. In Frankreich werden die Investitionen der Unternehmen merklich rascher expandieren als zwischen 2000

und 2006, nicht zuletzt dank einer stärkeren Exportdynamik. Für Großbritannien prognostiziert das Modell eine Fortsetzung des relativ hohen und stabilen Wirtschaftswachstums. Den größten Beitrag dazu wird weiterhin die Konsumnachfrage leisten, sie sollte bis 2011 um 2,9% pro Jahr zunehmen (Übersicht 5).

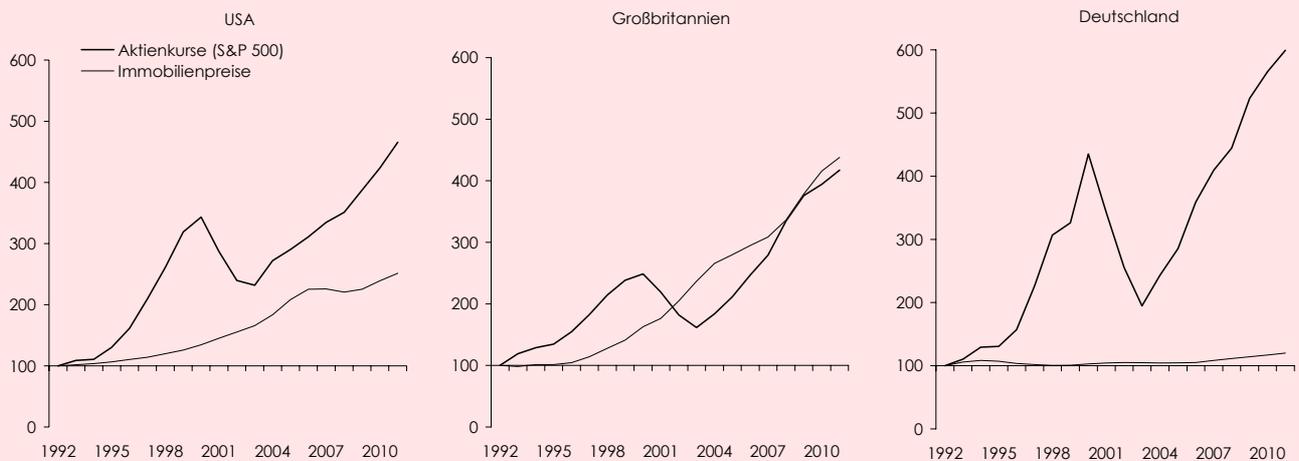
Übersicht 5: Gesamtnachfrage, Produktion, Beschäftigung und öffentliche Haushalte

	USA		Deutschland		Italien		Frankreich		Großbritannien	
	Ø 2000/ 2006	Ø 2006/ 2011	Ø 2000/ 2006	Ø 2006/ 2011	Ø 2000/ 2006	Ø 2006/ 2011	Ø 2000/ 2006	Ø 2006/ 2011	Ø 2000/ 2006	Ø 2006/ 2011
Jährliche Veränderung in %										
Privater Konsum, real	+ 3,1	+ 2,7	+ 0,3	+ 1,6	+ 0,7	+ 1,5	+ 2,4	+ 2,3	+ 2,8	+ 2,9
Bruttoinvestitionen, real	+ 1,7	+ 4,6	- 1,0	+ 2,9	+ 1,5	+ 2,3	+ 2,1	+ 3,0	+ 3,5	+ 3,3
Unternehmen	+ 1,2	+ 7,1	+ 0,3	+ 3,5	+ 1,1	+ 2,5	+ 1,9	+ 3,8	+ 1,8	+ 3,2
Wohnbau	+ 4,6	+ 1,0	- 2,9	+ 1,8	+ 2,7	+ 1,1	+ 2,6	+ 1,8	+ 5,5	+ 4,3
Staat	+ 3,1	+ 1,6	- 3,2	+ 1,7	+ 2,5	+ 2,8	+ 2,2	+ 2,1	+10,8	+ 3,4
Öffentlicher Konsum, real	+ 2,4	+ 1,3	+ 0,5	+ 1,0	+ 1,7	+ 0,6	+ 1,8	+ 1,4	+ 2,9	+ 2,5
Binnennachfrage, real	+ 2,8	+ 2,8	+ 0,1	+ 1,8	+ 1,0	+ 1,5	+ 2,0	+ 2,3	+ 2,8	+ 2,8
Exporte i. w. S., real	+ 2,9	+ 9,0	+ 6,9	+ 6,1	+ 0,5	+ 3,6	+ 2,9	+ 5,5	+ 4,9	+ 4,7
Importe i. w. S., real	+ 4,6	+ 5,3	+ 5,0	+ 7,1	+ 1,4	+ 4,2	+ 4,4	+ 5,7	+ 6,0	+ 5,0
BIP, real	+ 2,5	+ 3,1	+ 0,9	+ 1,5	+ 0,8	+ 1,4	+ 1,6	+ 2,2	+ 2,5	+ 2,6
Beschäftigung	+ 0,9	+ 1,1	- 0,1	+ 0,2	+ 1,3	- 0,0	+ 0,6	+ 0,7	+ 0,8	+ 0,6
Selbständige	+ 9,9	+ 1,3	+ 1,9	+ 0,2	+ 1,8	+ 0,2	+ 0,1	- 0,0	+ 2,1	+ 0,7
Unselbständige	+ 0,4	+ 1,1	- 0,3	+ 0,2	+ 1,2	- 0,1	+ 0,7	+ 0,8	+ 0,7	+ 0,6
Arbeitslosenquote	in % ¹⁾	+ 0,7	+ 0,5	+ 1,2	- 1,5	- 3,0	- 0,2	- 0,4	- 1,8	- 0,6
Budgetsaldo	in % des BIP ¹⁾	- 4,1	- 0,6	- 3,6	+ 1,0	- 4,0	+ 2,9	- 1,2	+ 0,8	- 4,8

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

Abbildung 5: Aktienkurse und Immobilienpreise

1992 = 100



Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Insbesondere in den USA und Großbritannien wird die stabile Ausweitung des privaten Konsums auch durch die Vermögenseffekte steigender Immobilienpreise und Aktienkurse gestützt. Das OEF-Modell impliziert, dass sich beide Arten von "asset price inflation" bis 2011 im Wesentlichen ungebrochen fortsetzen (Abbildung 5) – lediglich im Fall der USA rechnet das Modell mit einer Stagnation der Immobilienpreise 2007 und einem geringfügigen Rückgang im Folgejahr.

Die Zuverlässigkeit der vorliegenden Prognose wird insbesondere durch drei Faktoren eingeschränkt:

- Der Preisanstieg auf den Aktien- und Immobilienmärkten könnte durch eine Korrektur unterbrochen werden wie etwa im Fall der Aktienkurse zwischen 2000 und 2003. Zwar entspricht eine Fortsetzung des Aktien- und Immobilienbooms dem generellen Trend einer überdurchschnittlichen Verteuerung knappen bzw. "verknappbaren" Vermögens (das betrifft auch Kunstwerke oder Erdöl). Diese as-

set price inflation hat seit den neunziger Jahren an Bedeutung gewonnen (siehe dazu Cecchetti, 2006). Sollte im Prognosezeitraum eine markante Korrektur der Aktienkurse oder Immobilienpreise eintreten, so würde dies das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern merklich dämpfen (ähnlich wie 2000/2003).

- Angesichts der Höhe von Leistungsbilanzdefizit und Auslandsverschuldung der USA ist die in der Prognose angenommene Entwicklung des Dollarwechsellurses wenig gesichert. Sollte eine wesentlich stärkere Dollarabwertung in Gang kommen, etwa wenn sich das Wirtschaftswachstum in den USA als Folge einer Korrektur auf dem Aktien- und/oder Immobilienmarkt erheblich abschwächt, dann würde dies die Exportdynamik insbesondere im Euro-Raum und Japan beeinträchtigen.
- Auch im Hinblick auf die Entwicklung des Erdölpreises bestehen erhebliche Unsicherheitsfaktoren. Dazu gehören neben der potentiellen Instabilität des Dollarkurses auch die latenten politischen Spannungen im Mittleren Osten und mögliche Konflikte im Hinblick auf die ausreichende Versorgung der EU-Länder mit fossilen Energieträgern aus Russland. Einerseits sprechen diese Faktoren eher dafür, dass der Erdölpreis stärker steigen könnte als in der Prognose unterstellt, andererseits zeigt die Entwicklung der letzten Monate, dass auch ein merklicher Preisrückgang auf einem so instabilen Markt wie jenem für Erdöl im Bereich des Möglichen liegt.

Die potentielle, konkret nicht vorhersehbare Wirksamkeit dieser Faktoren macht die vorliegende Prognose nicht zu optimistisch, erhöht aber ihre Unsicherheit.

Blanchard, O., Giavazzi, F., Sa, F., "The U.S. Current Account and the Dollar", NBER Working Paper Series, 2005, (11137).

Cecchetti, S. G., "Measuring the Macroeconomic Risks Posed by Asset Price Booms", NBER Working Paper Series, 2006, (12542).

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).

Eichengreen, B., "Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition", NBER Working Paper Series, 2005, (11336).

Goldberg, L., Tille, C., "The International Role of the Dollar and Trade Balance Adjustment", NBER Working Paper Series, 2006, (12495).

Literaturhinweise

World Economic Growth is Accelerating, Current Account Imbalances Remain High

Medium-term Outlook for the World Economy until 2011 – Summary

The medium-term outlook for the world economy starts from the following assumptions: The US dollar will continue to depreciate against the euro until 2008 and will then stabilise. More specifically, the euro exchange rate is assumed to rise to 1.42 \$ until 2008, primarily as a result of a slowdown of the US economy, and to subsequently decline moderately until 2011 (to 1.35 \$). Crucial factors in the persistent undervaluation of the dollar are the high current account deficit and the enormous foreign debt of the USA. The price of crude oil (Brent) in 2007 is forecast at 60 \$ per barrel and is expected to gradually rise thereafter to 65 \$ in 2011, primarily in reaction to the continued strong expansion of the world economy. Short-term interest rates in the euro area will average 2.8 percent over the 2007-2011 period, thus remaining lower than those in the USA (4.8 percent).

Under these conditions, world trade should grow at an annual rate of almost 8 percent until 2011, even faster than between 2000 and 2006 (+6.8 percent). While surplus countries such as China, Japan, Germany, or the OPEC countries will increase their imports more strongly than their exports, the opposite holds true for the deficit country USA. Current account imbalances will therefore moderate slightly but will nevertheless remain high, notably the US current account deficit.

World output is projected to grow steadily at a rate of 4.4 percent p.a., thus noticeably outpacing growth in any medium-term period since 1980. These favourable growth prospects are also due to the fact that neither a recession nor an international financial crisis or an "oil price shock" are anticipated for the forecast period. For this reason, growth will accelerate at almost the same rate in most regions and/or economies, i.e., by around ½ percentage point compared to 2000-2006. Only China and Russia, where economic expansion has been particularly strong over the past six years, will see some moderation in the rate of growth. The economies of the EU 25 countries are expected to expand by 2.3 percent p.a., hence considerably faster than between 2000 and 2006 (+1.9 percent). Economic growth in the 10 new EU countries (without Bulgaria and Romania) will continue to be about twice as high as in the EU 15 (+4.5 percent compared with +2.2 percent).

- Marterbauer, M., Walterskirchen, E., "Einfluss der Haus- und Wohnungspreise auf das Wirtschaftswachstum", WIFO-Monatsberichte, 2005, 78(11), S. 761-774, http://publikationen.wifo.ac.at/pls/wifosite/wifosite.wifo_search.get_abstract_type?p_language=1&pubid=25815.
- Obstfeld, M., Rogoff, K., "The Unsustainable US Current Account Position Revisited", NBER Working Paper Series, 2004, (10869), <http://papers.nber.org/papers/w10869.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).
- Schulmeister, St., "Zur unterschiedlichen Wachstumsdynamik in den USA, in Deutschland und im übrigen Euro-Raum", WIFO-Monatsberichte, 2004, 77(2), S. 119-137, http://publikationen.wifo.ac.at/pls/wifosite/wifosite.wifo_search.get_abstract_type?p_language=1&pubid=24857.
- Schulmeister, St., Purchasing Power Parities for Tradables, Exchange Rates and Price Competitiveness, WIFO, Wien, 2005, http://publikationen.wifo.ac.at/pls/wifosite/wifosite.wifo_search.get_abstract_type?p_language=1&pubid=25656.