

II. Die Weltwirtschaft

Schwerpunkte

Die Weltwirtschaft verzeichnete 2005 ein starkes Wachstum, die Inflation hingegen blieb trotz eines weiteren sprunghaften Anstiegs der Preise für Öl und andere Rohstoffe gedämpft. Nachdem Anfang 2005 die USA und China die globale Expansion angeführt hatten, gewann diese im Laufe des Jahres an Breite und dehnte sich auf Japan und Kontinentaleuropa aus.

Das Wachstum der Weltwirtschaft und die niedrige globale Inflation übertrafen im vergangenen Jahr die optimistischen Prognosen von Anfang 2005, und dies ungeachtet der widrigen Umstände, die sich aus Veränderungen des makroökonomischen Umfelds ergaben. Erstens war nach wie vor kaum Inflationsdruck zu spüren, obwohl die Rohstoffpreise vor dem Hintergrund der im dritten Jahr in Folge kräftig expandierenden Weltwirtschaft weiter stiegen. Zweitens bewahrte die US-Wirtschaft trotz des Energiepreisanstiegs und schwerwiegender Schäden infolge von Wirbelstürmen eine beträchtliche Dynamik. Drittens blieben die Finanzierungsbedingungen weltweit ausgesprochen

| Wachstum und Inflation | | | | | | | | |
|--|---------------------------|------|------|-------------------|--------------------------------|------|------|-------------------|
| Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent | | | | | | | | |
| | Reales BIP | | | | Verbraucherpreise ¹ | | | |
| | Durchschnitt 1991–2003 | 2004 | 2005 | 2006 ² | Durchschnitt 1991–2003 | 2004 | 2005 | 2006 ² |
| Insgesamt ³ | 3,6 | 4,8 | 4,3 | 4,4 | 11,8 | 3,1 | 3,2 | 3,2 |
| Fortgeschrittene Volkswirtschaften ³ | 2,3 | 3,0 | 2,6 | 2,8 | 2,2 | 2,0 | 2,3 | 2,3 |
| USA | 2,9 | 4,2 | 3,5 | 3,4 | 2,7 | 2,7 | 3,4 | 3,2 |
| Euro-Raum | 2,0 | 1,8 | 1,4 | 2,1 | 2,4 | 2,1 | 2,2 | 2,1 |
| Japan | 1,1 | 2,3 | 2,6 | 3,0 | 0,5 | -0,0 | -0,3 | 0,4 |
| Vereinigtes Königreich | 2,4 | 3,1 | 1,8 | 2,3 | 2,4 | 1,3 | 2,1 | 2,0 |
| Sonstige ^{3, 4} | 2,6 | 3,1 | 2,6 | 3,0 | 2,2 | 1,6 | 2,0 | 2,1 |
| Aufstrebende Volkswirtschaften ³ | 5,4 | 7,3 | 6,9 | 6,7 | 25,9 | 4,9 | 4,5 | 4,4 |
| Asien ^{3, 5} | 7,2 | 7,9 | 8,0 | 7,7 | 6,1 | 3,8 | 3,3 | 3,7 |
| Lateinamerika ^{3, 6} | 3,4 | 5,9 | 4,3 | 4,6 | 57,5 | 6,7 | 6,0 | 5,4 |
| Mittel- und Osteuropa ^{3, 7} | 0,5 | 6,9 | 5,9 | 5,6 | 80,4 | 8,7 | 8,6 | 6,9 |
| Sonstige ^{3, 8} | 2,3 | 4,8 | 5,4 | 5,0 | 5,5 | 1,0 | 2,3 | 2,9 |

¹ Euro-Raum und Vereinigtes Königreich: harmonisierter Index; Lateinamerika: Jahresenddaten. ² Im Mai veröffentlichte Consensus-Prognose. ³ Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ⁴ Australien, Dänemark, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz. ⁵ China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. ⁶ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁷ Polen, Russland, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. ⁸ Saudi-Arabien und Südafrika.

Quellen: Eurostat; © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.1

wachstumsfördernd, obgleich die akkommodierende geldpolitische Ausrichtung in den USA und – in geringerem Maße – im Euro-Raum schrittweise zurückgeführt wurde. Viertens schließlich ließen sich die Finanzmärkte trotz der weiteren massiven und unerwarteten Verschlechterung der US-Leistungsbilanz während des Jahres nicht aus der Ruhe bringen. Obwohl 2005 das US-Leistungsbilanzdefizit die Prognosen um rund \$ 100 Mrd. überstieg, wertete der Dollar im Jahresverlauf auf realer effektiver Basis auf.

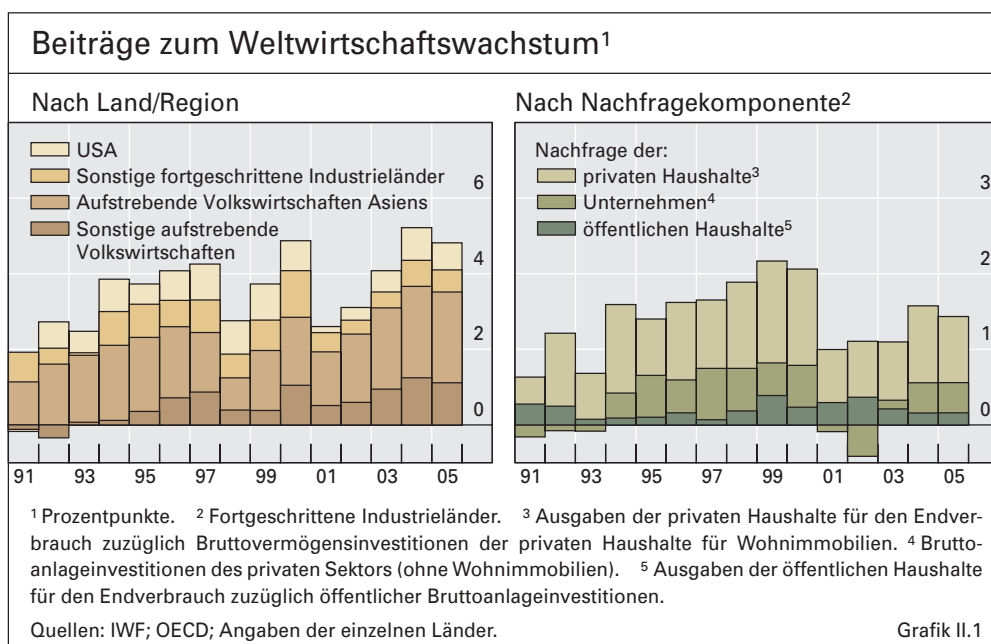
Der Konsens der Prognosen für 2006 ist, dass das kräftige globale Wachstum anhält und die Inflation weltweit niedrig bleibt (Tabelle II.1). Das freundliche Geschäftsklima und eine geringe bzw. abnehmende Arbeitslosigkeit untermauern diese optimistische Einschätzung der kurzfristigen Wachstumsperspektiven. Allerdings bringt der gegenwärtige globale Aufschwung auch mehrere weniger positive Entwicklungen mit sich: Die öffentlichen Haushalte weisen erhebliche Defizite aus, die Sparquote der privaten Haushalte befindet sich in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf einem Niveau, das auf Dauer zu tief erscheint, die Investitionsquote der Unternehmen ist nach wie vor niedrig, und die weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte sind so groß wie nie zuvor. Gleichzeitig herrscht größere Unsicherheit über die Inflationssichten, da die Ölpreise neue Rekordstände erreicht haben und sich die Produktionslücken in vielen Ländern verengen oder gar schließen.

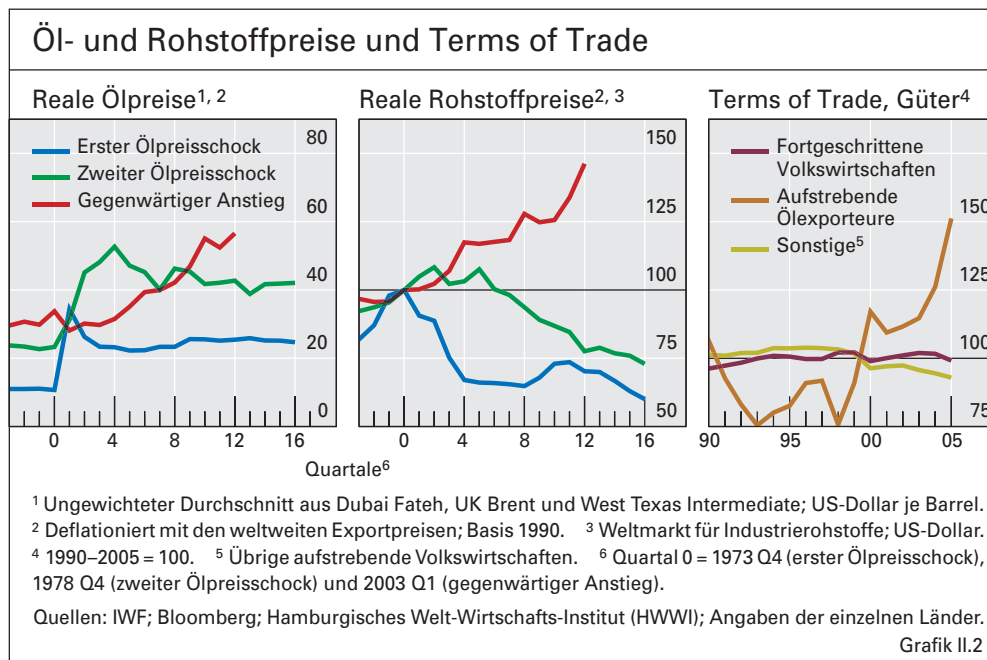
Die Weltwirtschaft im Überblick

Anhaltend lebhaftes Wachstum und niedrige Inflation

Das globale BIP-Wachstum überstieg 2005 im dritten Jahr in Folge die Marke von 4%. Der gegenwärtige Aufschwung ist damit der stärkste seit Beginn der 1970er Jahre. Während die Produktion auf dem amerikanischen Kontinent sowie in Europa geringfügig langsamer zunahm als 2004, beschleunigte sich

Seit drei Jahren starkes Wachstum





das Wachstum in Asien weiter. In China setzte sich die Expansion unvermindert fort, und die seit Langem erwartete Belebung in Japan verstärkte die Wirtschaftsdynamik der Region zusätzlich, nicht zuletzt aufgrund der beträchtlichen Komplementaritäten, die Japan und die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens in ihrer Handelsstruktur aufweisen. Insgesamt entfiel auf die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens mehr als die Hälfte des weltweiten Produktionszuwachses im vergangenen Jahr (Grafik II.1).

Erneuter Anstieg der Rohstoffpreise ...

Das rasche Nachfragewachstum (vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens) war 2005 mit ein Grund für den weiteren Anstieg der Rohstoffpreise, wobei Kapazitätsengpässe bei der Produktion und Raffination von Erdöl den Preisauftrieb noch verstärkten. Ende August 2005 erreichten die Preise für Rohöl am Spotmarkt \$ 70 je Barrel – eine Steigerung von rund 60% gegenüber dem Jahresbeginn. Der stetige Anstieg der realen Ölpreise in den vergangenen zwei Jahren steht in scharfem Kontrast zu den angebotsseitigen Ölpreisschocks der 1970er Jahre, bei denen sich ein Teil des anfänglichen jähen Anstiegs relativ rasch zurückbildete. Die Preise für Basismetalle und andere Rohstoffe erhöhten sich parallel zur Ölpreisentwicklung (Grafik II.2).

... doch weiterhin dynamisches Weltwirtschaftswachstum ...

Die Weltwirtschaft erwies sich gegenüber dem erneuten drastischen Anstieg der Energiepreise als bemerkenswert widerstandsfähig. In den OECD-Ländern entsprachen die Nettoölimpporte rund 1½% des jeweiligen BIP. Das ist ½ Prozentpunkt mehr als 2004, doch nur etwa halb so viel wie in den 1970er Jahren. Während in den ölimportierenden Ländern der Konjunkturaufschwung intakt blieb, trieben in den öl- und rohstoffexportierenden aufstrebenden Volkswirtschaften in Lateinamerika, im Nahen Osten und in Afrika beträchtliche Terms-of-Trade-Gewinne das Wachstum voran.

... gestützt von gedämpfter Inflation ...

Die nach wie vor gedämpfte Inflation federte die Auswirkungen der hohen Energiepreise auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in den ölimportierenden Ländern ab. Der Verbraucherpreisauftrieb verstärkte sich

gegenüber 2004 nur mäßig. Zweitrundeneffekte blieben im Wesentlichen aus, da weiterhin Lohnzurückhaltung herrschte und die Unternehmen bei der Preissetzung nur begrenzten Spielraum hatten. Die längerfristigen Inflationserwartungen blieben fest verankert. Vor diesem Hintergrund führten die Federal Reserve und ab einem späteren Zeitpunkt auch die EZB und die Bank of Japan ihren akkommodierenden geldpolitischen Kurs allmählich zurück (Kapitel IV).

Die anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen weltweit bildeten ein weiteres Gegengewicht zu dem Einfluss der steigenden Energiepreise auf das Wirtschaftswachstum. Die kurz- und langfristigen Realzinssätze der großen Währungsräume hielten sich deutlich unter ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt. Gleichzeitig stützten niedrige Risikoprämien die Bewertung von Vermögenspositionen aller Art: Die Preise für Wohnimmobilien zogen in vielen Ländern kräftig an (Kapitel VII), und praktisch überall erreichten die Aktienkurse mehrjährige Höchststände (Kapitel VI). Ungewöhnlich niedrige Kreditrisikoprämien begleiteten eine Beschleunigung des Kreditwachstums auf ähnlich hohe Raten wie in den späten 1990er Jahren.

... und günstigen Finanzierungsbedingungen

Anzeichen für einen ausgewogeneren Konjunkturaufschwung

Die USA und China blieben Anfang 2005 die Hauptantriebskräfte für das globale Wachstum. Gleichzeitig halfen die lebhaften US-Konsumausgaben und eine weiterhin sehr dynamische Investitionstätigkeit in China dem Euro-Raum und den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, eine Schwächephase in Zusammenhang mit einer Anpassung der Lagerbestände in der verarbeitenden Industrie zu überwinden. Tatsächlich zogen die Exporte – auch in den zuvor nachhinkenden Hochtechnologiebranchen – im ersten Halbjahr 2005 in Europa und später in den verbleibenden asiatischen Ländern an.

Anhaltende Expansion in den USA und China ...

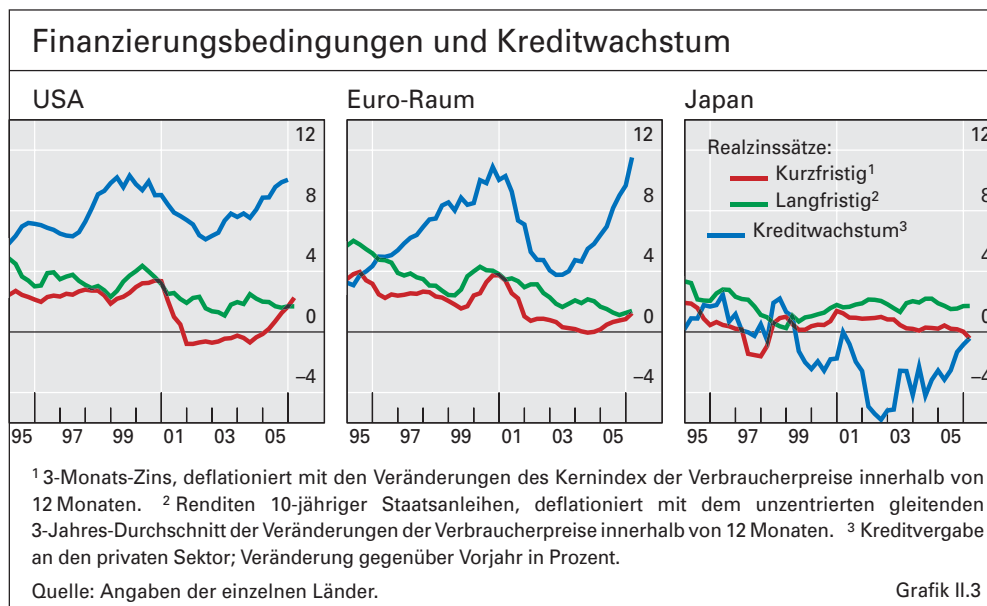
Der globale Aufschwung weitete sich im Laufe des Jahres aus. Während die US-Wirtschaft eine beträchtliche Dynamik beibehielt und sich das Wachstum in China unvermindert fortsetzte, stützte eine steigende Inlandsnachfrage den Aufschwung in Kontinentaleuropa. Vor dem Hintergrund eines lebhaften Gewinnwachstums, eines sich verbessernden Geschäftsklimas und zuletzt auch einer zunehmenden Kapazitätsauslastung verzeichnete der Euro-Raum den stärksten Anstieg der Unternehmensausgaben seit 2000. Der private Verbrauch erholte sich allerdings nicht. Die großen Volkswirtschaften des Euro-Raums expandierten weiterhin in sehr unterschiedlichem Tempo. So war die Wachstumsrate in Spanien hoch, in Deutschland und Frankreich unterdurchschnittlich und in Italien stagnierend.

... die auch den Euro-Raum erfasst ...

In Japan bekräftigte die anziehende Inlandsnachfrage die Zuversicht, dass die Konjunkturerholung festen Fuß gefasst hatte. Hohe Unternehmensausgaben und die Wende beim Kreditwachstum deuteten darauf hin, dass der Prozess der Bilanzbereinigungen im Unternehmens- und Finanzsektor abgeschlossen war (Grafik II.3). Der private Verbrauch erholte sich angesichts sich verbessernder Arbeitsmarktbedingungen. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens zog die Inlandsnachfrage an (Kapitel III).

... und sich in Japan festigt

Außerdem umfasst der Konjunkturaufschwung gleichmäßiger als zuvor alle Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. In zahlreichen fort-



Ausgewogeneres Wachstum bei allen Nachfragekomponenten

geschrittenen Volkswirtschaften belebten sich endlich die Unternehmensinvestitionen. In den USA und Japan war deren Beitrag zum Wachstum der Inlandsnachfrage im Jahr 2005 mit früheren Konjunkturaufschwüngen zu vergleichen, während er im Euro-Raum etwas geringer ausfiel als in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre. Auf die Ausgaben der privaten Haushalte – einschließlich der Investitionen in Wohneigentum – entfielen rund 67% des gesamten BIP-Wachstums in den OECD-Ländern. In der ersten Hälfte der laufenden Dekade hatte dieser Anteil mehr als 80% betragen. Zuzuschreiben ist der jüngste Rückgang der Verlangsamung bei den Investitionen in Wohnimmobilien und beim privaten Verbrauch aufgrund einer Abschwächung am Wohnimmobilienmarkt in Australien wie auch im Vereinigten Königreich und infolge der gravierenden Schäden im Zusammenhang mit den Wirbelstürmen in den USA.

Ausblick und Risiken

Allgemeine Erwartung eines anhaltend starken Wachstums 2006 ...

Der Konsens für 2006 ist, dass das Weltwirtschaftswachstum erneut 4% übersteigt und sich die moderate Inflation fortsetzt. In der Tat erscheint das wirtschaftliche Umfeld in vielerlei Hinsicht günstig. Das Geschäftsklima hat sich weltweit verbessert, was auf ein weiteres Anziehen der Unternehmensinvestitionen hoffen lässt. Der Arbeitsmarkt in den USA und Japan hat sich gefestigt, und im Euro-Raum gibt es Anzeichen für eine Verbesserung. In Asien scheint sich eine starke selbsttragende Wachstumsdynamik zu entfalten. Auch in Lateinamerika wird mit einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums gerechnet, während es in Mittel- und Osteuropa kräftig bleiben dürfte.

... mit potenziellen Ereignisrisiken ...

Es gibt jedoch auch Risiken. Abgesehen von potenziell katastrophalen Ereignissen wie einer Vogelgrippe-Pandemie oder einer geopolitischen Krise ist aus mehreren Gründen fraglich, ob die derzeitigen makroökonomischen Trends auf mittlere Sicht tragfähig sind.

| 2005: ein ungewöhnliches Jahr | | | | | | |
|--|------|-------------|------|-----------|------|---------------------------|
| Jahresdurchschnitt bzw. Jahreswert | | | | | | |
| | 2005 | Höchststand | | Tiefstand | | Durchschnitt 1980–2004 |
| | | Wert | Jahr | Wert | Jahr | |
| Wachstum des weltweiten BIP | 4,8 | 5,3 | 2004 | 1,2 | 1982 | 3,4 |
| Reale Ölpreise ¹ | 49,1 | 49,1 | 2005 | 14,0 | 1998 | 26,3 |
| Langfristiger Realzinssatz in den G3 ² | 1,6 | 5,3 | 1990 | 1,6 | 2005 | 3,5 |
| Sparquote der privaten US-Haushalte ³ | -0,4 | 11,2 | 1982 | -0,4 | 2005 | 6,1 |
| Finanzierungssaldo des US-Unternehmenssektors ⁴ | 1,3 | 1,9 | 2003 | -2,7 | 1980 | -0,4 |
| Leistungsbilanzsalden ⁵ | -2,8 | -1,1 | 1995 | -2,8 | 2005 | -1,6 |

¹ Ungewichteter Durchschnitt aus Dubai Fateh, UK Brent und West Texas Intermediate; US-Dollar je Barrel. Deflationiert mit den weltweiten Exportpreisen; Basis 1990. ² Renditen 10-jähriger Staatsanleihen, deflationiert mit dem unzentrierten gleitenden 3-Jahres-Durchschnitt der Veränderungen der Verbraucherpreise innerhalb von 12 Monaten. Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ³ In Prozent des verfügbaren Einkommens. ⁴ Ersparnis minus Investitionen, in Prozent des BIP. ⁵ Summe der Leistungsbilanzsalden der Defizitländer, in Prozent des weltweiten BIP.

Quellen: IWF; Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.2

Die aktuelle Konstellation wichtiger makroökonomischer Variablen ist ausgesprochen ungewöhnlich (Tabelle II.2). Erstens haben die Ölpreise neue Rekordstände erreicht und sind real etwa doppelt so hoch wie ihr langfristiger Durchschnitt. Früher oder später könnte sich der Inflationsdruck erhöhen, zumal sich die Produktionslücken in vielen Ländern verengen oder gar schließen. Zweitens sind die langfristigen Realzinssätze selbst unter Berücksichtigung des seit Anfang 2006 verzeichneten Anstiegs nach wie vor sehr niedrig. Weder die Gründe für das historisch niedrige Realzinsniveau noch die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen eines drastischen Anstiegs nach einer langen Niedrigzinsphase sind genau bekannt. Drittens drehte sich die gemessene Ersparnis der privaten Haushalte in den USA im vergangenen Jahr ins Minus, während die US-Unternehmen Nettosparer sind. Viertens schließlich weiteten sich die Leistungsbilanzdefizite auf ein bisher nicht gekanntes Maß aus. Insgesamt belaufen sich die Leistungsbilanzsalden der Defizitländer auf mehr als 2½% des weltweiten BIP. Der Großteil davon entfällt auf die USA.

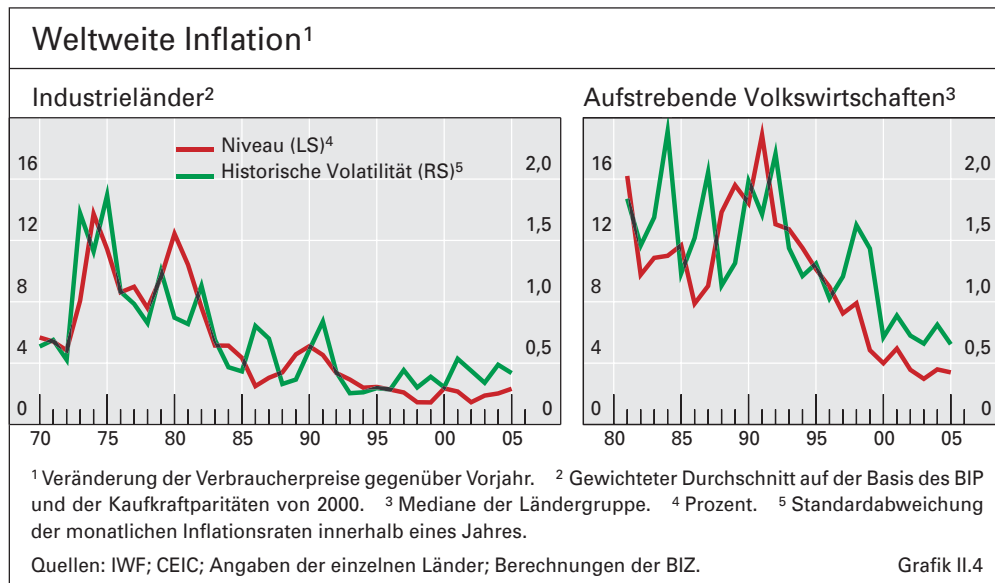
... und Fragezeichen bezüglich der Nachhaltigkeit des derzeitigen Wachstumsverlaufs

Inflation und Lohnfestsetzung in der Weltwirtschaft

Globale Inflationstrends

Weltweit blieben die Inflationsraten im Berichtszeitraum trotz des anhaltend starken Wirtschaftswachstums und der steigenden Energiepreise niedrig und stabil (Grafik II.4). Die am Verbraucherpreisindex gemessene Inflationsrate stieg in den USA im letzten Herbst, als die Benzinpreise nach den Wirbelstürmen Rekordhöhen erreichten, auf 4¾% an, ging aber gegen Jahresende wieder zurück. In anderen fortgeschrittenen Industrieländern tendierte sie im

Anhaltend niedrige und stabile Inflation



vergangenen Jahr ebenfalls nach oben, war im langjährigen Vergleich aber nach wie vor niedrig. In Lateinamerika schwächte sich der Anstieg der Verbraucherpreise ab, und in Mittel- und Osteuropa blieb er relativ stabil. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens waren die Inflationstrends unterschiedlich: Während die Teuerung in China trotz des anhaltend rasanten Wirtschaftswachstums sank, stieg sie in mehreren anderen Ländern an (Kapitel III).

Kerninflation im Wesentlichen unverändert

Die Kerninflationen blieben in den USA und Europa weitgehend unverändert, was im dritten Quartal 2005 zu einer besonders großen Differenz zwischen Verbraucherpreisanstieg und Kerninflation führte. In Japan stieg die Inflation (ohne frische Nahrungsmittel) um die Jahreswende auf ½%. In den aufstrebenden Volkswirtschaften war die Kerninflation im Wesentlichen stabil.

Weltweit geringere Persistenz ...

Dass der Verbraucherpreisanstieg nicht der Aufwärtsbewegung der Energiepreise folgte, steht in markantem Gegensatz zu den Lohn-Preis-Spiralen der 1970er Jahre, deckt sich jedoch mit dem neuerdings zu beobachtenden Trend einer rückläufigen Inflationspersistenz. Von 1970 bis 1989 bestanden in den G7-Ländern mehr als 80% der in den jeweils vorangegangenen sechs Monaten verzeichneten Preisanstiege im darauffolgenden Monat fort. Dieser Anteil fiel in den USA nach den 1990er Jahren auf weniger als 50% und ging auch in Japan, Kanada und dem Vereinigten Königreich zurück. Im Euro-Raum ist das Bild uneinheitlicher. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften gibt es ebenfalls Hinweise auf eine Abnahme der Inflationspersistenz.

... wie auch geringe Variation der Inflation

Ein anderer globaler Trend, der weiter anhält, ist die geringere Variation der Inflationsraten im Ländervergleich. Die Inflationsraten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben sich einander kontinuierlich angenähert und bewegten sich 2005 in einer Bandbreite von etwa 0–3%, verglichen mit einer Spanne von rund 20 Prozentpunkten im Jahr 1980. Die Variationskoeffizienten der Inflationsraten betragen 2005 weniger als 0,5, nachdem sie Mitte der 1980er Jahre noch bei 1,2 gelegen hatten. Bei den aufstrebenden Volkswirtschaften haben erfolgreiche gesamtwirtschaftliche

Stabilisierungsbemühungen die Variation der Inflationsraten seit Mitte der 1990er Jahre ebenfalls verringert.

Die Bestimmungsfaktoren dieser langfristigen Trends im Inflationsprozess sind nicht ganz geklärt. Zum größten Teil lässt sich der Rückgang bei Niveau und Schwankungsbreite der Inflationsraten mit einem gemeinsamen Faktor erklären (Tabelle II.3). Allerdings erfasst dieses Maß wohl recht unterschiedliche ökonomische Faktoren. Eine Komponente sind Änderungen der Geldpolitik. Unter diesem Gesichtspunkt sind gemeinsame globale Inflationstrends das Ergebnis einer gleichzeitigen Änderung der auf das Inland bezogenen Wirtschaftspolitik vieler Länder. Eine andere und wirklich globale Komponente ist die zunehmende internationale Integration der Märkte für Güter und Produktionsfaktoren, die mit einer Veränderung der Angebots- und Nachfragebedingungen weltweit einhergeht. In dieser Hinsicht spielen die wirtschaftliche Öffnung Chinas, Indiens und des ehemaligen Ostblocks, aber auch die zunehmende Wirtschaftskraft Asiens und Lateinamerikas eine Schlüsselrolle. Die offenbar gestiegene Bedeutung globaler Maße für das ungenutzte Produktionspotenzial als Triebkräfte der Inflation in einem bestimmten Land weist darauf hin, dass der Inflationsprozess immer stärker globalen Charakter annimmt (Kapitel IV).

Bestimmungsfaktoren gemeinsamer Inflationstrends

Markante Verschiebungen der relativen Preise auf globaler Ebene, die in den vergangenen rund fünf Jahren zu beobachten waren, stützen die These, dass realwirtschaftliche Veränderungen die weltweite Inflationsdynamik beeinflusst haben. Einerseits sind die Rohstoffpreise um mehr als 30% gestiegen (Grafik II.5). Dieser Anstieg ging mit einer lebhaften Nachfrage der aufstrebenden Volkswirtschaften nach Roh- und Grundstoffen sowie Energie einher: Rund zwei Drittel des Zuwachses von 20%, den die globale Nachfrage nach Öl von 1995 bis 2005 verzeichnete, entfielen auf Nicht-OECD-Länder. Andererseits

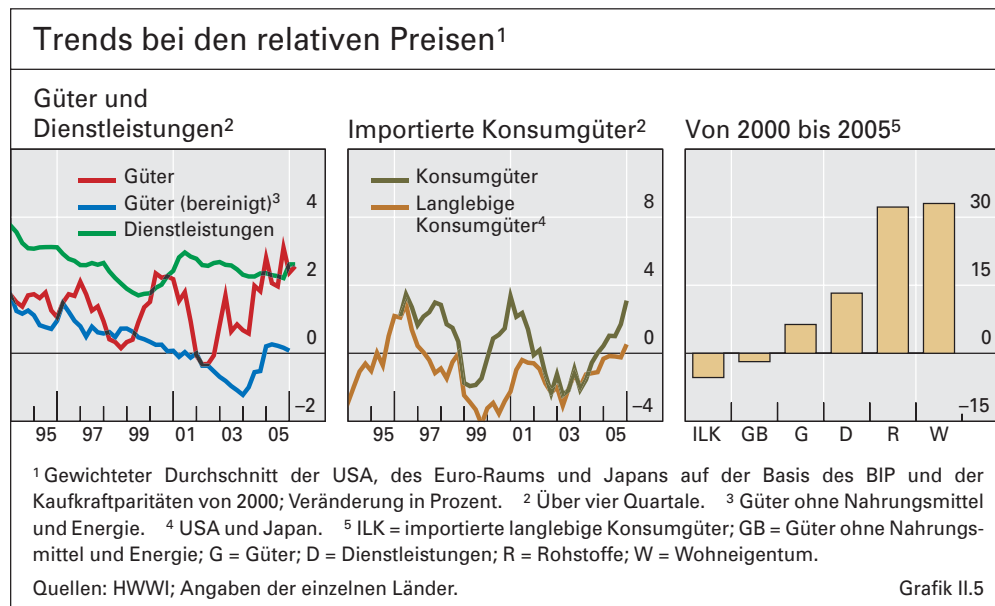
Verschiebungen der relativen Preise im Einklang mit der These, dass Inflation durch Globalisierung beeinflusst wird ...

| Beitrag eines gemeinsamen Faktors zur Inflation in fortgeschrittenen Volkswirtschaften ¹ | | | | | | | | | | |
|---|---------------------------|------------------------|------------------------|---------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|------------------------|------------------------|---------------------------------|-------------------------------|
| | Niveau der Inflationsrate | | | | | Volatilität der Inflationsrate | | | | |
| | Durchschnitt 1970–89 | Durchschnitt 1990–2005 | Differenz ² | | | Durchschnitt 1970–89 | Durchschnitt 1990–2005 | Differenz ² | | |
| | | | Insgesamt | Erklärt durch | | | | Insgesamt | Erklärt durch | |
| | | | | Gemeinsamer Faktor ³ | Länderspezifisch ³ | | | | Gemeinsamer Faktor ³ | Länderspezifisch ³ |
| USA | 6,1 | 2,8 | -3,3 | -3,7 | 0,4 | 0,7 | 0,1 | -0,6 | -0,4 | -0,2 |
| Japan | 5,6 | 0,6 | -5,0 | -5,3 | 0,3 | 2,2 | 0,2 | -2,0 | -0,3 | -1,7 |
| Deutschland | 3,8 | 2,2 | -1,6 | -2,6 | 1,0 | 0,3 | 0,3 | -0,0 | -0,3 | 0,3 |
| Frankreich | 7,8 | 1,9 | -5,9 | -5,6 | -0,3 | 0,9 | 0,1 | -0,8 | -0,6 | -0,2 |
| Vereinigtes Königreich | 9,5 | 2,6 | -6,9 | -6,9 | 0,0 | 2,4 | 0,3 | -2,1 | -0,5 | -1,6 |
| Italien | 11,2 | 3,5 | -7,7 | -8,0 | 0,3 | 2,3 | 0,2 | -2,1 | -0,6 | -1,5 |
| Kanada | 6,7 | 2,2 | -4,5 | -4,5 | -0,0 | 0,7 | 0,3 | -0,4 | -0,5 | 0,1 |
| OECD | 8,3 | 2,7 | -5,6 | -5,2 | -0,4 | 1,7 | 0,4 | -1,3 | -0,4 | -0,9 |

¹ Die Inflationsraten von 22 OECD-Ländern werden mittels eines dynamischen Faktormodells in einen gemeinsamen (den Gleichlauf zwischen Ländern beschreibenden) Faktor sowie länderspezifische Faktoren zerlegt. ² Differenz zwischen 1970–89 und 1990–2005. ³ Beitrag zur Differenz.

Quellen: OECD; Berechnungen der BIZ.

Tabelle II.3



ist das Angebot an Industriegütern durch die Exporte dieser neu integrierten aufstrebenden Volkswirtschaften in die Höhe geschneit. Beispielsweise steigerte sich das Exportvolumen in den asiatischen Entwicklungsländern von 2000 bis 2005 jährlich um rund 15%. In diesem Zeitraum gingen die Preise für importierte langlebige Konsumgüter in den wichtigsten Industrieländern um 5% zurück, während die Preise für viele nicht handelbare Güter weiter stiegen.

... und in deutlichem Gegensatz zu früheren Erfahrungen

Diese Verschiebungen der relativen Preise stehen in deutlichem Kontrast zu den während des Ölpreisschocks Ende der 1970er Jahre beobachteten Verlaufsmustern. Von 1978 bis 1981 stiegen die Preise für Waren, Dienstleistungen und Rohstoffe in den G3 weitgehend parallel in der Größenordnung von 25–35%.

Lohnfestsetzung und Globalisierung

Dauerhafte Zurückhaltung beim Nominallohnwachstum ...

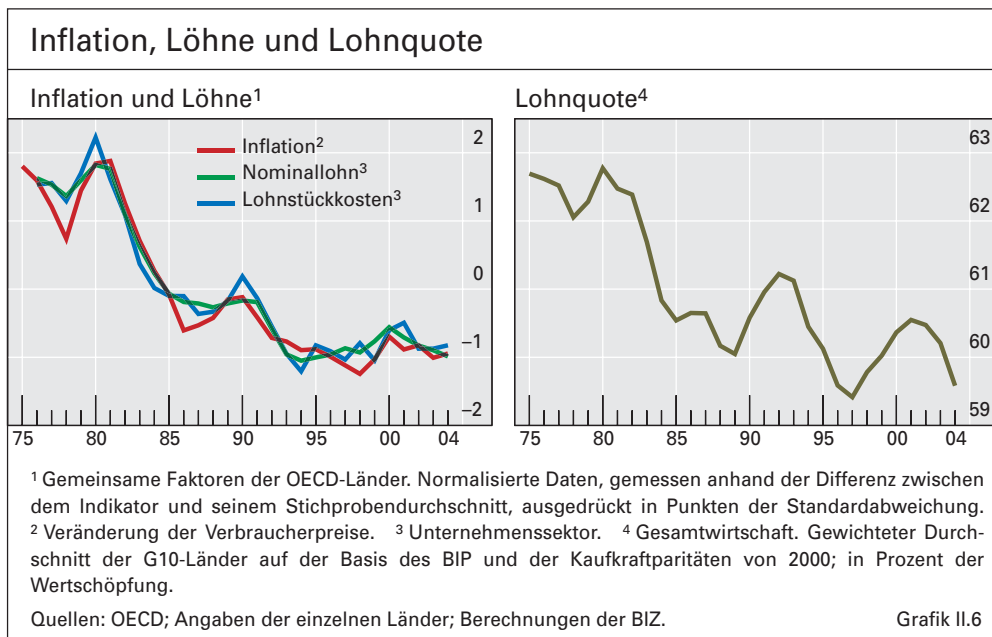
Der nachhaltige Rückgang der Inflationsraten wurde von großer Zurückhaltung beim nominalen Lohnwachstum begleitet. Parallel zur Entwicklung der Nominallöhne hat sich auch der Anstieg der Lohnstückkosten verlangsamt, und die gesamtwirtschaftlichen Lohnquoten sind in den letzten rund drei Jahrzehnten um 5% zurückgegangen (Grafik II.6).

... aufgrund mehrerer Faktoren

Zweifellos haben dabei mehrere Faktoren eine Rolle gespielt. Häufig wird argumentiert, die größere Glaubwürdigkeit der Geldpolitik, erreicht durch ein energischeres Reagieren auf Inflationsschocks, dämme den Lohnanstieg ein, weil sie die Inflationserwartungen fester verankere (Kapitel IV). Außerdem hat das höhere Wachstum der Arbeitsproduktivität infolge gesteigerter Kapitalintensität und technologischen Fortschritts dazu beigetragen, den Anstieg der Lohnstückkosten in Grenzen zu halten. Schließlich hat die in den letzten rund zehn Jahren zu beobachtende Deregulierung der inländischen Arbeitsmärkte zusammen mit der Abnahme des gewerkschaftlichen Organisationsgrads und stärker dezentralisierten Tarifverhandlungen die Verhandlungsmacht einiger Gruppen von Arbeitnehmern tendenziell geschwächt.

Globalisierung beeinflusst Lohnentwicklung ...

Gleichzeitig sollte man den Einfluss der Globalisierung nicht unterschätzen. Durch die Integration der aufstrebenden Volkswirtschaften in den



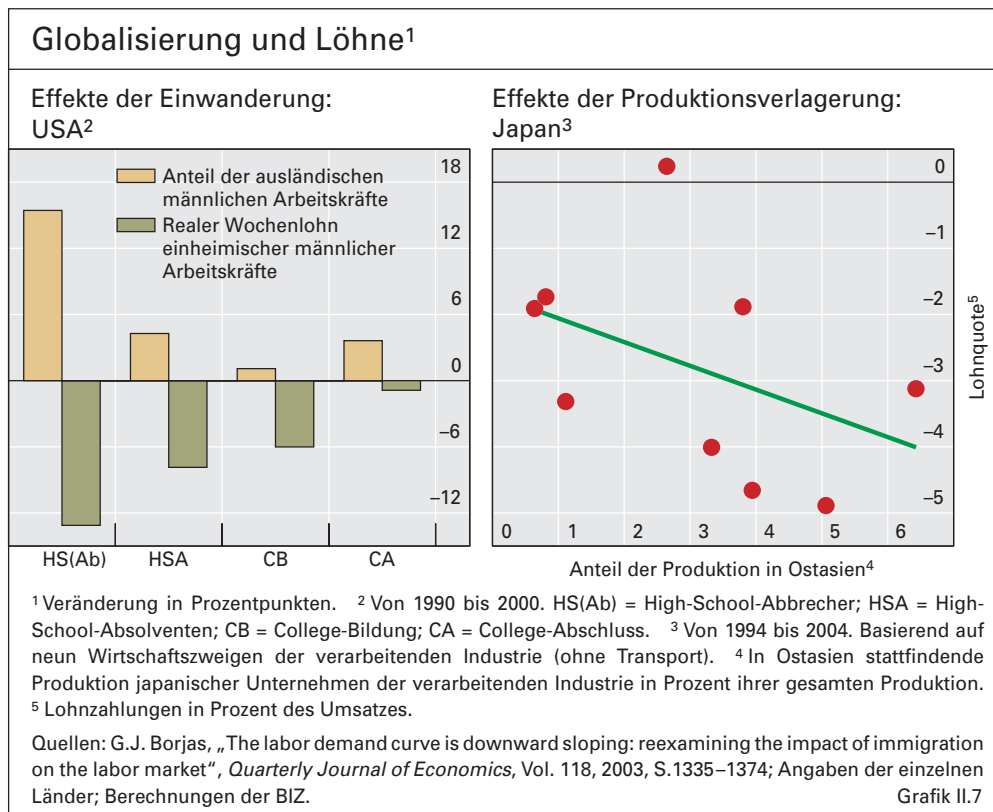
globalen Produktionsprozess hat sich manchen Schätzungen zufolge das Angebot an für die Weltwirtschaft verfügbaren Arbeitskräften effektiv verdoppelt. Zusammen mit anderen Aspekten der Globalisierung dürfte dies die Arbeitsmarktpolitik und das Lohnfestsetzungsverhalten in den fortgeschrittenen Industrieländern beeinflusst haben. Mindestens drei Faktoren scheinen bei diesem Prozess eine Rolle gespielt zu haben.

Erstens hat die erhöhte internationale Mobilität des Faktors Arbeit zur Verringerung von Angebotsknappheiten an den inländischen Arbeitsmärkten beigetragen. Dies hat offenbar den Aufwärtsdruck auf die Löhne – insbesondere die Löhne wenig qualifizierter Arbeitskräfte – abgeschwächt (Grafik II.7). Das Bewusstsein, dass eine wachsende Zahl von Arbeitsplätzen der Konkurrenz durch Zuwanderer ausgesetzt ist, könnte in Ländern, zu deren Arbeitsmarkt ausländische Arbeitskräfte leichten Zugang haben, die Löhne erheblich beeinflussen. In den USA beispielsweise hat der Zustrom der Einwanderer in der Zeit von 1980 bis 2000 das Angebot an männlichen Arbeitskräften um 11% erhöht und eine Verlangsamung der Lohnzuwächse um schätzungsweise 3 Prozentpunkte bewirkt. In Westeuropa hat sich das durchschnittliche Verhältnis von jährlicher Zuwanderung zur Gesamtbevölkerung seit dem Fall des Eisernen Vorhangs 1989 in etwa verdoppelt. Der Effekt der grenzüberschreitenden Arbeitskräftemobilität auf die Löhne in Europa dürfte sich nach der EU-Erweiterung 2004 noch verstärkt haben. So war 2005 im Vereinigten Königreich in Branchen, in denen Arbeitskräfte mit nicht britischer Staatsangehörigkeit einen hohen Anteil an den Beschäftigten haben, ein deutlicher Rückgang der Überstundenvergütungen zu beobachten.

... durch größere Mobilität der Arbeitskräfte ...

Zweitens hat die tatsächliche oder angedrohte Verlagerung der Produktion die Verhandlungsmacht von Arbeitnehmern und Gewerkschaften in vielen Industrieländern beschnitten. Das rasche Wachstum des Handels mit Vor- und Zwischenprodukten wie Bauteilen und Komponenten ist ein Hinweis auf die

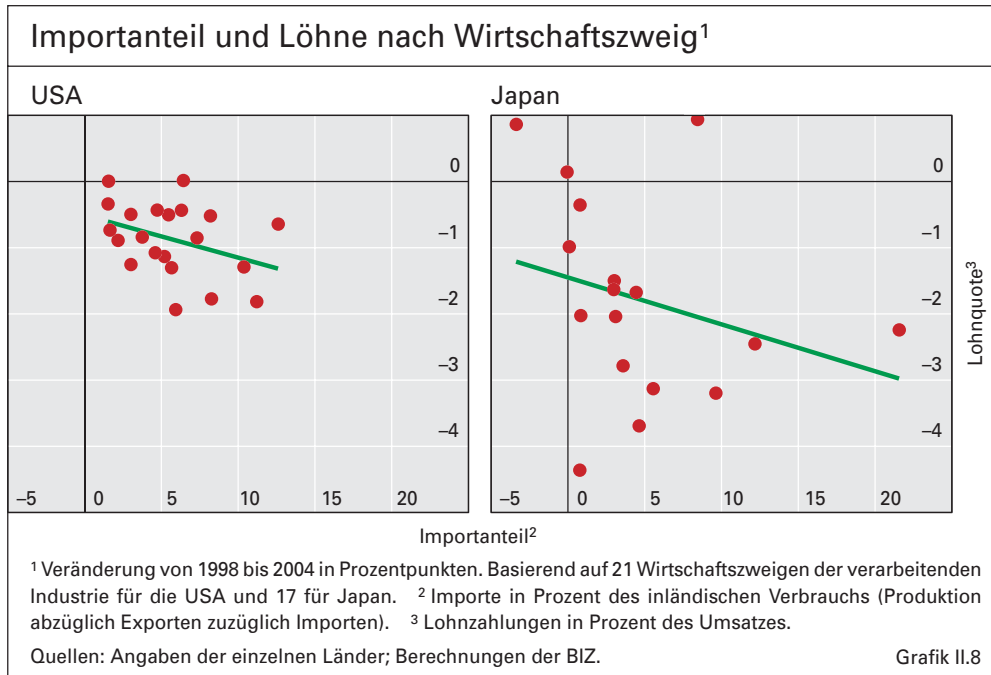
... Verlagerung der Produktion ...



zunehmende vertikale Integration der Produktionsprozesse auf globaler Ebene. Der Welthandel mit Bauteilen und Komponenten nahm im Zeitraum 1990–2000 um durchschnittlich 9% zu, der Welthandel insgesamt um 6½%. In den USA stieg der Anteil der importierten Vor- und Zwischenprodukte an den Gesamteinfuhren von 12% im Jahr 1992 auf 17% im Jahr 2000. Während diese Entwicklung bisher vor allem in der verarbeitenden Industrie sichtbar war, besteht inzwischen auch bei Arbeitsplätzen mit höheren Qualifikationsanforderungen und besserer Bezahlung in der Dienstleistungsbranche eine wachsende internationale Konkurrenz. Der Einfluss der Verlagerung von Produktionsstätten wird in Japan deutlich, wo die Branchen, die Produktionsverlagerungsstrategien zielstrebig verfolgen, die Lohnquote in der Regel stärker senken (Grafik II.7 rechts). In Deutschland gelang es großen Unternehmen, Reallohnkürzungen auszuhandeln, wenn sie im Gegenzug auf eine Produktionsverlagerung verzichteten.

... und verschärften Wettbewerb

Drittens schließlich hat die Tatsache, dass sich die Märkte für Waren und in zunehmendem Maße auch für Dienstleistungen dem internationalen Wettbewerb öffnen, den Wettbewerbsdruck auf die Hersteller in den fortgeschrittenen Industrieländern erhöht. Durch den leichteren Zugang von Wettbewerbern zu den Gütermärkten sehen sich führende inländische Unternehmen gezwungen, ihre Bemühungen um Kostensenkung zu verstärken. Die Senkung der Lohnkosten spielt eine zentrale Rolle in den Strategien, mit denen dem Kostenvorteil von Herstellern in den sich neu in den Globalisierungsprozess eingliedernden Ländern wie China und Indien begegnet wird. Die Lohnquote ist denn auch in den Branchen, die größerem Importdruck ausgesetzt sind, z.B. in der Bekleidungsindustrie, im Durchschnitt stärker zurückgegangen (Grafik II.8).



Ausblick

Der Konsens der Prognosen rechnet damit, dass die Inflationsraten 2006 niedrig und stabil bleiben, obwohl der Ausblick inzwischen mit größeren Unsicherheiten behaftet ist. Mehrere Indikatoren deuten auf zunehmende Inflationsrisiken aus der steigenden Ressourcenauslastung hin. In vielen Ländern wird die Produktionslücke kleiner oder schließt sich sogar, und in den G3 liegt die Kapazitätsauslastung in der verarbeitenden Industrie über dem jeweiligen langfristigen Durchschnitt. Doch lässt sich schwer abschätzen, wie groß die Kapazitätsunterauslastung in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften tatsächlich noch ist. Zum Beispiel dürfte die Arbeitslosenquote, die langfristig mit einer stabilen Inflation vereinbar ist, infolge einer veränderten Erwerbsbeteiligung oder aufgrund von Strukturreformen geringer geworden sein. Noch wichtiger ist vielleicht, dass die Globalisierung möglicherweise die Reagibilität der Löhne auf inländische Produktionslücken reduziert und dadurch die Wahrscheinlichkeit von Inflationsdruck gesenkt hat.

Vor diesem Hintergrund lautet eine entscheidende Frage, ob die niedrige Inflation bei handelbaren Gütern trotz anhaltender Erhöhungen bei den Rohstoff- und Energiepreisen fortbestehen wird. Die Beschleunigung bei den Erzeugerpreisen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Verlauf des Jahres 2005 ist ein deutlicher Hinweis darauf, dass sich Preisdruck aufbaut. Daher hängt viel davon ab, ob (bzw. wann) die Unternehmen Preissetzungsspielräume bei den Verbraucherpreisen zurückgewinnen und ob der Anstieg der Lohnkosten auch weiterhin begrenzt bleiben wird. Hier gehen von den verschiedenen Indikatoren unterschiedliche Signale aus.

Die ausländischen Direktinvestitionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften sind nach wie vor hoch, was vermutlich darauf hindeutet, dass der Prozess der Produktionsverlagerung noch nicht abgeschlossen ist. Die Markt-

Allgemeine Erwartung weiterhin niedriger Inflation

Wahrscheinlich erneut geringer Auftrieb bei Güterpreisen ...

... da Verlagerung der Produktion offenbar anhält ...

durchdringung mit importierten Gütern nimmt weiter zu, was auf anhaltenden Abwärtsdruck auf die inländischen Preise und Löhne schließen lässt. Der Anstieg der Nominallohne liegt in den wichtigsten Industrieländern bisher immer noch weit unterhalb historischer Normen. Zusammen mit den erwarteten hohen Steigerungen der Arbeitsproduktivität sollte dies dazu beitragen, das Wachstum der Lohnstückkosten in Grenzen zu halten.

... doch steigende Importpreise werfen Fragen auf

Zugleich scheint der Preisrückgang bei importierten langlebigen Konsumgütern und Konsumgütern ohne Nahrungsmittel und Energie gestoppt. Über die Lohn- und Preisbildung sowie die Arbeitsmärkte in den sich neu in den Globalisierungsprozess eingliedernden aufstrebenden Volkswirtschaften ist wenig bekannt. Vereinzelt Hinweise – etwa die zweistellige Wachstumsrate der Kosten für bestimmte Arbeitskräfte in der verarbeitenden Industrie der Küstengebiete Chinas – deuten auf eine rückläufige Kapazitätsunterauslastung hin. Gleichzeitig dürften die steigende Ressourcenauslastung und der anhaltend starke Aufwärtsdruck bei den Rohstoffpreisen darauf hinweisen, dass sich die Produktionslücke auch auf globaler Ebene verengt.

Spartätigkeit und Investitionen des Privatsektors

Trends

Höhere globale Sparquote wegen ölexportierender Länder und aufstrebender Volkswirtschaften Asiens ...

Die globale Sparquote stieg 2005 an und erreichte 22% des BIP. Damit lag sie etwa 1½ Prozentpunkte höher als beim Konjunkturtief 2002 und entsprach dem Durchschnittswert der 1990er Jahre (Tabelle II.4). Hinter dem jüngsten Anstieg stand weiterhin vor allem die höhere Spartätigkeit in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Ein wachsender Anteil der globalen Ersparnis entfiel 2005 auf die ölexportierenden aufstrebenden Volkswirtschaften; deren Sparquoten legten um 4 Prozentpunkte zu. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens war das Bild uneinheitlich. In China stieg die gesamtwirtschaftliche Sparquote weiter an und liegt mittlerweile bei rund 51%. Angesichts der anhaltenden Dynamik der chinesischen Unternehmensgewinne dürfte der Zuwachs 2005 in erster Linie auf eine höhere Ersparnisbildung der Unternehmen zurückzuführen sein. Dies würde bedeuten, dass die Sparquoten der privaten Haushalte in etwa auf dem sehr hohen Niveau von rund einem Viertel des BIP verharrten. In den übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens dagegen waren die Sparquoten rückläufig. In Mittel- und Osteuropa sowie in Lateinamerika zeigten sie sich insgesamt stabil.

... dagegen unveränderte Sparquoten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften

In den fortgeschrittenen Industrieländern blieben die gesamtwirtschaftlichen Sparquoten unverändert und damit weiterhin deutlich unter dem Durchschnitt des vergangenen Jahrzehnts. Allerdings bestanden erhebliche Unterschiede zwischen den Ländern. In Deutschland dürfte Vorsorgedenken zu einem weiteren Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte beigetragen haben. In den USA und Spanien hingegen, wo das Vermögen aus Wohneigentum 2005 sprunghaft zunahm, ging die Sparquote der privaten Haushalte stark zurück. Gleichzeitig blieben die Unternehmen in den USA und anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften Nettosparer. Insofern als die höhere Sparquote der Unternehmen den Wert der Forderungen der privaten Haushalte

| Globale Trends von Ersparnis und Investitionen | | | | | |
|---|-------------------------|-------------------------|------|------|--|
| In Prozent des BIP | | | | | |
| | Durchschnitt 1990–99 | Durchschnitt 2000–03 | 2004 | 2005 | Nachrichtlich: 1991– 2005 ¹ |
| Ersparnisbildung weltweit | 22,1 | 21,2 | 21,4 | 22,0 | -1,0 |
| Fortgeschrittene Volkswirtschaften ² | 21,7 | 20,1 | 19,4 | 19,4 | -3,2 |
| USA | 16,3 | 15,5 | 13,4 | 13,3 | -2,9 |
| Euro-Raum | 21,2 | 20,9 | 21,2 | 20,9 | -1,0 |
| Japan | 31,4 | 26,7 | 26,4 | 26,8 | -7,6 |
| Aufstrebende Volkswirtschaften ³ | 23,7 | 25,4 | 28,6 | 30,3 | 6,0 |
| Asien | 31,2 | 32,0 | 36,0 | 38,2 | 9,7 |
| China | 38,7 | 37,1 | 46,8 | 51,3 | 13,5 |
| Lateinamerika | 18,3 | 18,5 | 21,3 | 21,8 | 2,5 |
| Mittel- und Osteuropa | 21,1 | 18,8 | 18,5 | 18,8 | -8,0 |
| Investitionen weltweit | 22,7 | 21,4 | 21,7 | 22,2 | -1,6 |
| Fortgeschrittene Volkswirtschaften ² | 22,0 | 20,7 | 20,5 | 20,9 | -2,5 |
| USA | 18,7 | 19,2 | 19,6 | 20,0 | 1,5 |
| Euro-Raum | 19,8 | 20,7 | 20,5 | 20,9 | 0,7 |
| Japan | 29,0 | 24,0 | 22,7 | 23,2 | -9,7 |
| Aufstrebende Volkswirtschaften ³ | 25,5 | 24,3 | 26,4 | 26,4 | 1,2 |
| Asien | 32,0 | 29,7 | 33,4 | 34,3 | 4,0 |
| China | 37,0 | 35,0 | 43,3 | 44,1 | 9,4 |
| Lateinamerika | 21,0 | 20,1 | 20,6 | 20,7 | 1,1 |
| Mittel- und Osteuropa | 23,8 | 23,1 | 24,3 | 24,0 | -3,6 |

¹ Kumulierte Veränderung in Prozentpunkten. ² Einschl. jüngerer industrialisierter Volkswirtschaften Asiens. ³ Ohne jüngere industrialisierte Volkswirtschaften Asiens.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.4

gegenüber dem Unternehmenssektor in den letzten Jahren erhöht hat, könnte das geringere Sparen der privaten Haushalte als Folge des zunehmenden Sparens der Unternehmen gesehen werden. Ungeachtet solcher Effekte erscheinen in den USA sowohl die Sparquote der privaten Haushalte, die sich 2005 nach den meisten Maßen ins Negative kehrte, als auch die gesamtwirtschaftliche Sparquote unhaltbar niedrig.

Die Investitionsquoten legten 2005 in den entwickelten Ländern leicht zu und blieben in den aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt stabil. Bei den aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien war das Bild wiederum uneinheitlich. In China stieg die gesamtwirtschaftliche Investitionsquote erneut um 1 Prozentpunkt. In den übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens blieben die Investitionsquoten weitgehend unverändert, und so waren die Bruttoanlageinvestitionen immer noch viel niedriger als vor der Asien-Krise.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften verlagerte sich die Investitionstätigkeit von Wohnimmobilien hin zu den Anlageinvestitionen der Unternehmen. Das Wachstum der Wohnimmobilieninvestitionen in den OECD-Ländern verlangsamte sich von 6½% im Jahr 2004 auf 3½%. Die Investitionsausgaben der Unternehmen blieben in den USA kräftig und

Investitionen in China weiter gestiegen

In fortgeschrittenen Volkswirtschaften Umschwung zugunsten von Unternehmensinvestitionen

belebten sich u.a. in Japan und den nordischen Ländern, in rohstoff-exportierenden Ländern wie Australien und Kanada sowie in Teilen des Euro-Raums, z.B. in Belgien und Deutschland. Dagegen blieb die Investitionstätigkeit der Unternehmen im Vereinigten Königreich relativ schwach, und in Italien ging sie zurück.

Unternehmensgewinne und -investitionen

Weiterer Anstieg der Unternehmensgewinne

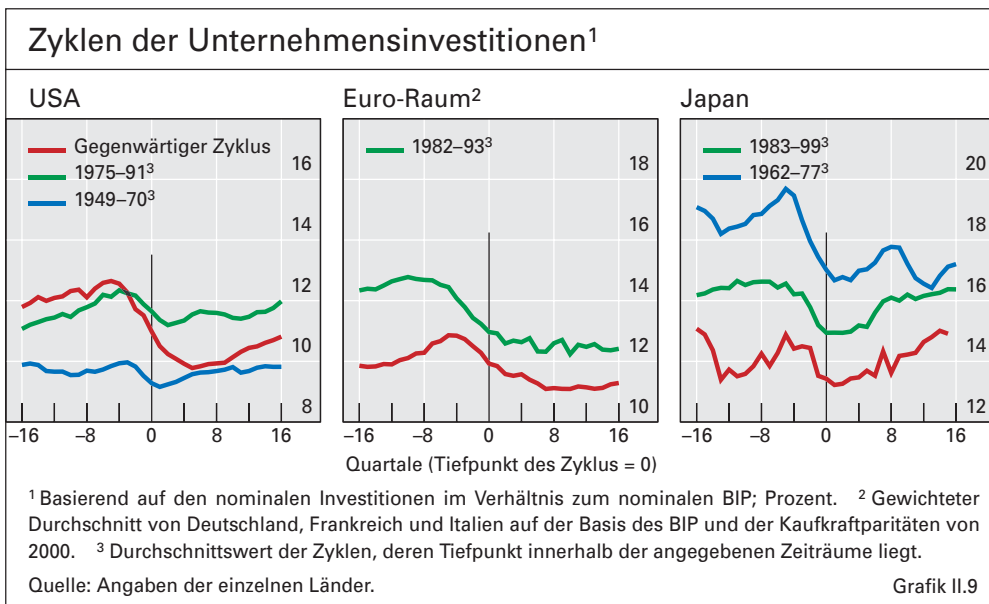
Die Unternehmensgewinne nahmen 2005 weiter zu und erreichten gemessen am weltweiten BIP anscheinend historische Höchststände. Ihr Höhenflug in den letzten Jahren scheint globalen Ursprungs zu sein, doch auch sektorspezifische Entwicklungen spielten eine Rolle. Im Nichtfinanzsektor sind die Gewinnspannen in den vergangenen Jahren gestiegen (Tabelle II.5), und in vielen Wirtschaftszweigen kletterten sie über den Stand der zweiten Hälfte der 1990er Jahre. Insbesondere in den rohstoffnahen Bereichen liegen sie nun wesentlich darüber. Zwar blieb der Preissetzungsspielraum in vielen Branchen begrenzt, doch profitierten die operativen Gewinnspannen von einem erheblichen und breit abgestützten Rückgang der Arbeitskosten. Dass die Gewinne in der derzeitigen Aufschwungphase sogar noch mehr gestiegen sind, lässt sich zu einem wichtigen Teil auf eine andere weltweite Entwicklung, nämlich die wesentlich niedrigeren Zinsaufwendungen, zurückführen.

Investitionsvolumen im langfristigen Vergleich weiterhin niedrig

Rekordgewinne, hohe Liquidität und niedrige Zinssätze hatten keine entsprechend hohen Unternehmensinvestitionen zur Folge. Die Anlageinvestitionen der Unternehmen erholten sich 2005 zwar und stiegen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in realer Betrachtung ähnlich wie in früheren Konjunkturzyklen. Die relativ schwachen Investitionen in der Frühphase des gegenwärtigen Aufschwungs wirken aber anscheinend bis heute nach. So

| Gewinnindikatoren für ausgewählte weltweite Wirtschaftszweige ¹ | | | | | | |
|--|--------------------------------|--------------------------|---------|---------------------|--------------------------|---------|
| In Prozent der Erträge | | | | | | |
| | Operativer Gewinn ² | | | Gewinn nach Steuern | | |
| | 2004/05 | Veränderung ³ | | 2004/05 | Veränderung ³ | |
| | | 2001/02 | 1995–99 | | 2001/02 | 1995–99 |
| Automobilindustrie | 4 | 0 | 0 | 2 | 1 | 0 |
| Bergbau | 22 | 4 | 9 | 17 | 6 | 9 |
| Chemie | 9 | 3 | 1 | 6 | 3 | 1 |
| Einzelhandel | 5 | 1 | 1 | 3 | 1 | 1 |
| Fluggesellschaften | 3 | 3 | -3 | 2 | 3 | -1 |
| IT-Hardware | 5 | 2 | 0 | 4 | 4 | 0 |
| IT-Software | 26 | 2 | 0 | 18 | 5 | 3 |
| Maschinenbau | 8 | 2 | 2 | 5 | 3 | 2 |
| Öl- und Gasproduzenten | 14 | 3 | 5 | 9 | 3 | 4 |
| Telekommunikation | 16 | 3 | -2 | 9 | 13 | -1 |
| Versorgungsbetriebe | 14 | 3 | 1 | 7 | 3 | 1 |

¹ Mit Erträgen gewichteter Durchschnitt der im World Equity Market Index enthaltenen Unternehmen.
² Erträge abzüglich Geschäftsaufwendungen insgesamt. ³ Durchschnitt 2004/05 abzüglich Durchschnitt 2001/02 bzw. 1995–99.
 Quellen: Datastream; Berechnungen der BIZ. Tabelle II.5



blieben die Unternehmensinvestitionen gemessen am BIP in den G3-Volkswirtschaften im längerfristigen Vergleich niedrig (Grafik II.9). Dass in den meisten in Tabelle II.5 dargestellten Wirtschaftszweigen der Anteil der Sachanlagen am gesamten Unternehmensvermögen im Zeitraum 2004/05 deutlich geringer war als in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre, bestätigt den Eindruck einer relativen Investitionsschwäche.

Es bleibt ein Rätsel, weshalb die nominalen Investitionen in fast allen fortgeschrittenen Volkswirtschaften als Anteil am nominalen BIP nach wie vor niedrig sind. Der Rückgang der relativen Preise bei den Anlageinvestitionen der Unternehmen könnte eine Rolle spielen. Beispielsweise ist der relative Preis von Kapitalgütern in Japan und den USA seit 1980 um 25–40% gesunken. Dies führt zu niedrigeren nominalen Investitionsquoten, wenn der relative Preiseffekt nicht durch eine Steigerung der Kapitalintensität ausgeglichen wird.

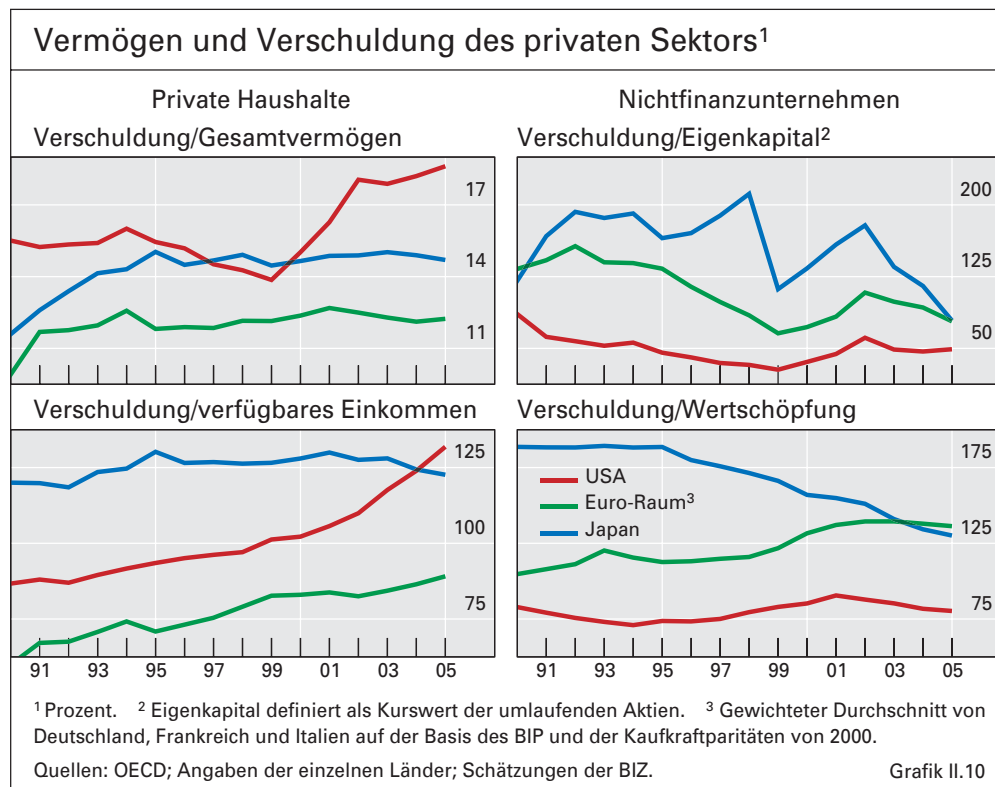
Strukturelle Veränderungen der Wirtschaftstätigkeit könnten ein weiterer Grund für die niedrigeren gemessenen Investitionen sein. Immaterielle Vermögenswerte wie der Wert von Markennamen und Unternehmensabläufe spielen in der Produktion heute offenbar eine größere Rolle als im letzten Jahrzehnt. Allerdings sind solche Investitionen unter Umständen nur schwer statistisch erfassbar. Zudem könnte die Globalisierung der Produktionsprozesse die Investitionsquoten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gedrückt haben. Die ausländischen Direktinvestitionen sind insbesondere in China hoch, aber es ist nicht eindeutig auszumachen, ob sie an die Stelle von Inlandsinvestitionen getreten sind. Im Falle der multinationalen Unternehmen in den USA scheint die vertikale internationale Integration beides nach sich zu ziehen, nämlich höhere Inlands- wie auch Auslandsinvestitionen, und nicht nur eine Verlagerung der heimischen Produktion ins Ausland.

In einigen Wirtschaftszweigen mögen die im Vergleich zu den erwarteten Kapitalrenditen hohen geforderten Mindestrenditen die Unternehmensleitungen abgeschreckt haben, ihre Kapazitäten zu erweitern. Einer der Gründe hierfür könnten hohe Renditenforderungen der Aktionäre gewesen sein. Ein

Mögliche Gründe für die geringen Investitionen:
niedrigere Kapitalgüterpreise ...

... und veränderte Produktionsprozesse

Geforderte Mindestrendite in einigen Wirtschaftszweigen vermutlich relativ hoch ...



anderer Faktor ist möglicherweise, dass Zweifel darüber, ob sich der Boom an bestimmten Märkten fortsetzen wird, die erwarteten Kapitalrenditen niedrig halten. Tatsächlich waren die Investitionen in der Ölindustrie weltweit offenbar relativ schwach, obwohl dort in den letzten Jahren ein sprunghafter Gewinnanstieg verzeichnet wurde.

... und Überinvestitionen in der Vergangenheit wohl noch nicht vergessen

Außerdem ist ungewiss, wie schnell die Nachwirkungen der früheren Überinvestitionen abklingen. Einerseits sind die Investitionen in einigen IT-Branchen in den vergangenen beiden Jahren wieder kräftig angestiegen. Die Rückführung des Verschuldungsgrads, die allgemein als Antwort auf die schwierigen Finanzierungsbedingungen nach dem Aktienmarkteinbruch 2001 und im Zuge der anschließenden Straffung der Unternehmensführung vorgenommen wurde, scheint abgeschlossen zu sein. Der Verschuldungsgrad in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich verringert (Grafik II.10). Andererseits zeigt der weltweite Boom von fremdfinanzierten Übernahmen (Leveraged Buy-Outs, LBO) im Jahr 2005, dass das Interesse am Kauf von bestehenden Sachanlagen größer ist als an der Schaffung von neuen.

Investitionen in Wohnimmobilien und Märkte für Wohneigentum

Hohe Investitionen in Wohnimmobilien ...

Trotz der leichten Wachstumsverlangsamung 2005 blieben die Investitionen in Wohnimmobilien hoch. In Australien und den USA lag ihr Anteil am BIP rund 1½ Prozentpunkte über dem langfristigen Durchschnitt von 5%. In Spanien betragen die Wohnimmobilieninvestitionen gemessen am BIP etwa 9%, fast 3 Prozentpunkte mehr als im Durchschnitt der vorangegangenen zehn Jahre. Deutschland und Japan bilden dagegen bemerkenswerte Ausnahmen vom Bild überdurchschnittlicher Wohnimmobilieninvestitionen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

Der Wohnbau blieb die wichtigste Kraft hinter dem jüngsten Aufschwung im Baugewerbe der USA, der sich auch Anfang 2006 fortsetzte. In Spanien verzeichnet der Bausektor gegenwärtig im dreizehnten Jahr in Folge eine Expansion. Dieses Wachstum wird im Wesentlichen aus dem Ausland angetrieben (und finanziert), vor allem von angehenden Rentnern der geburtenstarken Jahrgänge in Nordeuropa, die Zweitwohnsitze an der Mittelmeerküste erwerben.

... und rege
Wohnbautätigkeit

In den letzten zwei Jahrzehnten durchlief das Baugewerbe (Wohnbau und gewerblicher Bau zusammengenommen) in den wichtigsten Industrieländern mehrere Konjunkturzyklen. Die Phasen intensiver Bautätigkeit waren meist recht lang, wobei der Aufschwung in den in Tabelle II.6 aufgeführten Ländern jeweils vier bis zehn Jahre oder noch länger andauerte. In diesen Phasen trug das Baugewerbe sicher 10–15% zum Gesamtwachstum des BIP bei, machte auf dem Höhepunkt des Konjunkturzyklus bis zu 10% der gesamtwirtschaftlichen Produktion aus und beschäftigte bis zu 13% aller Arbeitnehmer. In den USA z.B. expandierte das Baugewerbe während des Hochs 1983–86 um durchschnittlich 8½% pro Jahr und trug 9% zum BIP-Wachstum in dieser Zeit bei. Der Bauboom der 1990er Jahre war weniger ausgeprägt, wenngleich die Bedeutung der Branche für die Beschäftigung etwas größer war. Aufschwünge im Baugewerbe wirken sich auch auf nahestehende Wirtschaftszweige wie Immobilien- und Leasing-Dienstleistungen positiv aus. In den USA stieg deren Anteil am BIP 1983-86 beispielsweise um 0,7%.

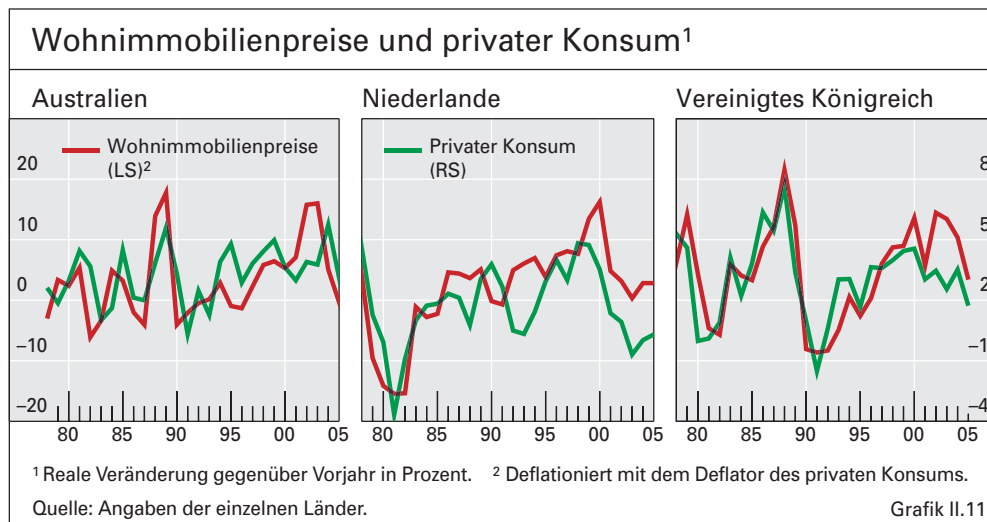
Merkmale früherer
Konjunkturzyklen
im Baugewerbe

Ebenso, wie die Aufschwünge im Baugewerbe tendenziell lange anhielten, waren auch die Abschwünge oft hartnäckig und heftig. In Deutschland, Japan, Spanien und den USA verringerte sich die Produktion in diesem Wirtschaftszweig während der stärksten Abschwünge in den letzten drei Jahrzehnten um real 13–21%, und die Beschäftigung in der Branche sank um bis zu 20%.

Abschwünge
im Baugewerbe
tendenziell
langanhaltend ...

| Baugewerbe in ausgewählten Volkswirtschaften ¹ | | | | | | | |
|---|---|--|-------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|--|---------------|
| Prozent | | | | | | | |
| | Phase lebhafter Bautätigkeit ² | | | | | Veränderung zwischen zyklischem Hoch und Tief ⁵ | |
| | Zeitraum | Durchschnittliche Wachstumsrate ³ | Wachstumsbeitrag ⁴ | Höchster Anteil am nominalen BIP | Höchster Anteil an der Beschäftigung | Reale Produktion | Beschäftigung |
| Deutschland | 1988–94 | 3,1 | 9 | 6,3 | 8,5 | -18 | -20 |
| Japan | 1985–90 | 7,1 | 15 | 9,9 | 9,6 | -21 | -2 |
| Spanien | 1994–2004 | 4,9 | 11 | 9,7 | 13,2 | -20 | -19 |
| USA | 1983–86 | 8,3 | 9 | 4,7 | 5,0 | -13 | -8 |
| | 1992–2000 | 2,6 | 3 | 4,4 | 5,2 | | |

¹ Definition der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (BIP nach Branche). ² Phase anhaltenden durchschnittlichen Wachstums der realen Wertschöpfung im Baugewerbe von mindestens knapp 3% pro Jahr. ³ Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr. ⁴ Beitrag zum Wachstum des realen BIP in Prozent des BIP-Wachstums. ⁵ Veränderung zwischen dem zyklischen Hoch der Bautätigkeit und dem nachfolgenden Tief; Durchschnitt von bis zu drei erheblichen Abschwüngen seit 1970.
Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.6



... vor allem in Deutschland und Japan

In Deutschland und Japan war der jüngste Abschwung besonders ausgeprägt. In Deutschland gingen sowohl Produktion als auch Beschäftigung im Baugewerbe von 1994 bis 2004 um 30% zurück. Erst im Laufe des Jahres 2005 gab es schwache Anzeichen einer Wiederbelebung der Bautätigkeit. Auch das Baugewerbe in Japan hat sich noch immer nicht von dem Zusammenbruch des Immobilienbooms 1990 erholt. Die Produktion der Branche verringerte sich von 1990 bis 2003 ebenfalls real um fast 30%. Die Beschäftigung nahm jedoch leicht zu, da viele Arbeitnehmer aus dem Baugewerbe in Projekten des öffentlichen Sektors tätig waren, die im Rahmen der expansiven Fiskalpolitik in den 1990er Jahren lanciert wurden. Dennoch wirkte sich der Abschwung deutlich auf gesamtwirtschaftliche Messgrößen wie z.B. den privaten Konsum aus, denn die Löhne der Arbeitnehmer im Bausektor erfuhr erhebliche Einbußen.

Abschwächung am Markt für Wohneigentum müsste Konsum bremsen ...

Eine Abschwächung und niedrigere Preissteigerungen am Markt für Wohnimmobilien würden die Konsumausgaben auch über andere Kanäle tendenziell bremsen. Zunächst einmal wächst das Vermögen aus Wohneigentum langsamer (oder geht sogar zurück). In Zusammenhang damit wird es schwerer, Liquidität aus Wohneigentum abzuschöpfen, indem dieses als Sicherheit für Kredite verwendet wird. Australien, die Niederlande und das Vereinigte Königreich erlebten solche Phasen nachlassender Preissteigerungen bei Wohnimmobilien. In allen drei Fällen ging diese Entwicklung mit einer beträchtlichen Abschwächung des Wachstums des realen Konsums einher (Grafik II.11).

... doch bisher mäßige Auswirkungen

Allerdings wirkte sich zumindest in Australien und im Vereinigten Königreich die Verlangsamung der Preissteigerungen beim Wohneigentum weniger stark auf den Konsum aus als vielfach erwartet. In beiden Ländern hatten Veränderungen der realen Preise für Wohneigentum in der ersten Hälfte dieses Jahrzehnts sogar weniger Einfluss auf die Schwankungen des realen Konsums als in den vorangegangenen 25 Jahren. Eine Erklärung hierfür könnte sein, dass die privaten Haushalte eine Korrektur der steil ansteigenden Preise in gewissem Maße vorwegnahmen. Eine andere wäre, dass die privaten Haushalte in Australien und im Vereinigten Königreich im jüngeren Umfeld soliden Wirtschaftswachstums und niedriger Arbeitslosigkeit ihre Ausgaben weniger

stark nach unten korrigierten als z.B. die privaten Haushalte in den Niederlanden während des Konjunkturabschwungs 2001–03. Hinzu kommt, dass die Preise für Wohnimmobilien in Australien und im Vereinigten Königreich zwar nicht mehr so rasch stiegen, aber in realer Betrachtung nicht nennenswert zurückgingen.

Sehr ungewiss bleibt, wie sich eine Abschwächung am Markt für Wohnimmobilien auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage auswirken könnte. Der gegenwärtige Boom ist ungewöhnlich, was seine Dauer, seinen Umfang und die recht einheitliche Preisentwicklung im Ländervergleich betrifft. Die Wohnimmobilienpreise sind nicht nur in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, sondern auch in zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften wie China und Korea drastisch gestiegen. Zudem haben sich gleichzeitig die Finanzierungsmöglichkeiten in vielen Ländern nachhaltig verändert. Auf der Angebotsseite steht Wohneigentümern ein breiteres Spektrum an Kreditverträgen offen. So ist die Kreditaufnahme mit Immobilien als Sicherheit preisgünstiger und leichter verfügbar geworden, was neuen Kategorien von privaten Haushalten Zugang zum Markt für Wohneigentum verschafft hat. Insbesondere wurde die Kreditvergabe an private Haushalte geringerer Bonität dort, wo die rechtlichen Rahmenbedingungen solche Kredite zulassen, erheblich ausgeweitet. Allerdings haben die niedrigen Zinssätze die Belastung durch den Schuldendienst trotz steigender Verschuldung bisher in Grenzen gehalten (Grafik II.10).

Weiterhin
Ungewissheit über
Folgen der
Abschwächung am
Markt für
Wohnimmobilien

Fiskalpolitik

Obwohl die Lage der öffentlichen Finanzen 2005 allgemein besser war als vor einem Jahr erwartet, blieben die Haushaltsdefizite in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften hoch. Entsprechend der günstigen konjunkturellen Entwicklung wurde das ausgewiesene Defizit in den USA und in Japan gemessen am BIP um jeweils etwa einen Prozentpunkt und im Euro-Raum um rund ½ Prozentpunkt zurückgeführt (Tabelle II.7). Die – um konjunkturelle Effekte bereinigten – strukturellen Haushaltsdefizite verringerten sich ebenfalls, blieben in vielen Ländern aber auf einem Niveau, das weitere grundlegende fiskalpolitische Anpassungen angezeigt erscheinen lässt.

Verbesserung der
öffentlichen
Finanzen 2005 ...

Für die Verbesserung des US-Haushaltssaldos waren ein hohes Wachstum der Staatseinnahmen, insbesondere bei den Körperschaftsteuern, sowie die relativ starke Zurückhaltung bei den nicht diskretionären Ausgaben ausschlaggebend. Es wird erwartet, dass das Defizit 2006 infolge eines weniger dynamischen Einnahmenwachstums sowie bedingt durch die Kosten für den Wiederaufbau nach den Wirbelstürmen und die aktuellen Militäraktionen im Ausland in etwa unverändert bleibt.

... in den USA
erheblich ...

Im Euro-Raum half das bescheidene Realwachstum, die Staatseinnahmenquoten leicht zu steigern, während die Ausgabenquoten im Großen und Ganzen stabil blieben. Allerdings verharrte das Defizit in vier Ländern des Euro-Raums (darunter Deutschland und Italien) über der Referenzmarke von 3%; in Frankreich lag es knapp darunter. In einem Umfeld, in dem sich das Wirtschaftswachstum den Prognosen nach dem Potenzial nähern dürfte, lassen

... und im Euro-
Raum moderat

| Jüngste Entwicklungen der Haushaltslage und mittelfristige Prognosen ¹ | | | | | | | | | | | |
|---|--------------------|------|------|---|------|------|--------------|------|---|---------------------|----------------|
| | Finanzierungssaldo | | | Struktureller Haushaltssaldo ² | | | Bruttoschuld | | Veränderung der Haushaltslage auf mittlere Sicht ³ | | |
| | 2004 | 2005 | 2006 | 2004 | 2005 | 2006 | 2005 | 2006 | Jahr | Finanzierungs-saldo | Bruttoschuld |
| USA | -4,7 | -3,8 | -3,6 | -4,4 | -3,7 | -3,7 | 64 | 64 | 2009 | 1,3 | 0 |
| Euro-Raum | -2,8 | -2,4 | -2,3 | -2,3 | -1,6 | -1,6 | 78 | 78 | 2008 | 1,1 | 3 |
| Deutschland | -3,7 | -3,3 | -3,1 | -2,7 | -2,2 | -2,1 | 70 | 71 | 2009 | 1,8 | 1 |
| Frankreich | -3,7 | -2,9 | -2,9 | -2,9 | -2,0 | -2,1 | 77 | 76 | 2009 | 2,0 | 3 |
| Italien | -3,5 | -4,3 | -4,2 | -3,4 | -3,7 | -3,6 | 121 | 122 | 2009 | 2,8 | 7 |
| Spanien | -0,2 | 1,1 | 1,1 | 0,3 | 1,3 | 1,3 | 50 | 48 | 2008 | -0,4 | 7 |
| Japan | -6,3 | -5,2 | -5,2 | -5,6 | -4,9 | -5,3 | 172 | 175 | 2011 | 1,6 | 0 |
| Vereinigtes Königreich | -3,3 | -3,2 | -3,4 | -3,6 | -3,1 | -3,1 | 47 | 50 | 2011 | 1,6 | -3 |
| Kanada | 0,7 | 1,7 | 2,2 | 0,6 | 1,7 | 2,1 | 69 | 63 | 2011 | -1,1 | 26 |
| Australien | 1,3 | 1,5 | 0,9 | 1,2 | 1,5 | 1,0 | 14 | 13 | 2010 | 0,2 | 9 ⁴ |

¹ Öffentlicher Gesamthaushalt in Prozent des BIP. ² Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo in Prozent des BIP-Potenzials.
³ Veränderung in Prozentpunkten in dem angegebenen Jahr gegenüber 2005; Definition der einzelnen Länder. Ein positiver Wert zeigt ein geringeres Defizit/einen größeren Überschuss bzw. eine Verringerung der Bruttoschuld an. ⁴ Nettoschuld.
Quellen: Europäische Kommission; IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.7

die Haushaltspläne im Euro-Raum für 2006 praktisch keine fiskalpolitische Straffung erkennen.

In Japan niedrigere Defizite, aber immer noch hohe Verschuldung

In Japan sank das Haushaltsdefizit schneller als erwartet, nämlich von über 8% des BIP in den Jahren 2002/03 auf gut 5% im Jahr 2005. Hinter dieser Verbesserung stehen die höher als erwartet ausgefallenen Einnahmen aus Körperschaft- und Einkommensteuern sowie einige Einsparungen im Nachtragshaushalt. Konjunkturbereinigt fiel das Haushaltsdefizit unter 5% des BIP. Nach einem Jahrzehnt hoher Defizite hat Japan jedoch mit über 170% des BIP die bei Weitem höchste staatliche Bruttoverschuldung unter den wichtigsten Industrieländern. Die Nettoschuld ist erheblich niedriger, aber mit rund 85% des BIP immer noch wesentlich höher als in den meisten anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

Aussichten auf Haushaltskonsolidierung weiterhin ungewiss

Die Aussichten auf nennenswerte Fortschritte bei der haushaltspolitischen Konsolidierung nach 2006 sind in vielen Fällen weiterhin unsicher. In den USA wurde die Absicht bekannt gegeben, das Haushaltsdefizit des Bundes bis 2009 auf rund 1½% des BIP zu senken, wenngleich die Bestätigung konkreter Anpassungsmaßnahmen zur Erreichung dieses Ziels noch aussteht. Im Euro-Raum sind begrenzte fiskalpolitische Straffungen in nur maßvollem Tempo vorgesehen. Eine zentrale Frage dabei ist, inwieweit der reformierte Stabilitäts- und Wachstumspakt durchgesetzt wird. Während die Meinungen hierüber auseinander gehen, sind die meisten wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger der Auffassung, dass die Neuregelung das „korrektive Element“ des Paktes (d.h. das Defizitverfahren) geschwächt habe und eine etwas größere fiskalpolitische Flexibilität erlaube. Deutschland sieht vor, sein Defizit 2007 im Wesentlichen durch eine Anhebung des Mehrwertsteuersatzes um 3 Prozentpunkte auf unter 3% des BIP zu senken. In Japan wurde beschlossen, den

Termin für die Erreichung des Gleichgewichts im Primärhaushalt um ein Jahr auf das Haushaltsjahr 2011 vorzuverlegen. Auch in diesem Fall müssen spezifische Maßnahmen zur Umsetzung des Ziels allerdings erst noch ausgearbeitet werden.

Herausforderungen für die fiskalpolitische Tragfähigkeit

Die grundlegende Voraussetzung für die Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte – die staatliche Verschuldung soll langfristig nicht schneller wachsen als das nominale BIP – ist in den USA und im Euro-Raum seit 2001 und in Japan seit Ende der 1980er Jahre nicht mehr gegeben. Im Euro-Raum weiteten sich die strukturellen Haushaltsdefizite während des jüngsten raschen Aufschwungs sogar noch aus (Grafik II.12). In den USA verringerte sich das Strukturdefizit während der jüngsten Phase starken Wachstums (2002–05), allerdings viel weniger stark als während der Expansion der 1990er Jahre.

Der Fortbestand hoher Haushaltsdefizite trotz weltweit lebhaften Wachstums und niedriger Zinssätze hat Bedenken über die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in den wichtigsten Industrieländern hervorgerufen. Verstärkt werden diese Bedenken durch drohende Haushaltsbelastungen infolge der demografischen Alterung und die damit verbundene Aussicht auf ein niedrigeres Potenzialwachstum.

Die Alterung der Bevölkerung wird die fiskalpolitische Tragfähigkeit in den kommenden Jahrzehnten zunehmend beeinflussen. Für die in Tabelle II.7 aufgeführten Länder wird erwartet, dass die staatlichen Ausgaben für Altersrenten bis 2050 im Durchschnitt um fast 3% des BIP steigen. Allerdings wird für die einzelnen Länder ein sehr unterschiedlicher Anstieg der Rentenausgaben projiziert. Im Vergleich zum Jahr 2000 soll das Verhältnis der Altersrenten zum BIP in Italien und im Vereinigten Königreich zurückgehen, sich in Spanien dagegen um 8 Prozentpunkte erhöhen.

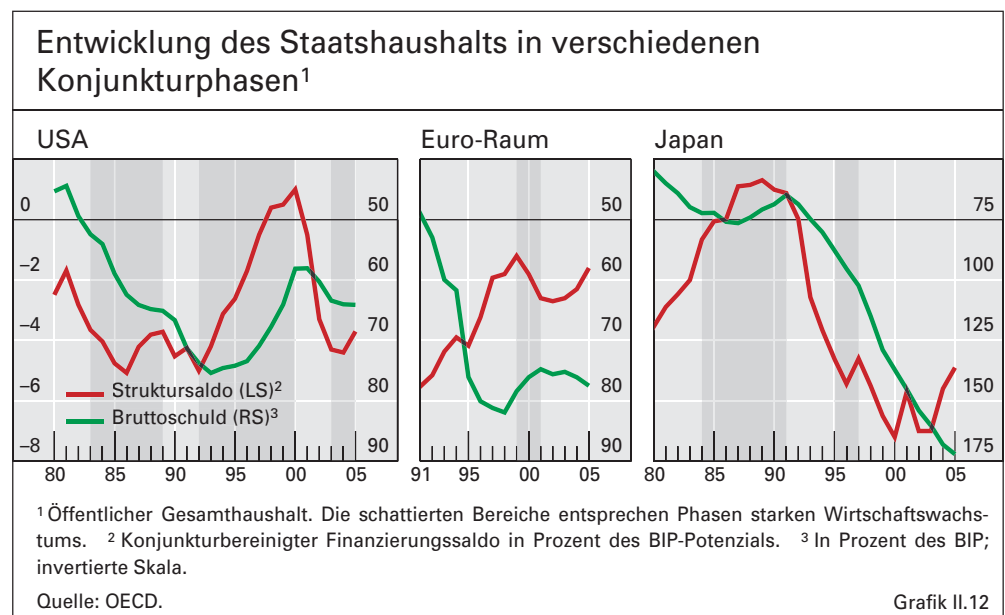
Die öffentlichen Ausgaben für Gesundheit und Langzeitpflege dürften massiv ansteigen. Projektionen der OECD zufolge könnten sie, wenn keine

Fortbestand hoher Haushaltsdefizite ...

... verstärkt Bedenken zur Tragfähigkeit der Fiskalpolitik

Frage der Tragfähigkeit dringlicher infolge höherer Rentenausgaben ...

... und steigender Gesundheitskosten



Maßnahmen getroffen werden, in den in Tabelle II.7 aufgeführten wichtigsten Industrieländern von durchschnittlich 7% des BIP im Jahr 2005 auf 13% im Jahr 2050 klettern. Darüber hinaus sind die erwarteten Ausgabensteigerungen für Gesundheit und Langzeitpflege im Gegensatz zu den Renten in allen Ländern recht einheitlich. Selbst unter Mitberücksichtigung der erwarteten Wirkung von Maßnahmen zur Eindämmung der Ausgabensteigerung in diesem Bereich würden sich die Durchschnittsaufwendungen immer noch um 3½ Prozentpunkte erhöhen und im Jahr 2050 10½% des BIP erreichen.

Zusätzliche Risiken durch geringeres Wachstum ...

Diese Projektionen gehen allesamt von relativ günstigen gesamtwirtschaftlichen Bedingungen aus. Wüchse das Volkseinkommen langsamer als erwartet, würden sich die strukturellen Haushaltssalden noch schneller verschlechtern. Wenn der Alterungseffekt in der Bevölkerung nicht durch ein höheres Rentenalter und beschleunigte Produktivitätssteigerungen ausgeglichen wird, müssten sich der Euro-Raum und Japan auch auf einen deutlichen Rückgang des durchschnittlichen Potenzialwachstums einstellen. Dies unterstreicht wiederum die Notwendigkeit von Strukturreformen. Die USA dürften in dieser Hinsicht in einer günstigeren Lage sein. Sie dürften von der Abnahme des Bevölkerungswachstums weniger stark betroffen sein und hatten im letzten Jahrzehnt ein kontinuierlich höheres Produktivitätswachstum vorzuweisen.

... und höhere Zinssätze

Das Ausmaß des Problems der Staatsverschuldung wurde bis zu einem gewissen Grad von den niedrigen langfristigen Zinssätzen verdeckt. Die staatlichen Nettozinsszahlungen gingen in den USA von 2000 bis 2005 um 0,6 Prozentpunkte und im Euro-Raum um 0,8 Prozentpunkte des BIP zurück. In Japan sanken die Kosten für den Schuldendienst gemessen am BIP in diesem Zeitraum – trotz einer massiven Erhöhung der Staatsschuld – um 0,2 Prozentpunkte. Stiegen die langfristigen Zinssätze mehr als erwartet, wäre es für die fiskalpolitischen Entscheidungsträger also noch schwerer, den Staatshaushalt auf einen dauerhaft tragfähigen Pfad zu bringen. Hier stehen die USA aufgrund ihrer niedrigen gesamtwirtschaftlichen Sparquote ungünstiger da als andere Länder.

Leistungsbilanzen

Außenwirtschaftliche Ungleichgewichte verschärfen sich weiter

Erneut sprunghafter Anstieg des US-Leistungsbilanzdefizits

Die Leistungsbilanzungleichgewichte weltweit vergrößerten sich 2005 erneut. Das US-Defizit erreichte \$ 800 Mrd. bzw. 6½% des BIP, was einem Anstieg von fast \$ 140 Mrd. innerhalb eines Jahres entspricht (Tabelle II.8). Während der Leistungsbilanzsaldo des Euro-Raums in etwa ausgeglichen war, entwickelten sich die Leistungsbilanzen einzelner Mitgliedsländer in entgegengesetzte Richtungen: In Deutschland stieg der Überschuss auf über \$ 110 Mrd. (4% des BIP), und in Spanien kletterte das Defizit auf fast \$ 85 Mrd. (7½% des BIP). Japan verzeichnete mit rund \$ 170 Mrd. (3½% des BIP) weiterhin einen hohen Leistungsbilanzüberschuss. Eine Reihe kleinerer europäischer Volkswirtschaften wie Norwegen und die Schweiz wiesen ebenfalls große Überschüsse aus.

| Leistungsbilanzsalden weltweit | | | | | | |
|--|---------------------------|------|------|------|------|-------------------------------------|
| Mrd. US-Dollar | | | | | | |
| | Durchschnitt 1991–2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | Nachrichtlich: 2005 ¹ |
| USA | -178 | -475 | -520 | -668 | -805 | -6,4 |
| Euro-Raum ² | 13 | 39 | 32 | 74 | -16 | -0,2 |
| Deutschland | -21 | 41 | 46 | 102 | 115 | 4,1 |
| Spanien | -12 | -23 | -32 | -55 | -83 | -7,4 |
| Japan | 105 | 112 | 137 | 171 | 168 | 3,7 |
| Sonstige fortgeschrittene Volkswirtschaften | -3 | 34 | 55 | 48 | 44 | 0,8 |
| China | 14 | 35 | 46 | 69 | 161 | 7,2 |
| Sonstige aufstrebende Volkswirtschaften Asiens | 15 | 92 | 120 | 115 | 82 | 2,6 |
| Lateinamerika | -49 | -16 | 7 | 18 | 30 | 1,2 |
| Mittel- und Osteuropa | -13 | -24 | -37 | -59 | -65 | -5,4 |
| Ölexportierende Länder | 5 | 87 | 143 | 239 | 417 | 9,6 |
| Norwegen | 9 | 24 | 29 | 35 | 49 | 16,7 |
| Russland | 12 | 29 | 35 | 59 | 84 | 11,0 |
| Saudi-Arabien | -6 | 12 | 28 | 52 | 91 | 29,5 |
| Ölimportierende Länder | -101 | -239 | -210 | -304 | -515 | -1,3 |
| Fortgeschritten | -67 | -328 | -338 | -431 | -683 | -2,2 |
| Aufstrebend | -34 | 89 | 128 | 127 | 168 | 1,8 |

¹ In Prozent des BIP. ² Summe der Salden der einzelnen Länder des Euro-Raums.
Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.8

Einer der Hauptgründe für die wachsenden Leistungsbilanzungleichgewichte waren auch 2005 die höheren Energiepreise. Die Handelsbilanz der fortgeschrittenen ölimportierenden Länder verschlechterte sich im Bereich Erdöl in einer Größenordnung von 1½% des betreffenden BIP. In den USA stiegen die Energieimporte im letzten Jahr netto um \$ 70 Mrd., was nahezu dem Gesamtzuwachs des Warenexports entspricht. Auf den Energiebereich entfällt inzwischen ein Drittel des US-Handelsbilanzdefizits.

Durch die höheren Energiepreise verschob sich auch die Zusammensetzung der Leistungsbilanzüberschüsse erheblich. Der Überschuss der ölexportierenden Länder zusammengenommen wuchs von weniger als \$ 90 Mrd. vor dem Beginn des Ölpreisanstiegs im Jahr 2002 auf rund \$ 420 Mrd. im Jahr 2005. Auf die ölimportierenden aufstrebenden Volkswirtschaften, deren Produktion in der Regel stärker erdölabhängig ist, hatten die hohen Ölpreise noch größere Auswirkungen. So verschlechterte sich z.B. die Handelsbilanz Chinas im Erdölbereich von 2002 bis 2005 um 4% des BIP. Dennoch stieg der Leistungsbilanzüberschuss der ölimportierenden aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt weiter und erreichte 2005 \$ 170 Mrd., verglichen mit etwa \$ 90 Mrd. im Jahr 2002. Vor dem Hintergrund eines unverändert kräftigen Exportwachstums und einer deutlichen Abschwächung des Importwachstums schnellte der Leistungsbilanzüberschuss Chinas auf \$ 160 Mrd. (7% des BIP) emp. Lateinamerika verzeichnete insgesamt ebenfalls einen

Größere Defizite in fortgeschrittenen Volkswirtschaften infolge steigender Energiepreise

Veränderte Zusammensetzung der Überschüsse

wachsenden Überschuss, da eine Reihe von Ländern sowohl von steigenden Rohstoffpreisen als auch von einem größeren Exportvolumen profitierten (Kapitel III).

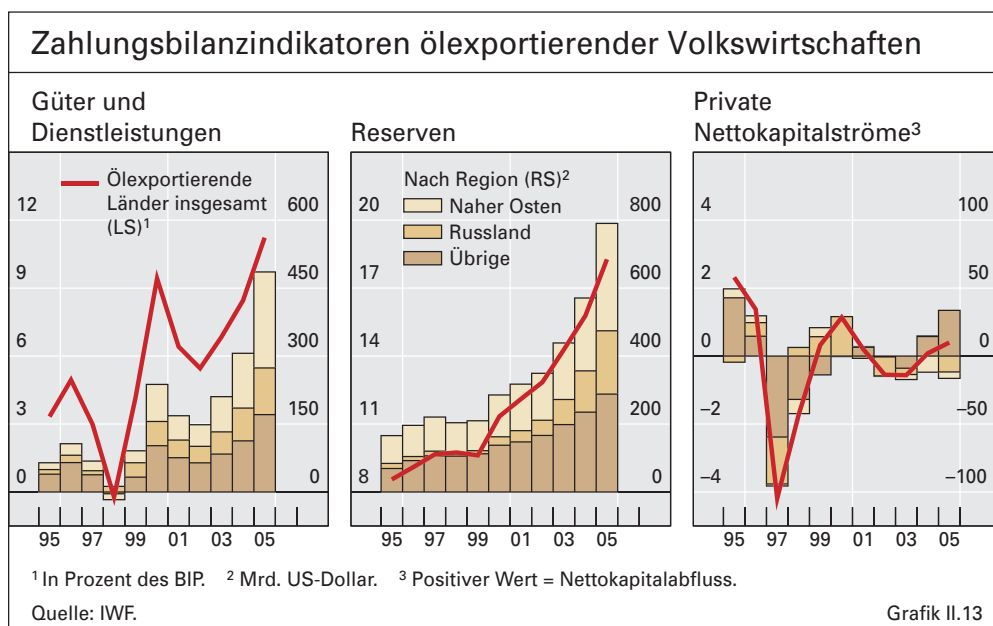
Abbau globaler Ungleichgewichte und Verwendung der Öleinnahmen

Traditionelle Korrekturmechanismen weniger wirksam ...

Die traditionellen Kräfte, die eine Leistungsbilanzkorrektur begünstigen könnten, unterstützten die Herausbildung eines neuen globalen Gleichgewichts im Berichtszeitraum kaum oder wirkten ihm sogar entgegen. Der US-Dollar wertete im Verlauf des Jahres 2005 in realer effektiver Betrachtung um 4% auf, während der Yen an Wert verlor (Kapitel V). Die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens festigten sich moderat, doch dies reichte nicht aus, um die Handelsströme grundlegend zu verändern. In Australien und Neuseeland trugen reale effektive Währungsaufwertungen zu den anhaltend hohen Leistungsbilanzdefiziten (6% bzw. 9% des BIP) bei. Die Wachstumsdifferenz zwischen den USA und anderen wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften verringerte sich zwar im Jahresverlauf, blieb aber beträchtlich und kam nach wie vor dem Dollar zugute. Die niedrigen langfristigen Realzinssätze schließlich begünstigten in den USA und anderen Ländern weiterhin das starke Nachfragewachstum bei den privaten Haushalten (einschl. der Investitionen in Wohneigentum).

... und möglicherweise weitere Verzögerung der Leistungsbilanzkorrektur durch hohe Ölpreise

Zudem könnte die Leistungsbilanzkorrektur vor dem Hintergrund des gegenwärtigen Ölpreisschocks länger dauern als Ende der 1970er Jahre. Damals kehrten sich die hohen Leistungsbilanzüberschüsse der ölexportierenden Länder innerhalb weniger Jahre wieder um. Aus Angst vor einem Anstieg der Inflation und der Inflationserwartungen strafften die Währungsbehörden die Geldpolitik drastisch. Dies führte zu einer Rezession in den ölimportierenden Volkswirtschaften und entsprechend zu einem Einbruch der Ölnachfrage. Dank der allgemein gedämpften Inflation konnte die geldpolitische Antwort diesmal jedoch wesentlich gemäßiger ausfallen. So blieben weltweites Wachstum und Ölnachfrage hoch.



Die ölexportierenden Länder gaben 2005 offenbar einen geringeren Teil der Öleinnahmen für Importe aus als in den beiden vorangegangenen Jahren und auch weniger als während der früheren Ölpreisschocks. Im Jahr 2005 schnellte der Handelsbilanzüberschuss der ölexportierenden Länder auf über \$ 450 Mrd. empor, was mehr als der Hälfte der gesamten Öleinnahmen entsprach (Grafik II.13). Die ölexportierenden aufstrebenden Volkswirtschaften, auf die der größte Teil dieses Anstiegs entfiel, gaben nur rund die Hälfte der Mehreinnahmen aus dem Ölgeschäft für zusätzliche Importe von Gütern und Dienstleistungen aus. In den Jahren 2003 und 2004 sowie im Durchschnitt der früheren Ölpreisschocks waren dies etwa drei Viertel gewesen. Es dürfte Zeit brauchen, inländische Investitionsmöglichkeiten in den ölexportierenden Ländern aufzutun und wahrzunehmen – und zwar mehr Zeit als ein in erster Linie auf höheren Konsumausgaben beruhender realer Ressourcentransfer, wie er in den 1970er Jahren stattfand.

Geringere Neigung, Erdöleinnahmen für Importe zu verwenden ...

Die Art und Weise, wie die ölexportierenden Länder ihre Einnahmen wieder ausgeben, könnte auch die Wirksamkeit der Korrekturmechanismen beeinflussen. Die europäischen Länder haben von der zusätzlichen Importnachfrage der ölexportierenden Länder seit 2003 vermutlich stark profitiert. China gelang es ebenfalls, seinen Exportanteil zu erhöhen, während die USA deutliche Einbußen hinnehmen mussten. Die begrenzt verfügbaren Daten zeigen jedoch, dass ein Großteil der gestiegenen Überschüsse der Ölexporteure weiterhin in US-Wertpapieren angelegt wird, auch wenn eine erhebliche Diversifizierung zwischen den verschiedenen Anlagekategorien stattgefunden hat. Der Anteil von Unternehmensanleihen, Anleihen staatsnaher Emittenten und Aktien ist gestiegen (Kapitel VI). Ungeachtet der größeren Diversifizierung haben die Finanzanlagen der Ölexporteure aufgrund ihres Wachstums möglicherweise weiterhin den Dollar gestützt und dazu beigetragen, die langfristigen US-Zinssätze niedrig zu halten.

... und entsprechend größere Bedeutung von Finanzanlagen