

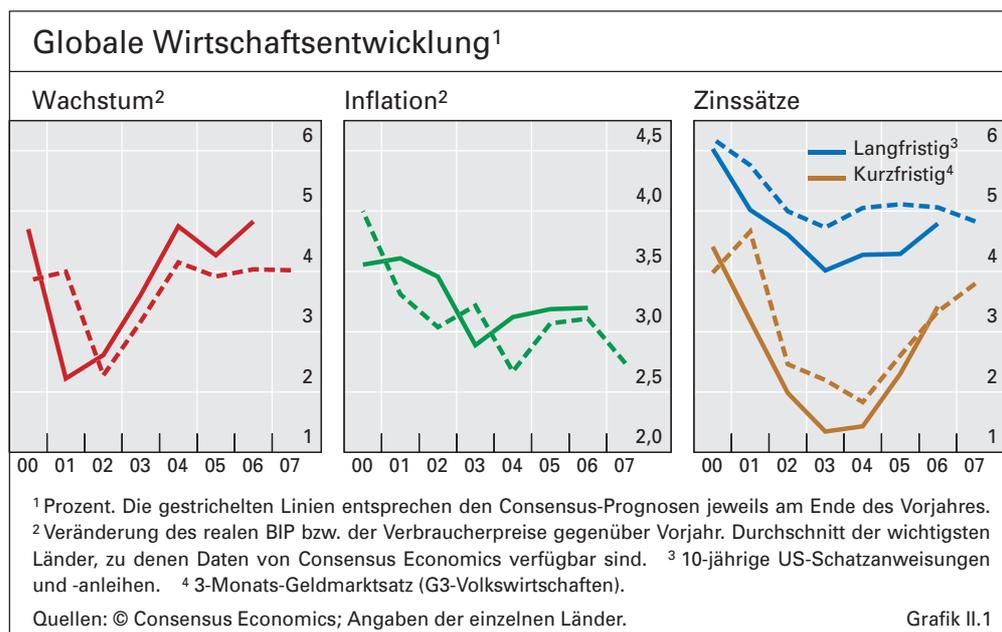
## II. Die Weltwirtschaft

### Schwerpunkte

Die Weltwirtschaft wuchs 2006 erneut überraschend kräftig (Grafik II.1). Gründe für diese Dynamik waren der Konsum in den USA, der trotz der Abschwächung am Markt für Wohneigentum Widerstandsfähigkeit bewies, ein breit abgestützter Aufschwung in anderen fortgeschrittenen Industrieländern und das weiterhin rasche Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Die Inflation blieb gedämpft, wobei die Teuerungsrate im zweiten Halbjahr rückläufig war. Vor dem Hintergrund einer hohen bzw. steigenden Kapazitätsauslastung in den wichtigsten Volkswirtschaften hielt der Inflationsdruck jedoch an.

Der Konsens der Prognosen für 2007 geht von einem breit angelegten Wirtschaftswachstum, nachlassendem Inflationsdruck und einem allmählichen Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte aus. Dieses Szenario wird von sich häufenden Anzeichen für einen klassischen Konjunkturaufschwung im Euro-Raum und in Japan gestützt, bei dem die Exporte zu einem Anstieg der Investitionen führen, was wiederum die Beschäftigung und den Konsum ankurbelt. Die solide Inlandsnachfrage in den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften ist ebenfalls ein positives Zeichen.

Das Basisszenario für die nähere Zukunft ist aber nach wie vor mit beträchtlichen Risiken behaftet. Die Auswirkungen des Abschwungs am Wohnimmobilienmarkt in den USA sind möglicherweise noch nicht in vollem Ausmaß spürbar geworden. Zwar scheinen Europa und Asien weniger abhängig



vom Wachstum der US-Wirtschaft zu sein als noch vor wenigen Jahren. Dennoch stellen sich Fragen bezüglich der Robustheit des Konsums in diesen Regionen und in den fortgeschrittenen Industrieländern ganz allgemein. Gleichzeitig ist nicht klar, ob die Inflationsrisiken unter Kontrolle sind. Auch die bisher wachstumsfördernden Finanzierungsbedingungen könnten schließlich restriktiver werden, vor allem wenn die Inflationsgefahr als zunehmend bedrohlich eingeschätzt werden sollte.

## Die Weltwirtschaft im Überblick

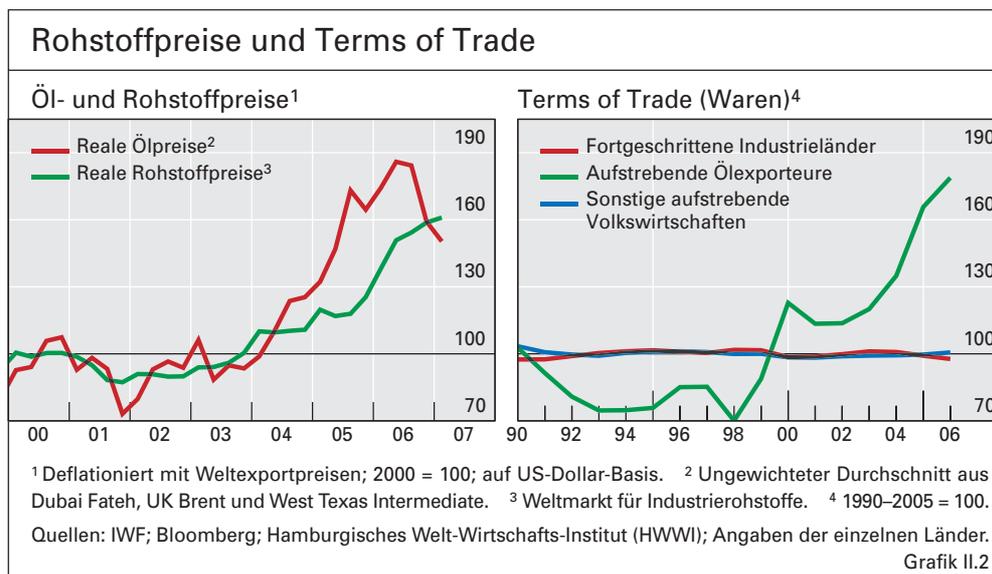
### Allgemeine Entwicklung

Im Jahr 2006 verzeichnete die Weltwirtschaft erneut ein starkes Wachstum bei mäßiger Inflation. Mit 5½% lag die jährliche Wachstumsrate der Weltwirtschaft zum vierten Mal in Folge über 4%. Die wirtschaftliche Dynamik war breiter abgestützt als in den Jahren zuvor. Praktisch alle fortgeschrittenen Industrieländer erreichten oder übertrafen 2006 ihr Trendwachstum, und die wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und Lateinamerikas expandierten kräftig. Die rohstoffexportierenden Länder profitierten von gegenüber 2005 verbesserten Terms of Trade. Ende 2006 fielen die Ölpreise, doch die Preise vieler anderer Rohstoffe erhöhten sich weiter (Grafik II.2). Der Verbraucherpreisanstieg allerdings blieb trotz des robusten Wirtschaftswachstums weltweit verhalten.

Der Schwerpunkt der makroökonomischen Risiken verlagerte sich im Laufe des Jahres. Im ersten Halbjahr 2006 gab das dynamische Wachstum Anlass zu Befürchtungen, die Weltwirtschaft könne an eine Art Geschwindigkeitsgrenze stoßen. Beflügelt von einem anhaltend starken Nachfragewachstum stiegen die Ölpreise von Februar bis August in Dollar gerechnet um mehr als 35%. Als sich dann noch die Anzeichen mehrten, dass die Kapazitätsreserven in den wichtigsten Volkswirtschaften schwanden, wuchs die Sorge vor wirtschaftlicher Überhitzung. Die langfristigen Inflationserwartungen an

Weiterhin kräftiges Wachstum bei gedämpfter Inflation

Risiken verlagern sich von Überhitzung ...



Aktueller globaler Konjunkturaufschwung im Vergleich				
Prozent und Prozentpunkte				
	Aktuell		Früher	
	2003–06 <sup>1</sup>	2006	1994–97 <sup>1</sup>	1997
Wachstum des weltweiten BIP	4,9	5,4	4,0	4,2
Beiträge zum weltweiten BIP-Wachstum <sup>2</sup>				
Fortgeschrittene Industrieländer	1,3	1,5	1,7	1,8
USA	0,7	0,7	0,8	0,9
Aufstrebende Volkswirtschaften	3,6	3,9	2,3	2,4
China	1,4	1,5	0,9	0,9
Beiträge zum BIP-Wachstum der fortgeschrittenen Industrieländer <sup>3</sup>				
Nachfrage der privaten Haushalte <sup>4</sup>	67,4	52,2	60,2	51,0
Wohnungsbauinvestitionen	7,4	0,2	4,1	0,4
Nachfrage des Unternehmenssektors <sup>5</sup>	24,3	31,5	29,9	35,3
Veränderung der realen Ölpreise <sup>6, 7</sup>	93,8	14,1	10,5	1,0
Veränderung der realen Rohstoffpreise <sup>6, 8</sup>	66,6	25,4	15,4	5,3
Reale Zinssätze <sup>9, 10</sup>				
Kurzfristig (Leitzinsen)	0,6	1,3	0,0	2,2
Langfristig (10-jährige Staatsanleihen)	-0,7	1,9	1,1	3,6
Fiskalische Indikatoren <sup>9, 11</sup>				
Struktureller Haushaltssaldo <sup>12</sup>	1,8	-1,9	2,4	-1,6
Staatliche Bruttoverschuldung <sup>13</sup>	6,9	85,8	7,1	77,2
Kredite an den Privatsektor <sup>9, 13</sup>	12,0	134,5	2,0	105,7

<sup>1</sup> BIP-Wachstum und Beiträge zum BIP-Wachstum: Jahresdurchschnitt; andere Indikatoren: kumulierte Veränderung. <sup>2</sup> Prozentpunkte. <sup>3</sup> In Prozent des BIP-Wachstums insgesamt. <sup>4</sup> Endverbrauch privater Haushalte zuzüglich privater Wohnungsbauinvestitionen. <sup>5</sup> Bruttoanlageinvestitionen des privaten Sektors ohne Wohnungsbauinvestitionen. <sup>6</sup> Deflationiert mit Weltexportpreisen. <sup>7</sup> Ungewichteter Durchschnitt aus Dubai Fateh, UK Brent und West Texas Intermediate. <sup>8</sup> Weltmarkt für Industrierohstoffe; auf US-Dollar-Basis. <sup>9</sup> Gewichteter Durchschnitt der USA, des Euro-Raums und Japans auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>10</sup> Deflationiert mit dem Deflator der privaten Konsumausgaben (USA) bzw. den Verbraucherpreisen (Euro-Raum und Japan). <sup>11</sup> Öffentlicher Gesamthaushalt. <sup>12</sup> Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo in Prozent des BIP-Potenzials. <sup>13</sup> In Prozent des BIP.

Quellen: IWF; OECD; Bloomberg; HWWI; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.1

den Finanzmärkten erhöhten sich im ersten Halbjahr 2006 vorübergehend, insbesondere in den USA (Kapitel IV), und im Mai stieg die Marktvolatilität, wenn auch nur kurz, sprunghaft an (Kapitel VI).

... zu Wachstumschwäche

Im zweiten Halbjahr traten die Risiken für das Wirtschaftswachstum angesichts vermehrter Hinweise auf eine Abschwächung in den USA deutlicher hervor. Indessen ließen die Befürchtungen bezüglich kurzfristiger Inflationsrisiken mit den sinkenden Ölpreisen nach. Die Spotpreise, die im August mit über \$ 75 je Barrel einen Höhepunkt erreicht hatten, gingen bis Ende 2006 um rund 25% zurück. Dieser Preisverfall und der damit verbundene Rückgang der Benzinpreise stützten die Konsumausgaben gegen Ende des Jahres, vor allem in den USA.

Aufschwung mit anderen Merkmalen als früher

Der Aufschwung der vergangenen vier Jahre unterscheidet sich in mehrfacher Hinsicht von dem im Zeitraum 1994–97, als die Weltwirtschaft ebenfalls über vier aufeinanderfolgende Jahre ein dem Trend entsprechendes oder darüberliegendes Wachstum verzeichnete (Tabelle II.1). Erstens haben die

aufstrebenden Volkswirtschaften – insbesondere in Asien – 1¼ Prozentpunkte mehr zum globalen Wachstum beigetragen als vor einem Jahrzehnt. Darin schlägt sich zu einem bedeutenden Teil die Dynamik der chinesischen Wirtschaft nieder. Allgemeiner betrachtet scheinen jedoch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften umfangreiche Reformen das Wachstum gestärkt zu haben (Kapitel III). Zweitens stellte die Nachfrage der privaten Haushalte trotz des relativ moderaten Zuwachses bei den Realeinkommen in den fortgeschrittenen Industrieländern einen deutlich größeren (und die Unternehmensausgaben einen geringeren) Wachstumsfaktor in diesen Ländern dar, als es beim früheren Konjunkturaufschwung der Fall gewesen war.

Drittens sind die Finanzierungsbedingungen erheblich günstiger geblieben als vor einem Jahrzehnt. Die langfristigen Realzinsen haben sich trotz des kräftigen Wachstums der Weltwirtschaft und der schrittweisen Rücknahme der geldpolitischen Akkommodierung seit 2004 nicht erhöht. Die niedrigen Zinsen stützten weltweit die Bewertungen von finanziellen und realwirtschaftlichen Vermögenswerten (Kapitel VI). Darüber hinaus gingen sie mit raschem Kreditwachstum und stark zunehmenden Finanzierungsbeziehungen einher (Kapitel VII). Infolgedessen erreichte das Verhältnis Kreditvergabe/BIP insgesamt einen neuen Höchststand. Viertens schließlich haben sich die strukturellen Haushaltsdefizite im derzeitigen Aufschwung verringert, allerdings weniger deutlich als Mitte der 1990er Jahre.

Vor allem nach wie vor lockere Finanzierungsbedingungen

#### *Merkliche Verlagerung der globalen Wachstumsschwerpunkte*

2006 wechselten die Haupttriebkkräfte der globalen Wirtschaftsexpansion. In den USA verlangsamte sich das Produktionswachstum von einer Jahreswachstumsrate von über 4% in den ersten beiden Quartalen des Jahres auf rund 2% im zweiten Halbjahr und auf 1¼% im ersten Quartal 2007. Gleichzeitig hielt oder verstärkte sich das Nachfragewachstum in den meisten anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, wie dem Euro-Raum, Japan, dem Vereinigten Königreich und Kanada. Eine bedeutende Rolle spielte die Inlandsnachfrage auch weiterhin in den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien, Mittel- und Osteuropa sowie Lateinamerika (Kapitel III).

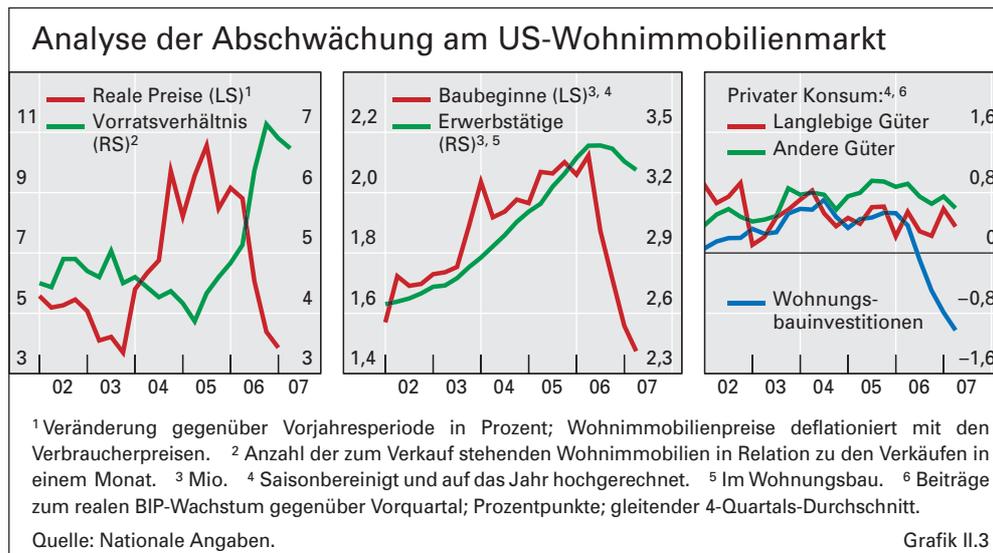
Veränderte globale Wachstumsschwerpunkte 2006

Ein drastischer Abschwung am Markt für Wohnimmobilien war der Hauptgrund für die Wachstumsverlangsamung der US-Wirtschaft. Die Baubeginne gingen 2006 um 35% zurück, und die Zahl der zum Verkauf stehenden Wohnimmobilien schoss in die Höhe (Grafik II.3). Die Investitionen im Wohnungsbau, die 2005 rund ½ Prozentpunkt zum BIP-Wachstum beigetragen hatten, verringerten das Wachstum im zweiten Halbjahr 2006 – auf das Jahr hochgerechnet – im Durchschnitt um mehr als einen Prozentpunkt. Gleichwohl wuchs die US-Wirtschaft in moderatem Tempo weiter, da der Konsum von der Abschwächung am Wohnimmobilienmarkt offenbar weitgehend unbeeinflusst blieb.

Abschwung am US-Markt für Wohnimmobilien ...

Der jüngste Abschwung am US-Markt für Wohnimmobilien war zwar kräftig, doch erscheint er gegenüber dem zu Beginn der 1990er Jahre verzeichneten nach wie vor mild. Sowohl die Zahl der Baubeginne als auch der Absatz neuer Wohnimmobilien sind bisher um jeweils rund 40% zurückgegangen, verglichen mit 60% bzw. 55% im vorigen Zyklus. Die entsprechenden Zahlen

... gegenüber dem vorhergehenden aber immer noch moderat ...



bewegten sich im ersten Quartal 2007 sogar weiter um ihren langfristigen Durchschnitt. Die Zahl der neuen, zum Verkauf stehenden Wohnimmobilien schien ihren Höhepunkt bereits überschritten zu haben, blieb aber im historischen Vergleich hoch.

... und von Wertzuwachsen beim Vermögen abgefedert

Ein kontinuierlicher Anstieg des Vermögens wie auch des Einkommens der privaten Haushalte hielt die Auswirkungen des Abschwungs am US-Markt für Wohnimmobilien auf den Konsum in Grenzen. Die Preise für Wohnimmobilien gingen zwar in einigen Gebieten, in denen es zuvor zu besonders deutlichen Erhöhungen gekommen war, real zurück, auf nationaler Ebene jedoch stabilisierten sie sich lediglich. Gleichzeitig stieg der Wert der Finanzaktiva der privaten Haushalte in den USA weiter kräftig an (s. weiter unten). Vielleicht noch bedeutender war die Tatsache, dass sich die Arbeitslosigkeit auf niedrigem Niveau hielt. Selbst die Beschäftigung im Wohnungsbau, die rund 2½% der Gesamtbeschäftigung in den USA ausmacht, blieb stabil. Im Verhältnis zur derzeitigen Zahl der Baubeginne erscheint sie sogar bemerkenswert hoch.

Anzeichen eines klassischen Aufschwungs im Euro-Raum

Erstmals seit 2002 übertraf das Wirtschaftswachstum des Euro-Raums im zweiten Halbjahr 2006 das der USA. Der Aufschwung folgte offenbar dem klassischen Muster: zunächst steigende Exporte, in der Folge Belebung der Unternehmensinvestitionen wie auch der Beschäftigung und schließlich, wenn auch verhalten, Anziehen des privaten Konsums. Die Arbeitslosenquote sank unter das Niveau, das auf dem Höhepunkt des vorherigen Zyklus im Jahr 2001 verzeichnet worden war. Vor allem in Deutschland wurden viele Arbeitsplätze geschaffen, und die Arbeitslosenquote fiel dort 2006 um fast 1½ Prozentpunkte. Die Erholung der deutschen Wirtschaft unterstützte auch das Wachstum der wichtigsten Handelspartner des Landes in Europa.

In Japan weiterhin moderates Wachstum

Die japanische Wirtschaft setzte ihre Expansion in moderatem Tempo fort, obwohl das Nachfragewachstum der Struktur nach etwas ungleichmäßig blieb. Die Unternehmensinvestitionen entwickelten sich nach wie vor dynamisch. Dies galt besonders für die exportorientierten Sektoren, die von dem rasanten Wachstum in China und dem schwachen Yen gestützt wurden

(Kapitel V). Das Konsumwachstum blieb robust, wenngleich es in der zweiten Jahreshälfte 2006 ungeachtet der konjunkturbedingt niedrigen Arbeitslosigkeit an Fahrt verlor.

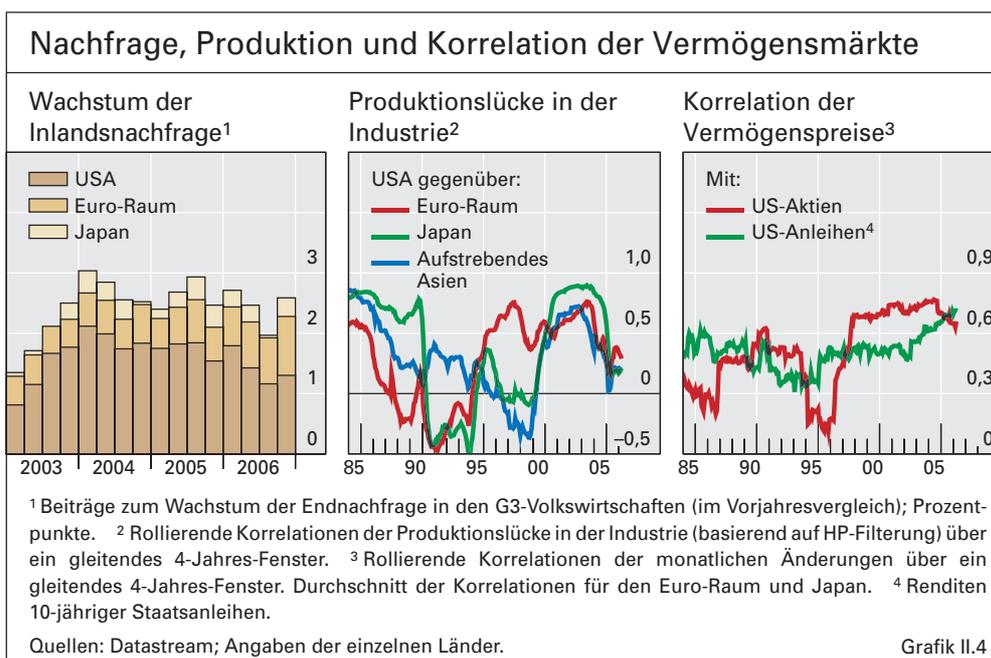
*Hat sich die übrige Welt vom US-Wirtschaftswachstum abgekoppelt?*

Aufgrund dieser Entwicklungen verringerte sich im Verlauf des Jahres 2006 der Beitrag der USA zum weltweiten Konjunkturaufschwung. Während die aggregierte Inlandsnachfrage der G3-Volkswirtschaften weiterhin um rund 2½% wuchs, entfielen im zweiten Halbjahr 2006 davon lediglich rund 50% auf die USA – gegenüber durchschnittlich 70% in den drei Jahren zuvor (Grafik II.4). Die Abschwächung des Wachstums der US-Inlandsnachfrage beschränkte sich allerdings im Wesentlichen auf nicht handelbare Güter: Die US-Importe von Waren und Dienstleistungen stiegen in der zweiten Jahreshälfte real betrachtet weiter an. In Verbindung mit einer stärkeren Nachfrage aus anderen Ländern, insbesondere aus Europa, stützte dies das kräftige Exportwachstum der wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften. Anfang 2007 übertraf der Wert der chinesischen Exporte nach Europa erstmals den der Ausfuhren nach Nordamerika.

Abhängigkeit vom US-Wachstum offenbar geringer ...

Einige Faktoren deuten darauf hin, dass die Abhängigkeit der Weltwirtschaft von der US-Konjunktur inzwischen etwas geringer ist als noch während der letzten US-Rezession 2001. In den vergangenen Jahren entwickelte sich die Industrieproduktion in den wichtigsten Regionen viel weniger im Gleichschritt mit den USA, als dies zu Beginn der 2000er Jahre der Fall gewesen war. Ursache dafür ist u.a., dass der vorangegangene Zyklus – anders als der jetzige Aufschwung – von einem weltweiten Boom mit anschließendem Einbruch bei den Investitionsgütern im IT-Sektor bestimmt worden war. Dabei war in den verschiedenen Regionen ein ausgeprägter Gleichlauf der Produktion dieser Güter zu beobachten gewesen.

... vielleicht aufgrund des andersartigen Zyklus ...



... der sich wandelnden Handelsstrukturen ...

Außerdem haben sich in den letzten Jahren die Handelsbeziehungen regional stärker diversifiziert. Während sich die Volkswirtschaften allgemein stärker geöffnet haben, ist der Anteil der Exporte der wichtigsten Wirtschaftsregionen in die USA im Zeitraum 2001–06 geschrumpft, wobei China hier eine bedeutende Ausnahme darstellt. Durch den Aufstieg der aufstrebenden Volkswirtschaften und die Zunahme des intraregionalen Handels hat sich diese direkte – und womöglich auch die indirekte – Exportbeziehung seit 2001 gelockert (Tabelle II.2). Die Veränderungen der Handelsbeziehungen – beispielsweise Japans, der aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften und Lateinamerikas – hängen weitgehend mit der Integration Chinas in den Weltmarkt zusammen (Kapitel III).

... und der Abkopplung des Geschäftsklimas

Ein weiteres, jüngeres Indiz für die potenziell geringere Abhängigkeit von der US-Konjunktur ist der anhaltende Optimismus, der den Unternehmenssektor im Euro-Raum und in anderen wichtigen Volkswirtschaften Ende 2006 und Anfang 2007 kennzeichnete. Diese Abkopplung des Geschäftsklimas ist ein gutes Vorzeichen für die kurzfristigen Aussichten, denn das Geschäftsklima korreliert tendenziell mit den Investitionsausgaben.

Aber weiterhin enge Verbindungen durch Unternehmertätigkeit ...

Die wahrscheinlichen Auswirkungen einer breiter angelegten oder sich länger hinziehenden Konjunkturschwäche in den USA auf das Geschäftsklima international tätiger Unternehmen bleiben allerdings ungewiss. So erzielen beispielsweise die im DAX-Aktienindex aufgeführten deutschen Unternehmen rund 70% ihrer Erträge im Ausland, und ein schwächeres Wirtschaftswachstum in den USA könnte sich erheblich auf ihre Gewinnerwartungen und Unternehmensausgaben auswirken. Die zunehmend globalen Handelsbeziehungen – nicht zuletzt aufgrund der stärkeren internationalen Integration von Produktionsprozessen – führen die potenzielle Bedeutung dieser Effekte vor Augen.

... und Finanzmärkte

Damit eng verbunden, sind auch die finanziellen Verflechtungen mit den USA Grund zur Vorsicht. US-Gebietsfremde sind aufgrund ihrer Bestände an US-Vermögenswerten einem Abschwung in den USA heute deutlich stärker ausgesetzt als noch vor ein paar Jahren. Im Zeitraum 2001–05 haben sich die US-Auslandsverbindlichkeiten um über \$ 4 Bio. erhöht. Der Anteil der

Handelsbeziehungen mit den USA								
	Direkt <sup>1</sup>		Indirekt <sup>2</sup>		Nachrichtlich: Offenheitsgrad			
					Exporte/BIP <sup>3</sup>		Importe/BIP <sup>3</sup>	
	2006	2001	2006	2001	2006	2001	2006	2001
Kanada und Mexiko	81,2	87,9	4,0	2,5	31	32	29	29
Europa	7,6	9,1	7,7	9,5	31	28	31	27
Japan	22,7	30,4	10,6	11,0	14	9	12	8
China	21,0	20,4	10,1	14,5	37	23	30	21
Übriges Asien <sup>4</sup>	13,5	19,2	12,4	14,0	44	41	42	39
Lateinamerika <sup>5</sup>	26,2	30,5	10,6	10,2	19	14	12	13

<sup>1</sup> Anteil der Exporte in die USA an den Gesamtexporten. <sup>2</sup> Über Exporte an Drittländer; berechnet als Summe der Exportanteile dieser Länder multipliziert mit ihrem jeweiligen Anteil an den direkten Exporten in die USA. <sup>3</sup> Prozent. <sup>4</sup> Ohne China. <sup>5</sup> Ohne Mexiko.

Quellen: IWF, *Direction of Trade Statistics*; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Tabelle II.2

Portfolioverschuldung an den US-Auslandspassiva nahm besonders rasch zu – von 28% auf rund 34%. Zudem könnte der Gleichlauf der Vermögenspreise die Auswirkungen einer Abkühlung der Finanzmärkte in den USA über die Inhaber von US-Aktiva hinaus verbreiten. Die Aktienmarkrenditen weltweit korrelieren im Allgemeinen eng mit jenen der USA. Die Korrelationen zwischen den Renditen langfristiger US-Staatsanleihen und denen entsprechender Staatspapiere in Europa sind ebenfalls hoch und haben sich in der Phase steigender Vermögenspreise und wachsender Produktion seit Mitte 2003 noch erhöht. In Abschwungphasen am Markt sind die internationalen Parallelbewegungen der Vermögenspreise in der Regel noch markanter.

#### Verbesserung der strukturellen Haushaltssalden

Die Haushaltssalden der fortgeschrittenen Industrieländer ließen 2006 endlich Anzeichen einer Besserung erkennen. Die Maße für die strukturellen Haushaltsdefizite, mit denen die Defizitzahlen um Konjunkturreffekte bereinigt werden sollen, sanken in den USA (um über 1 Prozentpunkt des BIP), Deutschland (um  $\frac{3}{4}$  Prozentpunkte) und Japan (um  $3\frac{3}{4}$  Prozentpunkte, vor allem aufgrund einmaliger Veränderungen bei Kapitaltransfers), und nur in Italien erhöhten sie sich geringfügig (Tabelle II.3). In unbereinigten Zahlen fielen die Veränderungen in den USA und Deutschland mit einem Rückgang des Defizits um jeweils  $1\frac{1}{2}$  Prozentpunkte noch deutlicher aus. Während sich die Haushaltssituation in den meisten Ländern aufgrund ungewöhnlich kräftiger Steuereinnahmen besserte, spielten in Deutschland und Japan auch Ausgabenbeschränkungen eine wichtige Rolle.

Strukturelle Defizite  
2006 rückläufig ...

Jüngste Entwicklungen der Haushaltssituation und mittelfristige Prognosen <sup>1</sup>										
	Finanzierungssaldo			Struktureller Haushaltssaldo <sup>2</sup>			Bruttoschuld		Veränderung der Haushaltssituation auf mittlere Sicht <sup>3</sup>	
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2006	2007	Finanzierungssaldo	Bruttoschuld
USA	-3,7	-2,3	-2,7	-3,6	-2,5	-2,8	62	62	1,0	1
Euro-Raum	-2,4	-1,6	-1,0	-1,5	-1,0	-0,8	76	74	0,9	8
Deutschland	-3,2	-1,7	-0,7	-1,9	-1,1	-0,8	71	69	0,4	2
Frankreich	-3,0	-2,6	-2,3	-2,0	-1,7	-1,7	75	74	1,5	6
Italien	-4,3	-4,5	-2,5	-3,2	-3,4	-2,0	120	119	2,1	4
Spanien	1,1	1,8	1,5	1,3	1,9	1,5	47	43	-0,6	5
Japan	-6,4	-2,4	-2,7	-5,9	-2,2	-2,7	179	179	1,6	7
Vereinigtes Königreich	-3,3	-2,9	-2,7	-3,3	-2,8	-2,6	47	47	0,9	0
Kanada	1,4	0,8	0,8	1,3	0,7	0,8	68	67	0,0	22
Australien	1,4	1,5	1,4	1,3	1,6	1,5	16	15	-0,5	5 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Öffentlicher Gesamthaushalt; in Prozent des BIP. <sup>2</sup> Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo in Prozent des BIP-Potenzials. <sup>3</sup> Veränderung in Prozentpunkten im Jahr 2012 (Australien: 2011; Spanien: 2008) gegenüber 2006. Ein positiver Wert zeigt ein geringeres Defizit/einen größeren Überschuss bzw. eine Verringerung der Bruttoschuld an. <sup>4</sup> Nettoschuld.

Quellen: Europäische Kommission; IWF; OECD.

Tabelle II.3

... und auch Anfang  
2007 moderate  
Verbesserung ...

Die jüngsten Daten lassen darauf schließen, dass sich die Haushaltslage Anfang 2007 weiter verbessert hat. In den USA dürfte das Haushaltsdefizit des Bundes Projektionen zufolge im Haushaltsjahr 2007 auf 1,6% des BIP zurückgehen, damit etwa 1 Prozentpunkt unter dem des öffentlichen Gesamthaushalts liegen und das niedrigste seit 2002 sein. Im Euro-Raum wird für die meisten Länder, die dem Defizitverfahren unterliegen, projiziert, dass ihr Defizit 2007 unter die Grenze von 3% des BIP gesenkt wird oder dort bleibt. Dies gilt auch für Italien, dessen Haushaltsdefizit dieses Jahr um 2 Prozentpunkte zurückgehen soll. Deutschland erhöhte Anfang 2007 die Mehrwertsteuer um 3 Prozentpunkte mit der Absicht, das ausgewiesene Defizit im Jahresverlauf unter 1% des BIP zu drücken. In Japan sieht der Haushaltsentwurf für 2007/08 eine Verringerung des Primärdefizits um rund 1% des BIP vor und kommt damit dem Ziel näher, bis 2011/12 einen Primärüberschuss im Staatshaushalt zu erzielen.

... doch dauerhafte  
Haushalts-  
konsolidierung  
immer noch weit  
entfernt

Gleichwohl bleibt eine dauerhafte Haushaltskonsolidierung für die meisten fortgeschrittenen Industrieländer ein weit entferntes Ziel. Die Staatsverschuldung in vielen großen Volkswirtschaften ist hoch, und den Projektionen zufolge kommt ihr Abbau mittelfristig nur sehr schleppend voran. Insbesondere der Schuldenstand in Italien und Japan, der trotz der niedrigen Zinssätze – und im Falle Japans des über dem Trend liegenden Wirtschaftswachstums – auf hohem Niveau verharret, gibt Anlass zu Besorgnis. Künftig stehen noch größere haushaltspolitische Herausforderungen an, wenn in den kommenden Jahrzehnten die Alterung der Bevölkerung die Staatshaushalte und möglicherweise in noch stärkerem Ausmaß das Verhalten der privaten Haushalte beeinflussen wird (s. weiter unten).

#### *Stabilisierung der Leistungsbilanzen, doch zugrundeliegende Ungleichgewichte bestehen fort*

Stabilisierung der  
Leistungsbilanzen  
dank niedrigeren  
Ölpreisen ...

In Relation zum BIP stabilisierten sich die Leistungsbilanzen im letzten Jahr weitgehend. Vor allem das US-Leistungsbilanzdefizit verharrete bei rund 6½% des BIP (Tabelle II.4). Ein wesentlicher Faktor hierfür waren die gegen Ende 2006 gesunkenen Energiepreise: Das US-Handelsbilanzdefizit im Bereich Erdöl ging im vierten Quartal um nahezu \$ 20 Mrd. zurück. Im Gesamtjahr 2006 blieb das Leistungsbilanzdefizit der ölimportierenden Länder unverändert bei rund 1% des BIP, verglichen mit einem Anstieg von ½% des BIP 2005. Dementsprechend erhöhten sich die Überschüsse der Ölexporteure in geringerem Maße als im Vorjahr; ihre Leistungsbilanzüberschüsse insgesamt blieben in etwa stabil bei 9¼% des BIP, im Vergleich zu einem sprunghaften Anstieg von fast 3 Prozentpunkten 2005.

... und  
ausgewogenerem  
Wachstum

Ein weiterer Faktor, der eine Zunahme der Leistungsbilanzungleichgewichte verhinderte, war die ausgewogenere Expansion der Weltwirtschaft. Die Warenexporte der USA erhöhten sich, gestützt vom stärkeren Wirtschaftswachstum bei den wichtigsten Handelspartnern, real um mehr als 10% – die höchste Zuwachsrate seit 2000. Der Euro-Raum verzeichnete ein geringes Leistungsbilanzdefizit, nach einem nahezu ausgeglichenen Saldo 2005 und einem leichten Überschuss 2004. Die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens (ohne China) und Lateinamerikas meldeten leicht gestiegene Leistungsbilanzüberschüsse im Verhältnis zum BIP.

Leistungsbilanzsalden weltweit						
Mrd. US-Dollar						
	Durchschnitt 1991–2002	2003	2004	2005	2006	Nachrichtlich: 2006 <sup>1</sup>
USA	-202	-528	-665	-792	-857	-6,5
Euro-Raum <sup>2</sup>	15	36	97	8	-29	-0,3
Japan	106	136	173	166	172	3,9
Sonstige fortgeschrittene Industrieländer	1	54	56	64	63	1,1
China	16	46	69	161	239	9,1
Sonstige aufstrebende Volkswirtschaften Asiens	19	117	104	84	102	2,8
Lateinamerika	-46	8	20	35	49	1,7
Mittel- und Osteuropa	-14	-36	-58	-63	-89	-6,7
Ölexportierende Länder	12	139	234	402	472	9,3
Norwegen	11	28	33	47	56	16,7
Russland	14	35	59	83	96	9,8
Saudi-Arabien	-5	28	52	87	96	27,4
Ölimportierende Länder	-114	-212	-275	-451	-490	-1,1
Fortgeschritten	-86	-339	-394	-626	-728	-2,2
Aufstrebend	-27	127	118	175	239	2,3

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

Tabelle II.4

Die Veränderungen der realen effektiven Wechselkurse im Jahr 2006 erscheinen immer noch zu geringfügig, als dass sie einen nennenswerten Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte herbeiführen könnten. Der Dollar wertete in realer effektiver Betrachtung um 4% ab, liegt aber nach wie vor nur 5% unter seinem langfristigen Durchschnitt (Kapitel V). Demgegenüber wertete der Euro um rund 5% auf. Gleichzeitig verlor jedoch der Yen 6½% an Wert, und der Leistungsbilanzüberschuss Japans stieg auf fast 4% des BIP. Zudem werteten die Währungen vieler Überschussländer in Asien nur mäßig auf bzw. werteten sogar ab. Insbesondere der Wert der chinesischen Währung sank in realer effektiver Betrachtung um rund 1%. Vor diesem Hintergrund stieg Chinas Leistungsbilanzüberschuss um 50% (auf über 9% des BIP).

Des Weiteren bestehen die wesentlichen Faktoren offenbar fort, die den nationalen Unausgewogenheiten im Verhältnis Spartätigkeit/Investitionen und damit den internationalen Zahlungsbilanzungleichgewichten zugrunde liegen. Am wichtigsten ist dabei vielleicht, dass die Sparquote der privaten Haushalte in den USA auch 2006 negativ ausfiel. Der verhaltene Anstieg der nationalen Sparquote in den USA war in erster Linie auf das geringere Defizit des öffentlichen Haushalts zurückzuführen. Gleichzeitig blieben die Sparquoten in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens auf hohem Niveau. In China scheint sie 2006 sogar ihr Rekordniveau gehalten zu haben.

Die globalen Investitionen waren nach wie vor uneinheitlich verteilt. In den USA trugen die rückläufigen Investitionen im Wohnungsbau zu einer Verengung der nationalen Ersparnislücke bei, während es in den übrigen fort-

Veränderungen der realen effektiven Wechselkurse immer noch moderat

Nach wie vor ungewöhnliche Entwicklungen der Ersparnisbildung ...

... und der Investitionen

geschrittenen Volkswirtschaften kaum zu Veränderungen kam. Die US-Unternehmensinvestitionen verlangsamten sich im Laufe des Jahres deutlich; die gewerblichen Anlageinvestitionen gingen im vierten Quartal 2006 sogar zurück. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens zogen die Unternehmensinvestitionen an, doch wurde diese Entwicklung wie in den Jahren zuvor in vollem Umfang von China bestimmt, wo die Investitionen in Relation zum BIP einen neuen Rekordstand erreichten. In der übrigen Region schienen sich die Investitionsausgaben für Maschinen und Ausrüstungen auf unverändert niedrigem Niveau zu bewegen.

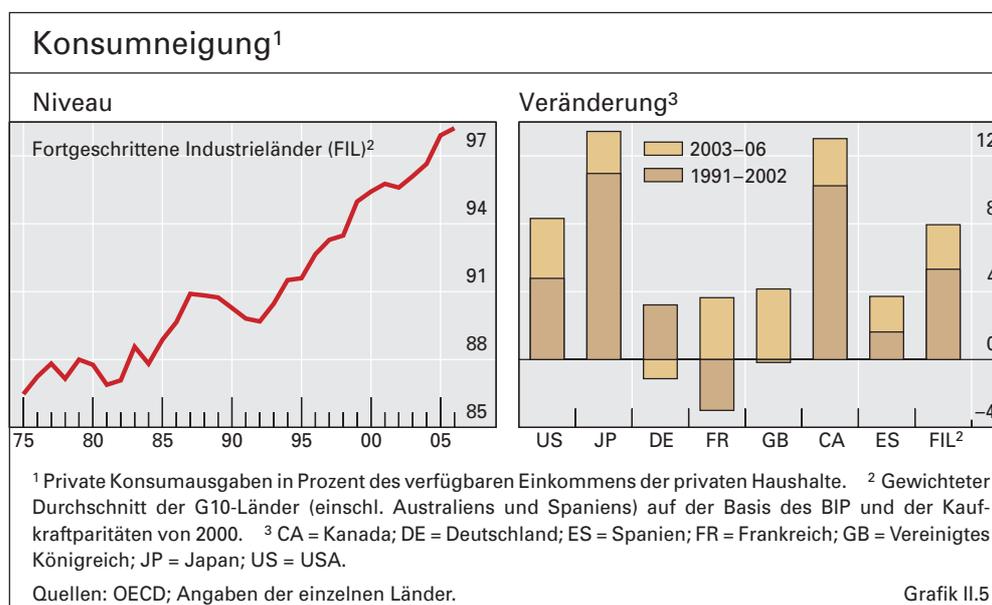
## Konsum der privaten Haushalte in den fortgeschrittenen Industrieländern

Höhere Konsumneigung ...

Im gegenwärtigen Aufschwung hat der Konsum der privaten Haushalte ungewöhnlich stark zum BIP-Wachstum in den fortgeschrittenen Industrieländern beigetragen, obwohl das Einkommenswachstum der privaten Haushalte verhalten war. Das jährliche Wachstum des realen verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte insgesamt betrug durchschnittlich knapp 2% im Zeitraum 2003–06, im Vergleich zu rund 2½% während der zweiten Hälfte der 1990er Jahre und etwa 3% im Zeitraum 1975–90. Dagegen stieg der Konsum von 2003 bis 2006 mit einer durchschnittlichen Jahresrate von rund 2½%. Infolgedessen erreichte der Konsum im Berichtszeitraum im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen neue Höchstwerte (Grafik II.5), nachdem dieses Verhältnis in vielen fortgeschrittenen Industrieländern bereits seit Anfang der 1990er Jahre nach oben tendiert hatte.

... in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften

In den vergangenen vier Jahren waren vielerorts eine Zunahme der Konsumneigung und ein entsprechender Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte zu beobachten, vor allem in den USA, aber auch in Japan, dem Vereinigten Königreich, Frankreich und Spanien. In einigen Ländern, insbesondere in den USA, überstieg der Konsum das verfügbare Einkommen in den letzten



Jahren, sodass die Sparquote der privaten Haushalte negativ war. Eine wichtige Ausnahme bildet hier Deutschland, wo die Konsumneigung seit Beginn der 2000er Jahre zurückgegangen ist.

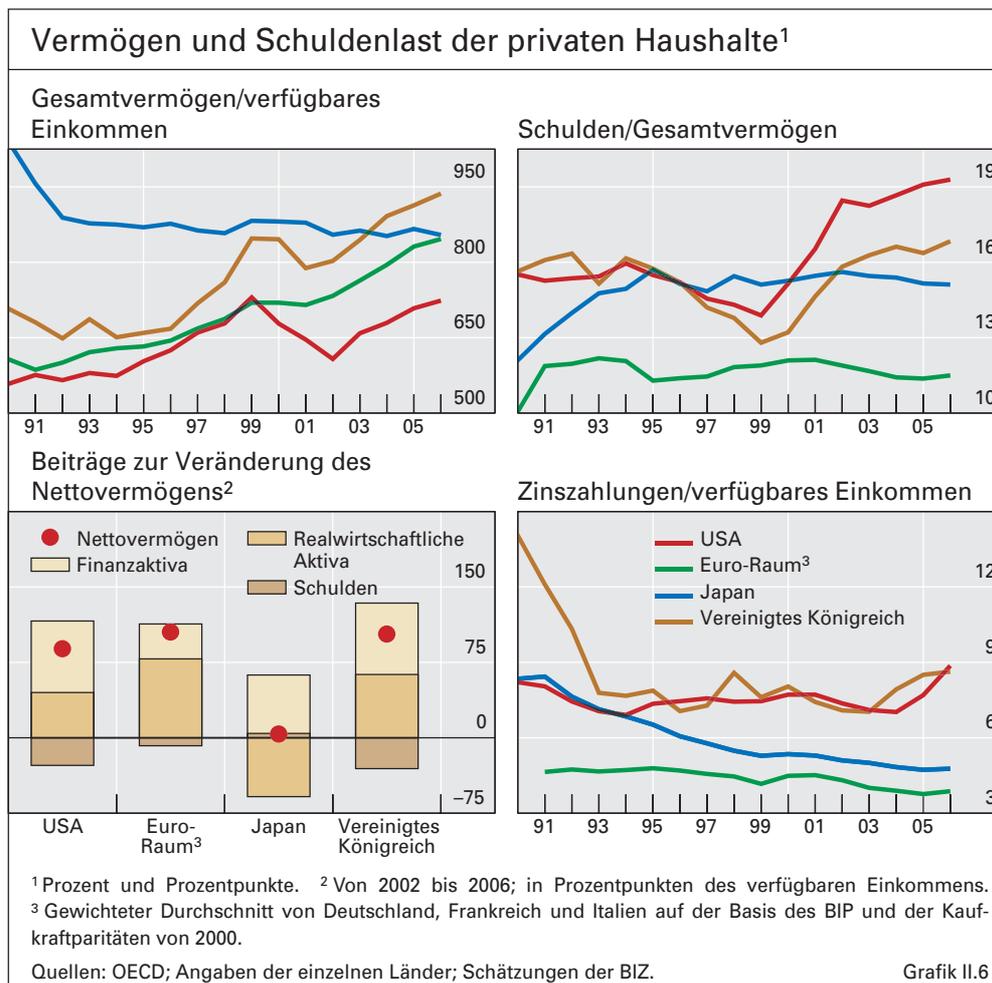
Da das Einkommenswachstum in jüngerer Zeit gedämpft blieb, wurden die hohen Konsumausgaben der privaten Haushalte offenbar durch mehrere andere Entwicklungen gestützt. Erstens hat der Wert der Vermögenspositionen privater Haushalte rasant zugenommen. In diesem Zusammenhang haben zweitens die höheren Werte von Sicherheiten und die Finanzinnovationen der vergangenen zehn Jahre die Kreditbeschränkungen für private Haushalte gelockert. Drittens trugen niedrige Zinssätze zu einer Eindämmung des Schuldendienstes bei. Trotz hoher versteckter fiskalischer Verbindlichkeiten scheinen sich die steigenden Vermögenspositionen der privaten Haushalte konsumfördernd ausgewirkt zu haben.

Stützende Faktoren für hohe Ausgaben der privaten Haushalte

### Veränderungen beim Vermögen und bei der Kreditaufnahme privater Haushalte

Die Vermögenspositionen der privaten Haushalte haben im gegenwärtigen Aufschwung in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften einen rasanten und breit abgestützten Wertzuwachs erfahren. Seit Ende 2002 ist das Verhältnis des Gesamtvermögens zum verfügbaren Einkommen in den USA, im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich um etwa 15–20% gestiegen (Grafik II.6).

Rascher Wertzuwachs des Vermögens privater Haushalte ...



Dieser Anstieg liegt in etwa in der Größenordnung des verfügbaren Jahreseinkommens und hat das Verhältnis Vermögen/Einkommen in diesen Volkswirtschaften auf Rekordwerte anwachsen lassen. Eine wichtige Ausnahme ist Japan, wo sich dieses Verhältnis in den letzten rund 15 Jahren kaum verändert hat.

... in Form von  
Finanzaktiva ...

Finanzaktiva waren für den größten Teil der Vermögenszunahme in den USA (60%) und im Vereinigten Königreich (55%) verantwortlich. Ausschlaggebend – in den USA zu drei Vierteln – waren dabei vor allem Kursgewinne, hauptsächlich bei Aktien und Anteilen an Pensions- und Investmentfonds, die ihrerseits Aktienanlagen halten. Der bescheidene restliche Anstieg des Finanzvermögens war auf Nettokäufe zurückzuführen. In Japan glichen sich Wertgewinne von Finanzaktiva und Wertverluste von Immobilien weitgehend aus.

... und real-  
wirtschaftlichen  
Vermögenswerten

Auch bei den realwirtschaftlichen Vermögenswerten waren die Wertzuwächse im Allgemeinen beträchtlich. Im Euro-Raum, wo der Anteil der Finanzaktiva verhältnismäßig kleiner ist, dominierte der Wertgewinn von Wohneigentum und langlebigen Konsumgütern sogar. In den vergangenen Jahren sind die Wohnimmobilienpreise in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften in die Höhe geschossen (Tabelle II.5). Dies – und nicht der Erwerb von zusätzlichem Wohneigentum und langlebigen Konsumgütern – war zum größten Teil für den Anstieg der realwirtschaftlichen Vermögenswerte verantwortlich. In den USA beispielsweise machte die Nettozunahme an Sachanlagevermögen (einschl. Wohneigentum) nur rund 40% des gemessenen Anstiegs der realwirtschaftlichen Vermögenswerte privater Haushalte seit Ende 2002 aus.

Wohnimmobilienpreise und Hypothekenschuldung					
	Veränderung der Wohnimmobilienpreise <sup>1</sup>			Veränderung der Hypothekenschuldung <sup>2</sup>	
	1996–2002	2003–05	2006	2003–05 <sup>3</sup>	2006
Norwegen	8,3	7,2	16,4	7,5	-0,8
Dänemark	7,1	12,4	12,3	17,0	5,1
Schweden	8,0	8,9	10,5	6,7	2,5
Neuseeland	4,0	17,2	9,6	18,6	7,3
Kanada	3,7	9,7	9,4	5,0	2,3
Spanien	7,7	16,1	9,1	16,0	6,1
Vereinigtes Königreich	11,9	8,1	9,1	12,7	4,7
Australien	9,1	7,0	8,9	18,1	4,3
Frankreich	6,2	13,3	6,6	6,9	3,0
Italien	3,7	9,2	6,4	5,1	1,3
USA	5,7	10,9	5,9	14,3	1,7
Finnland	8,2	7,3	5,7	9,1	2,1
Niederlande	11,2	3,9	5,3	13,2	-0,3
Japan	-4,7	-3,8	4,1	-0,1	-0,2
Schweiz	0,4	2,0	1,8	12,3	1,1
Deutschland	-0,7	-1,7	0,0	4,6	-0,6

<sup>1</sup> Am Periodenende; nominale Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent; Japan: Grundstückspreise in sechs Großstädten. <sup>2</sup> In Prozentpunkten des BIP. <sup>3</sup> Kumulierte Veränderung.  
Quellen: Verschiedene Immobilienfirmen; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ.

Tabelle II.5

Mit den Wertzuwächsen bei den Vermögenspositionen weitete sich in vielen fortgeschrittenen Industrieländern auch die Kreditvergabe an private Haushalte rasch aus. Besonders ausgeprägt war dies in Ländern mit boomenden Wohnimmobilienmärkten, wie den USA, dem Vereinigten Königreich, Frankreich, Spanien und mehreren kleineren fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Entsprechend erhöhte sich in diesen Ländern der Bestand an Hypothekendarlehen deutlich (Tabelle II.5).

Rasche Ausweitung von Krediten an private Haushalte ...

Da beide Seiten der Bilanz der privaten Haushalte zunahmen, veränderte sich die Verschuldung im Verhältnis zum Vermögen weitaus weniger. Im Euro-Raum stieg der Schuldenstand mehr oder minder im Gleichschritt mit den Vermögenspositionen, in den USA und im Vereinigten Königreich dagegen wuchsen die Schulden sogar rascher als das Vermögen (Grafik II.6). Im Gegensatz dazu tendierten in Japan in den letzten zehn Jahren sowohl die Verbindlichkeiten als auch die Vermögenswerte im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen leicht nach unten, da die Immobilienpreise bis vor Kurzem rückläufig waren.

... doch geringere Zunahme der Verschuldung insgesamt

Die Ausweitung der Verschuldung privater Haushalte wurde allgemein durch niedrige Kreditzinssätze für Privatkunden begünstigt. Von 2003 bis 2006 lagen die üblichen Hypothekenzinssätze in den in Grafik II.6 aufgeführten Ländern durchschnittlich rund 3 Prozentpunkte tiefer als in den 1990er Jahren. Die Kreditzinssätze scheinen das weltweit tiefe Zinsniveau und das größere Kreditangebot widerzuspiegeln. So hat die Lockerung der Kreditvergabe-standards infolge des schärferen Wettbewerbs und des vermehrten Einsatzes von Verbriefungen zu einem erheblichen Anstieg der Kreditvergabe, auch an risikoreichere private Haushalte, beigetragen.

Zinssätze für Privatkredite gesunken

#### *Verbesserte Finanzierungsmöglichkeiten und Verbrauch privater Haushalte*

Diese Entwicklungen könnten das Konsumwachstum über diverse eng miteinander verknüpfte Mechanismen gestützt haben. Erstens haben die privaten Haushalte angesichts der Wertzuwächse bei ihren Vermögenspositionen offenbar einfach einen größeren Anteil ihres laufenden Einkommens für Konsumausgaben verwendet. Obwohl dieser Mechanismus nicht leicht von anderen zu trennen ist, belegen empirische Studien in der Regel einen signifikanten Vermögenseffekt auf den Verbrauch. Beispielsweise ergeben einfache Konsumfunktionen für die USA, dass höhere Vermögenspositionen einen geschätzten Beitrag zum Konsum leisten, der sogar über dem Beitrag des Wachstums des verfügbaren Einkommens im Zeitraum 2003–06 liegt. In anderen Volkswirtschaften erscheinen die Vermögenseffekte zwar kleiner, aber dennoch signifikant.

Positiver Konsum-effekt infolge des Wertgewinns beim Vermögen ...

Zweitens erhöhten Wertzuwächse bei den Vermögenspositionen den Spielraum der privaten Haushalte für die Kreditaufnahme. Insbesondere die Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum – mittels Beleihung von Wertzuwächsen bei den Hypothekensicherheiten – war eine wichtige Quelle liquider Mittel, vor allem in den englischsprachigen Ländern. In den USA z.B. deuten Daten der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung darauf hin, dass die Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum im Zeitraum 2003–05 durchschnittlich 4½% des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte ausmachte und 2006

... der höheren Kreditaufnahme ...

1½% betrug. Ihre direkten Auswirkungen auf den Konsum dürften allerdings geringer gewesen sein, als es diese Zahlen vermuten lassen. Erhebungen in Australien und den USA zeigen, dass nur etwa ein Fünftel der Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum für den Konsum verwendet wurde.

... und der verhaltenen relativen Bedeutung von Zinszahlungen durch niedrige Zinssätze einerseits ...

Drittens erlaubten es niedrige Kreditzinssätze den privaten Haushalten, ihre ausstehenden Verbindlichkeiten im Durchschnitt auszuweiten, ohne den Schuldendienst im gleichen Maße zu erhöhen. Die gesamten Zinszahlungen in Relation zum verfügbaren Einkommen tendierten im Euro-Raum nach unten und nahmen in den USA und dem Vereinigten Königreich bis vor Kurzem moderat zu. Der Schuldendienst schien auch in den übrigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften recht verhalten, wengleich es Ausnahmen gab, wie z.B. Australien.

... sowie Wechsel der Kreditart andererseits

Der niedrige Anteil der Zinszahlungen ist teilweise auch auf die Substitution von Konsumkrediten durch kostengünstigere Kredite im Zusammenhang mit Wohnimmobilien zurückzuführen. Dadurch wurden nicht nur die gesamten Zinszahlungen begrenzt, auch die durchschnittliche Laufzeit der Kredite privater Haushalte verlängerte sich. Außerdem trat ein Teil der Zunahme des Schuldendienstes für Hypothekenkredite zumindest in den USA an die Stelle von Zahlungsverpflichtungen wie Mietzahlungen, da eine größere Zahl von Haushalten nun Hypotheken zum erstmaligen Erwerb von Wohneigentum aufnahmen. Die breiter definierten Zahlungsverpflichtungen privater Haushalte haben daher nicht so schnell zugenommen wie die Zinszahlungen für Hypothekenkredite.

Glättung des Konsums offenbar eher möglich

Diese Entwicklungen haben nicht nur das raschere Konsumwachstum gestützt, sondern offenbar auch dazu beigetragen, dass die privaten Haushalte ihre Ausgaben besser glätten konnten als in der Vergangenheit. In den letzten zehn Jahren fielen die Schwankungen des gesamten Einkommenswachstums privater Haushalte ähnlich aus wie im vorangegangenen Jahrzehnt (Tabelle II.6). Gleichzeitig jedoch schwankte das Konsumwachstum generell weitaus weniger, mit der bemerkenswerten Ausnahme Deutschlands und Japans, wo die Ausweitung der Vermögenspositionen der privaten Haushalte vergleichsweise gering war. Empirische Schätzungen zeigen auch einen Rückgang der

Maße für die Variabilität von Einkommen und Konsum <sup>1</sup>												
	Kanada		Frankreich		Deutschland		Japan		Vereinigtes Königreich		USA	
	Einkommen	Konsum	Einkommen	Konsum	Einkommen	Konsum	Einkommen	Konsum	Einkommen	Konsum	Einkommen	Konsum
1966–75	0,9	0,9	1,0	1,2	1,3	1,0	1,6	0,9	3,8	2,6	1,2	0,9
1976–85	2,4	1,4	2,6	1,4	2,3	2,5	2,4	0,8	3,0	2,6	1,0	1,0
1986–95	2,9	1,5	1,4	1,3	2,0	1,8	2,5	1,3	1,5	1,2	1,3	0,7
1996–2006	1,2	0,5	1,3	0,8	3,8	2,6	13,0	3,5	1,9	0,6	1,1	0,4
2003–06	1,0	0,4	1,6	0,5	7,0	6,3	3,1	2,1	1,2	0,7	1,1	0,4

<sup>1</sup> Variationskoeffizient der vierteljährlichen Zunahme des verfügbaren Einkommens privater Haushalte, deflationiert mit dem Deflator der privaten Konsumausgaben („Einkommen“), bzw. der Ausgaben für den Endverbrauch zu konstanten Preisen („Konsum“).  
Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.6

Einkommenselastizität des US-Konsums in den letzten Jahren. Diese Beobachtungen stehen im Einklang mit geringeren Liquiditätsengpässen privater Haushalte aufgrund verbesserter Finanzierungsmöglichkeiten.

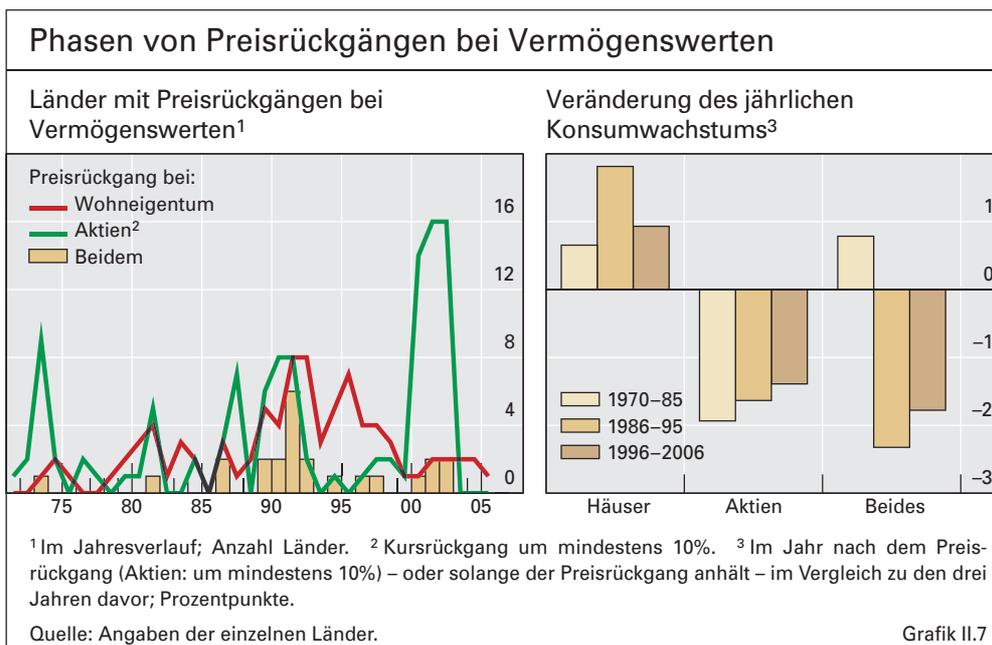
*Wie widerstandsfähig ist die Vermögensposition der privaten Haushalte?*

Bei den höheren Aktivabewertungen, die zu einer Ausweitung der Vermögenspositionen der privaten Haushalte geführt haben, ist unklar, wie dauerhaft sie sind. Die Widerstandsfähigkeit der Vermögenspositionen privater Haushalte ist in den letzten zehn Jahren in den größeren Volkswirtschaften noch nicht in Form eines massiven und gleichzeitig stattfindenden Wertrückgangs ernsthaft auf die Probe gestellt worden. Die bisher aufgetretenen Finanzschocks haben im Allgemeinen nur eine Vermögenskategorie auf einmal getroffen. Der weltweit deutliche Rückgang der Aktienkurse von 2000 bis 2002 fiel in den meisten fortgeschrittenen Industrieländern mit recht schnell steigenden Preisen für Wohnimmobilien zusammen (mit Ausnahme Deutschlands, Japans und der Schweiz). In den folgenden Jahren gingen die Preise für Wohneigentum in mehreren kleineren Volkswirtschaften vorübergehend zurück, doch in vielen anderen Ländern steigen sie nominal weiterhin relativ schnell.

Stärke der Vermögenspositionen noch nicht ernsthaft auf die Probe gestellt

Die Erfahrung der Länder, in denen die Wohnimmobilienpreise in den vergangenen Jahren gefallen sind, legt nahe, dass auf diese eine Vermögenskategorie beschränkte Schocks relativ leicht abgefedert werden können, solange sich andere bilanzwirksame Effekte unterstützend auswirken. Falls die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen und die Lage am Arbeitsmarkt günstig bleiben, führt eine moderate Korrektur der Wohnimmobilienpreise wahrscheinlich zu einer leichten Dämpfung des Konsums, die aber keine bedeutende gesamtwirtschaftliche Abschwächung auslösen dürfte. Ein allgemeinerer Rückgang der Preise von Vermögenswerten, der mit einem gesamtwirtschaftlichen Abschwung zusammenfällt – wie beispielsweise zu Beginn der 1990er Jahre in den nordischen Ländern und in jüngster Zeit auch

Begrenzte Auswirkungen niedrigerer Wohnimmobilienpreise ...



in den Niederlanden –, könnte jedoch weitaus gravierendere Auswirkungen auf die Konsumausgaben haben. Da massive Aktienkurseinbrüche oft im Vorfeld von Rezessionen auftreten, werden sie auch eher als Vorboten einer größeren Konsumflaute betrachtet als das Sinken der Preise für Wohnimmobilien allein (Grafik II.7).

... zum Teil aufgrund der Vermögensverteilung

Einen weiteren Grund zu der Annahme, dass die Auswirkungen isolierter Rückgänge der Preise für Wohnimmobilien vergleichsweise gering sind, liefern Überlegungen zur Vermögensverteilung. In den meisten Ländern, in denen Kredite im Zusammenhang mit Wohnimmobilien stark zugenommen haben, konzentrierte sich dieser Anstieg auf Haushalte mit Erwerbstätigen in der Mitte ihrer Berufszeit und auf Haushalte mit höherem Einkommen, die bereits Wohnimmobilien besaßen. Diese beiden Gruppen verfügen im Allgemeinen schon über umfangreiche finanzielle und andere Ressourcen und sind bei einer Konjunkturabschwung wahrscheinlich einem geringeren Risiko des Arbeitsplatzverlustes ausgesetzt als durchschnittliche Arbeitnehmer. Sie sind deshalb am besten in der Lage, die Risiken zusätzlicher Kredite zu tragen.

Risiken am US-Markt für Kredite an nicht erstklassige Schuldner ...

Eine Ausnahme von dieser Entwicklung könnten die USA sein. Obgleich im gegenwärtigen Konjunkturzyklus in vielen Ländern eine Lockerung der Kreditvergabebedingungen für private Haushalte zu beobachten war, scheint die erhebliche Ausweitung des Marktes auf risikoreichere Kreditnehmer ein US-Phänomen zu sein. Hypothekenkredite an nicht erstklassige Schuldner machen in den USA einen größeren Teil der neuen Hypothekenkredite aus als in anderen wichtigen Volkswirtschaften, und ihr Anteil am gesamten US-Hypothekenmarkt ist gestiegen.

... und entsprechend höhere Ausfallquoten

Kreditverträge mit nicht erstklassigen Schuldnern und andere nicht traditionelle Kontrakte sahen häufig umfangreiche Erhöhungen des Schuldendienstes nach einigen Jahren Laufzeit vor, auch wenn die Marktzinssätze nicht steigen würden. Wenn die Zinszahlungen neu festgelegt wurden, führte dies zu Zahlungsschocks für die Kreditnehmer, die sich nicht wie geplant refinanzieren oder ihr Wohneigentum nicht mit dem gewünschten Wertzuwachs veräußern konnten. Infolgedessen kam es in den USA seit Ende 2006 zu einer starken Zunahme von Verzögerungen und Ausfällen bei der Rückzahlung von Hypothekendarlehen. Obwohl davon vor allem Darlehen an nicht erstklassige Schuldner betroffen waren, stieg auch die Ausfallquote für erstklassige und nahezu erstklassige Kredite mit variablen Zinssätzen und anpassbaren Rückzahlungsraten merklich.

### *Die Rolle versteckter fiskalischer Verbindlichkeiten*

Steigende Sozialleistungen ...

Trotz eines zunehmenden Bewusstseins für die Bedeutung versteckter fiskalischer Verbindlichkeiten haben die staatlichen Sozialsysteme und die Steuerpolitik bislang offenbar kaum Anreize geschaffen, um die privaten Haushalte zu vermehrtem Sparen zu bewegen. Seit 1990 ist der Anteil der staatlichen Sozialleistungen am Gesamteinkommen privater Haushalte in fast allen wichtigen Industrieländern leicht gestiegen. Dieser Trend ist besonders in den Ländern erkennbar, in denen der Anteil der Bevölkerung im Ruhestand aufgrund der demografischen Alterung bereits stark zugenommen hat, wie z.B. in Italien und Japan. Der Anteil der Sozialleistungen am Gesamteinkommen ist

heute in mehreren Ländern, einschließlich der USA, etwas höher als zu vergleichbaren Zeitpunkten in früheren Konjunkturzyklen.

Das Einkommen privater Haushalte profitierte nicht nur von höheren Sozialleistungen, sondern auch von sinkenden Steuern. Im Verhältnis zum Erwerbseinkommen gingen die Einkommen- und Vermögensteuern Ende der 1990er Jahre zurück. Obwohl die Steuerquote in einigen Ländern inzwischen wieder steigt, weil sich der Aufschwung seinem Höhepunkt nähert und weil Kursgewinne realisiert und besteuert werden, bleibt die Quote insgesamt immer noch niedriger als zu Beginn des Jahrzehnts.

... und niedrigere Steuern

Die mit der Alterung der Bevölkerung verbundenen fiskalischen Verbindlichkeiten wecken ernsthafte Zweifel daran, dass sich die beiden erwähnten Trends in Zukunft fortsetzen können. In den nächsten 10–15 Jahren muss in allen wichtigen Industrieländern ein schwindender Anteil der Erwerbsbevölkerung einen rasch steigenden Anteil der abhängigen Bevölkerung unterstützen. Um die derzeitige Höhe der Renten-, Gesundheits- und anderen Sozialleistungen beizubehalten, müssten die Gesamtausgaben für die Altersvorsorge in den nächsten vier Jahrzehnten massiv gesteigert werden (Tabelle II.7). Selbstverständlich müssten für diese Mehrausgaben die Steuern beträchtlich angehoben werden. Wenn hingegen die zusätzlichen Sozialausgaben durch Kreditaufnahmen finanziert würden, könnten die Staatsschuldenquoten weit über die derzeit festgelegten Obergrenzen, beispielsweise die Grenze von 60% des BIP im Euro-Raum, hinauschießen.

Versteckte fiskalische Verbindlichkeiten ...

Empirische Studien legen nahe, dass das Konsum- und Sparverhalten der privaten Haushalte recht sensibel auf Veränderungen der öffentlichen Finanzlage reagieren könnte, insbesondere wenn die staatliche Verschuldung bereits hoch ist. Ein Beispiel mag der seit Beginn dieses Jahrzehnts in Deutschland zu beobachtende schwache Konsum sein, der teilweise der Sorge der privaten Haushalte um ihre zukünftigen Renten- und Gesundheitsleistungen zugeschrieben wurde. Wann genau sich die privaten Haushalte alarmiert fühlen werden, hängt von vielen Faktoren ab, u.a. von der derzeitigen Höhe ihrer Ersparnisse. Doch die wahrscheinlich wichtigsten Faktoren sind der Zeitpunkt und die Art der Reformen der staatlichen Renten- und Gesundheitssysteme.

... irgendwann vielleicht mit Auswirkungen auf das Sparverhalten

Voraussichtlicher Effekt der demografischen Alterung auf die öffentlichen Ausgaben										
	Gesamtausgaben Altersvorsorge		Renten		Gesundheitssystem		Langzeitpflege		Ausbildung	
	Niveau 2005 <sup>1</sup>	Veränderung 2005–50 <sup>2</sup>	Niveau 2005 <sup>1,3</sup>	Veränderung 2005–50 <sup>2</sup>	Niveau 2005 <sup>1</sup>	Veränderung 2005–50 <sup>2</sup>	Niveau 2005 <sup>1</sup>	Veränderung 2005–50 <sup>2</sup>	Niveau 2005 <sup>1</sup>	Veränderung 2005–50 <sup>2</sup>
Europäische Union	22,4	3,8	10,6	2,2	6,4	1,5	0,9	0,6	4,5	–0,5
Japan	19,6	7,1	9,2	0,6 <sup>4</sup>	6,0	4,3	0,9	2,2	3,5	...
USA	16,7	6,0	4,4	1,8 <sup>4</sup>	6,3	3,4	0,9	1,8	5,1	–1,0 <sup>4,5</sup>

<sup>1</sup> In Prozent des BIP. <sup>2</sup> In Prozentpunkten des BIP. <sup>3</sup> Japan: Haushaltsjahr 2006; USA: 2000. <sup>4</sup> Veränderung gegenüber 2000. <sup>5</sup> Einschl. Kinder- und Familienzulagen.

Quellen: Europäische Kommission; OECD.

Tabelle II.7

## *Aussichten für ein geändertes Konsum- und Sparverhalten der privaten Haushalte*

Ungewöhnliche  
Konstellation von  
Konsum und  
Spartätigkeit

Die derzeitige Konstellation rekordverdächtiger Konsumneigung und entsprechend niedriger Sparquote der privaten Haushalte in vielen fortgeschrittenen Industrieländern erscheint ungewöhnlich. Ihre Nachhaltigkeit hängt letztlich davon ab, ob die Erwartungen in Bezug auf das zukünftige permanente Einkommen, die die gegenwärtigen Ausgabenentscheidungen bestimmen, gerechtfertigt sind. Günstige Einkommenserwartungen und Aktivabewertungen scheinen auf kurze Sicht durch eine Reihe von Faktoren untermauert, etwa kräftiges globales Wachstum, steigende Beschäftigung in vielen Volkswirtschaften und nach wie vor niedrige Zinssätze. Gleichzeitig wirft die Ausweitung der Vermögenspositionen der privaten Haushalte wichtige längerfristige Fragen auf, die teilweise bereits in näherer Zukunft aktuell werden könnten.

Unterschiede  
zwischen  
Aktienanlagen ...

Erstens stellt sich die Frage, ob höhere Preise von Vermögenswerten tatsächlich einen Vermögensanstieg der privaten Haushalte darstellen. Wertzuwächse bei den Aktienbeständen entsprechen dann einem größeren Gesamtvermögen, wenn sie zutreffende Erwartungen eines künftigen Produktionswachstums widerspiegeln. Dies könnte beispielsweise auch bedeuten, dass private Haushalte in fortgeschrittenen Industrieländern über international gut diversifizierte Portfolios von Produktivitätssteigerungen in schnell wachsenden aufstrebenden Volkswirtschaften profitieren.

... und Vermögen  
aus Wohneigentum

Beim Wohneigentum führen steigende Preise für einen bestimmten Bestand an Wohnimmobilien zu einer Umverteilung des Vermögens von derzeitigen und künftigen Nutzern dieser Immobilien hin zu deren gegenwärtigen Eigentümern und nicht zu einem Nettovermögensanstieg der privaten Haushalte insgesamt. Die aktuell höheren Konsumausgaben aus dieser Umverteilung könnten in Zukunft durch intensiveres Sparen seitens der künftigen Nutzer wieder ausgeglichen werden. Deren Konsumreaktionen könnten allerdings noch einige Zeit auf sich warten lassen.

Vielleicht noch  
etwas länger  
steigende Kredit-  
aufnahme ...

Eine zweite Frage betrifft die Auswirkungen des gestiegenen Verschuldungsgrads der privaten Haushalte auf ihr Ausgabenverhalten. Es ist ungewiss, ob der erkennbare Konsumschub aufgrund der Kreditaufnahme privater Haushalte anhalten wird. Einerseits könnte die Tatsache, dass private Haushalte Wertzuwächse bei ihren Vermögenspositionen leichter beleihen können und dass das ihnen zur Verfügung stehende Kreditangebot ganz allgemein zugenommen hat, das Konsumwachstum noch einige Zeit stützen. Dies dürfte insbesondere in einem Umfeld andauernder Finanzinnovationen und schärferen Wettbewerbs im Finanzsektor gelten.

... womöglich aber  
erhöhte Reagibilität  
der privaten  
Vermögens-  
positionen

Andererseits hat die steigende Schuldenlast privater Haushalte möglicherweise die Reagibilität ihrer Vermögenspositionen auf finanzielle und makroökonomische Schocks erhöht. Insgesamt erscheint das Verhältnis der Schulden zum Vermögen noch relativ gering, auch wenn es in den letzten Jahren in den englischsprachigen Ländern gestiegen ist. Eine wichtige Frage ist, welche Folgen ein Anstieg der langfristigen Zinssätze von ihrem derzeitigen historisch niedrigen Niveau hätte (Kapitel VI). Viel hinge wohl von den Faktoren ab, die

einem solchen Zinsanstieg zugrunde lägen. Wenn hinter dem Anstieg höhere Wachstumserwartungen stünden, könnten auch die Aktienkurse infolge gesteigerter Gewinnerwartungen zulegen. Im Gegensatz dazu dürften höhere Zinssätze aufgrund steigender Risikoprämien oder höherer Inflation den Barwert der Aktiva in allen Vermögenskategorien nach unten drücken. Dies könnte auch die Fähigkeit der privaten Haushalte zur Steuerung finanzieller Risiken sowie zur zeitlichen Glättung des Konsums verringern.

Drittens stellen versteckte fiskalische Verbindlichkeiten, wie oben erwähnt, ein schwer zu bezifferndes Risiko für die Nachhaltigkeit der hohen Ausgaben privater Haushalte dar. Obwohl es aufgrund der langsamen Entwicklung demografischer Trends und der politischen Dynamik grundlegender Sozialreformen naheliegend ist, dass sich das Konsum- und Sparverhalten privater Haushalte nicht abrupt ändern wird, lassen sich Überraschungen auf dem Weg zu weniger großzügigen, aber tragfähigeren Sozialsystemen nicht ausschließen. Finanzielle Probleme im Zusammenhang mit unterfinanzierten Renten- oder Gesundheitssystemen könnten die Erwartungen der privaten Haushalte beeinflussen und ihre Sparneigung innerhalb relativ kurzer Zeit ansteigen lassen.

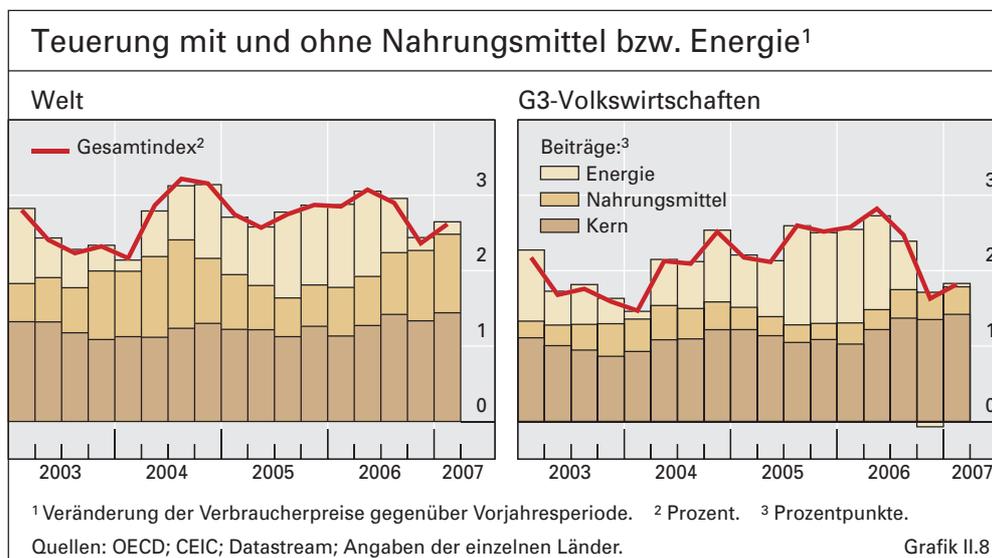
Versteckte  
fiskalische  
Verbindlichkeiten  
als Risiko

## Inflationsentwicklung

### *Inflationsrückgang aufgrund fallender Energiepreise*

Die Inflation spiegelte im Berichtszeitraum weltweit im Wesentlichen die Entwicklung der Energiepreise wider. Im Zuge der Ölpreissteigerungen kletterte die globale Teuerungsrate insgesamt im ersten Halbjahr 2006 auf mehr als 3%, um gegen Ende des Jahres, als die Energiepreise sanken, wieder deutlich zurückzugehen (Grafik II.8). Im zweiten Quartal 2006 erreichte die Gesamtrate in den USA über 4%, den höchsten Stand seit Anfang der 1990er Jahre, fiel aber gegen Jahresende auf 2% zurück. Auch im Euro-Raum trieben die Energiepreise die Gesamtrate in die Höhe. Sie stieg auf 2½% und fiel dann bis

Infolge Ölpreis-  
effekten sinkende  
Inflationsrate ...



Ende 2006 wieder auf ein Niveau unter 2%. In Japan führte der Rückgang der Energiepreise Anfang 2007 zu einer negativen Inflationsrate. Die aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichneten auf Jahresbasis ähnliche Schwankungen des Verbraucherpreisindex, obwohl der Einfluss der Ölpreisentwicklung in einigen asiatischen Volkswirtschaften noch durch staatliche Maßnahmen abgeschwächt wurde (Kapitel III).

... zum Teil aber durch steigende Nahrungsmittelpreise ausgeglichen ...

Im zweiten Halbjahr 2006 wurde der dämpfende Effekt der rückläufigen Energiepreise zum Teil durch eine Verstärkung des Preisanstiegs bei Nahrungsmitteln ausgeglichen. Dies war besonders in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu beobachten, wo Nahrungsmittel in der Regel mehr als 30% des Warenkorbs ausmachen, während ihr Anteil in den fortgeschrittenen Industrieländern rund 15% beträgt. Die Nahrungsmittelpreise stiegen in den aufstrebenden Volkswirtschaften um etwa 7%, vor allem wegen eines Angebotsrückgangs. Beispielsweise gaben die Weizenpreise Anfang 2007 zwar etwas nach, in Dollar gerechnet hielten sie sich aber um rund 25% über dem ein Jahr zuvor beobachteten Stand, weil es aufgrund von Dürren in wichtigen Erzeugerländern wie Australien zu Ernteausfällen gekommen war.

... möglicherweise mit längerfristiger Wirkung

Bis zu einem gewissen Grad könnte der Anstieg der Nahrungsmittelpreise aber auch eine weitere nachhaltige Verschiebung der relativen Preise ankündigen, die dem beobachteten Preisanstieg bei Öl und Basismetallen gegenüber den für den Konsum bestimmten Industriegütern ähnelt. Die Preise für Mais und Sojabohnen haben sich aufgrund des starken Nachfragewachstums deutlich erhöht. Ein wichtiger Grund für diese Entwicklung scheinen Maßnahmen mit dem Ziel zu sein, die Abhängigkeit vom Erdöl durch die Erzeugung von Biotreibstoffen zu verringern. Darüber hinaus könnte im Laufe der Zeit an Bedeutung gewinnen, dass das Einkommenswachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften die Nachfrage nach hochwertigen Nahrungsmitteln steigert, die relativ knapp sind (wie Fisch) oder deren Produktion große Vorleistungen in Form von Futter erfordert (wie Fleisch).

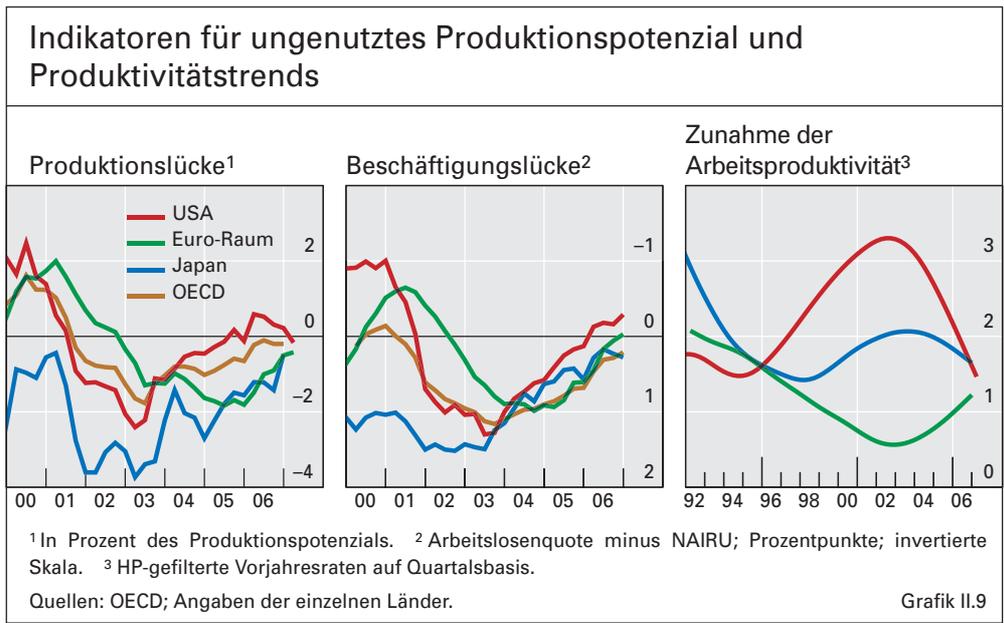
Kerninflation im Aufwärtstrend

Die Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie nahm offenbar das ganze Jahr 2006 über tendenziell zu. Dies scheint zwar den Eindruck zu bestätigen, dass die Überwälzung von Rohstoffpreiserhöhungen auf die Preise anderer Produkte recht begrenzt blieb, könnte jedoch auch darauf hindeuten, dass der zugrundeliegende Inflationsdruck zugenommen hat. In den USA und im Euro-Raum beschleunigte sich die Kerninflation im Verlauf von 2006 und hielt sich bis ins Jahr 2007 hinein auf diesem höheren Niveau. Zwar spiegeln sich darin offenbar zum Teil einmalige Sonderfaktoren wie die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland wider, doch gab es in keinem der beiden Wirtschaftsräume eindeutige Hinweise auf eine Trendumkehr der Kerninflation. In Japan blieb die Kerninflation trotz einer seit Mitte 2006 verzeichneten leichten Aufwärtstendenz im negativen Bereich.

#### *Anhaltende Ungewissheit hinsichtlich des zugrundeliegenden Inflationsdrucks*

Weiterer Anstieg der Kapazitätsauslastung ...

Das kräftige Wirtschaftswachstum, das nun im vierten Jahr in Folge zu verzeichnen war, ging weltweit mit einem weiteren Anstieg der Kapazitätsauslastung einher. Herkömmliche Indikatoren wie die Produktions- und die Beschäftigungslücke lassen darauf schließen, dass das ungenutzte



Produktionspotenzial in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften mehr oder weniger ausgeschöpft ist (Grafik II.9). Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften dürfte die Kapazitätsunterauslastung allmählich schwinden, da die Arbeitslosenquote in vielen Fällen den tiefsten Stand seit mehreren Jahren erreicht hat.

Einiges spricht dafür, dass die sinkende Unterauslastung die Inflationsgefahr erhöht haben könnte. In den USA deuteten vor dem Hintergrund einer angespannten Lage am Arbeitsmarkt verschiedene Messwerte der Arbeitsvergütung auf eine dynamischere Entwicklung hin. In den im Konjunkturzyklus weniger weit fortgeschrittenen Volkswirtschaften wie Deutschland und Japan scheinen die Gewerkschaften Lohnerhöhungen inzwischen energischer einzufordern. Der tatsächliche Lohnanstieg blieb im Euro-Raum allerdings gedämpft. In Japan nahmen die Löhne trotz sinkender Arbeitslosigkeit weiter ab.

Die rückläufige Unterauslastung an den Arbeitsmärkten ging in einigen im Konjunkturzyklus weiter fortgeschrittenen Ländern wie den USA und dem Vereinigten Königreich auch mit einem Anstieg der Lohnquote einher, in Abweichung vom langfristigen Abwärtstrend. Einige Wissenschaftler vertreten die Ansicht, die Vergütung als Anteil am BIP lasse sich als Näherungswert für die realen Grenzkosten der Produktion betrachten, die als ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Inflation gelten. In der Tat kann die zuvor sinkende Lohnquote zusammen mit der Diskrepanz zwischen relativ niedrigen Import- und höheren Inlandspreisen die in den letzten Jahrzehnten beobachtete Disinflation zu einem beträchtlichen Teil erklären (Tabelle II.8).

Dennoch ist es nicht leicht, eindeutige Schlussfolgerungen bezüglich des Einflusses dieser Entwicklungen auf die Inflationsaussichten zu ziehen. Erstens ist die Messung der Kapazitätsauslastung selbst in fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit relativ umfangreichen Statistiken schwierig. Das ungenutzte Produktionspotenzial in aufstrebenden Volkswirtschaften zu beurteilen stellt eine noch größere Herausforderung dar. Somit ist die Unterauslastung auf

... und Anzeichen für Lohndruck

Inflationsrisiken möglicherweise auch aufgrund steigender Lohnquote ...

... doch beträchtliche Unsicherheiten

Veränderung der Inflation und ihrer Beiträge					
	Veränderung des Verbraucherpreisanstiegs <sup>1</sup>	Erklärt durch Veränderung von:		Nachrichtlich: Verbraucherpreisanstieg	
		Lohnquote <sup>2</sup>	Differenz Import-/Inlandspreise <sup>2</sup>	Durchschnitt <sup>3</sup> 1975–89	Durchschnitt <sup>3</sup> 1990–2006
USA	-3,1	-0,8	-0,8	5,4	2,3
Japan	-3,7	-0,6	-1,4	3,7	0,0
Deutschland	-1,3	-0,3	-0,6	3,1	1,8
Frankreich	-6,3	-1,9	-1,3	7,9	1,6
Vereinigtes Königreich	-6,0	-0,4	-3,1	9,0	2,9
Acht OECD-Länder <sup>4</sup>	-4,7	-1,2	-1,8	6,6	2,0

Beiträge berechnet aufgrund einer Regression des Verbraucherpreisanstiegs auf dessen Lags, auf Niveau und Veränderung der Lohnquote sowie auf die Differenz von Import- und Inlandspreisen (beide mit Lags).

<sup>1</sup> Differenz der Durchschnittswerte für die Zeiträume 1975–89 und 1990–2006. <sup>2</sup> Beitrag zur Differenz. <sup>3</sup> Quartalsveränderungen auf das Jahr hochgerechnet; Prozent. <sup>4</sup> Einfacher Durchschnitt von Australien, Deutschland, Frankreich, Japan, Kanada, Schweden, den USA und dem Vereinigten Königreich.

Quellen: OECD; Berechnungen der BIZ. Tabelle II.8

globaler Ebene kaum verlässlich zu quantifizieren. Es herrscht auch beträchtliche Unsicherheit im Hinblick auf die Schwelle der Arbeitslosigkeit, unter welcher mit einem Anstieg der Inflation zu rechnen sein könnte. Empirische Untersuchungen lassen vermuten, dass die inflationsstabile Arbeitslosenquote (NAIRU) in den USA seit Mitte der 1980er Jahre aufgrund verschiedener institutioneller Änderungen am US-Arbeitsmarkt um mindestens 1 Prozentpunkt zurückgegangen ist. Auch die Schätzungen der NAIRU für den Euro-Raum sind in den letzten Jahren in vergleichbarem Umfang gesunken.

Ermittlung von Produktivitätstrends schwierig

Zweitens ist das Produktivitätswachstum schwer einzuschätzen. Tendenziell schwankt es im Zeitverlauf, und gerade die Interpretation der jüngsten Beobachtungen, die häufig noch erheblich korrigiert werden, ist mit vielen Unsicherheiten behaftet. Beispielsweise belief sich die abschließende Korrektur der Schätzungen des Wachstums der Arbeitsproduktivität in den USA seit 2000 auf rund 1 Prozentpunkt pro Jahr. Dies entspricht nahezu der Hälfte der Durchschnittsrate insgesamt. Des Weiteren ist immer schwierig zu beurteilen, in welchem Ausmaß die jüngsten Veränderungen des Produktivitätswachstums strukturelle oder konjunkturbedingte Faktoren widerspiegeln.

Trend der Lohnquote spiegelt vielleicht strukturelle Faktoren wider

Drittens, und damit zusammenhängend, scheint die zukünftige Entwicklung der Grenzkosten der Produktion ungewiss. Die Lohnquote ist in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften seit den frühen 1980er Jahren um rund 4 Prozentpunkte zurückgegangen. Dieser in allen Industrieländern beobachtete Abwärtstrend lässt sich nicht durch konjunkturelle Faktoren erklären. Jüngere empirische Untersuchungen bestätigen die Auffassung, dass der technologische Fortschritt und die Globalisierung zu einer strukturell niedrigeren Lohnquote in den fortgeschrittenen Industrieländern beigetragen haben könnten – möglicherweise, indem sie die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer beschnitten haben.

Viertens schließlich bestehen beträchtliche Unsicherheiten bezüglich möglicher Veränderungen des Inflationsprozesses im Allgemeinen. So soll beispielsweise die Reagibilität der Inflation auf die Unterauslastung im Inland (die entweder an der Produktions- oder an der Beschäftigungslücke gemessen wird) in den letzten beiden Jahrzehnten in einem breiten Spektrum von Ländern abgenommen haben. Es ist jedoch unklar, wie hilfreich diese Beobachtung bei sich wandelnden gesamtwirtschaftlichen Bedingungen ist. Eine Interpretation lautet, dass sich die Phillips-Kurven abgeflacht haben und die Arbeitslosigkeit vielleicht stärker als früher steigen muss, um die Inflation zu senken. Diese Beobachtungen könnten aber auch in übertriebenem Maße (und zufälligerweise) jüngste Phasen hohen Wachstums widerspiegeln, in denen es nicht zu einem Preisauftrieb kam. Läge der Grund in nicht berücksichtigten positiven und vermutlich anhaltenden Angebotsschocks, würde dies die Inflationssteuerung erleichtern, nicht erschweren.

Veränderungen des Inflationsprozesses noch wenig bekannt

Vor diesem allgemeinen Hintergrund ist schwer zu beurteilen, in welchem Ausmaß die Unternehmen höhere Arbeitskosten auf ihre Produktpreise durchschlagen lassen. Hohe Unternehmensgewinne deuten darauf hin, dass die Unternehmen über Spielraum zur Absorption steigender Arbeitskosten durch Margenverengung verfügen. Eine solche Absorption scheint bei dem konjunkturbedingten Lohnquotenanstieg Anfang der 1990er Jahre und um 2000 herum stattgefunden zu haben, und die Folge waren niedrige und stabile Inflationsraten. Bei Umfragen im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich gaben jedoch immer mehr Unternehmen an, ihre Produktpreise erhöhen zu wollen. Dies könnte darauf hinweisen, dass in einem Umfeld starken Nachfragewachstums die Möglichkeit zunimmt, steigende Kosten an die Verbraucher weiterzugeben.

Weitergabe höherer Arbeitskosten durch Unternehmen?

Die hartnäckig niedrige Inflation in Japan könnte als Beispiel dafür angeführt werden, wie die Bewertung der Inflationsaussichten und der entsprechenden Risiken durch die Kombination von strukturellen und konjunkturellen Faktoren erschwert wird. Die Dienstleistungspreise haben sich seit 1999 kaum verändert. Im Vergleich dazu stiegen die Preise für Dienstleistungen in den USA und im Euro-Raum jährlich um 1½–4½%. Dies scheint in engem Zusammenhang mit der schwachen Lohnentwicklung zu stehen, die hohe Gewinne und einen Abbau der Unternehmensverschuldung bei stabilen Preisen gestützt hat. Außerdem sind die Auswirkungen der Deregulierung an den Märkten für bestimmte Güter (etwa bei den Mobilfunkgebühren) und an den Arbeitsmärkten nicht zu vernachlässigen. Auch die rückläufigen Preise sowohl für Importe als auch für im Importwettbewerb stehende Güter spielten eine Rolle. Ganz allgemein implizieren das Wirtschaftswachstum und die wiederhergestellte Finanzstabilität ungeachtet einer weiterhin nahe null liegenden Inflationsrate, dass das Potenzial für eine deflationäre Spirale in Japan derzeit weit geringer ist als vielleicht noch vor fünf Jahren.

Deflation in Japan jetzt weniger bedrohlich?

### *Die Rolle von Inflationserwartungen*

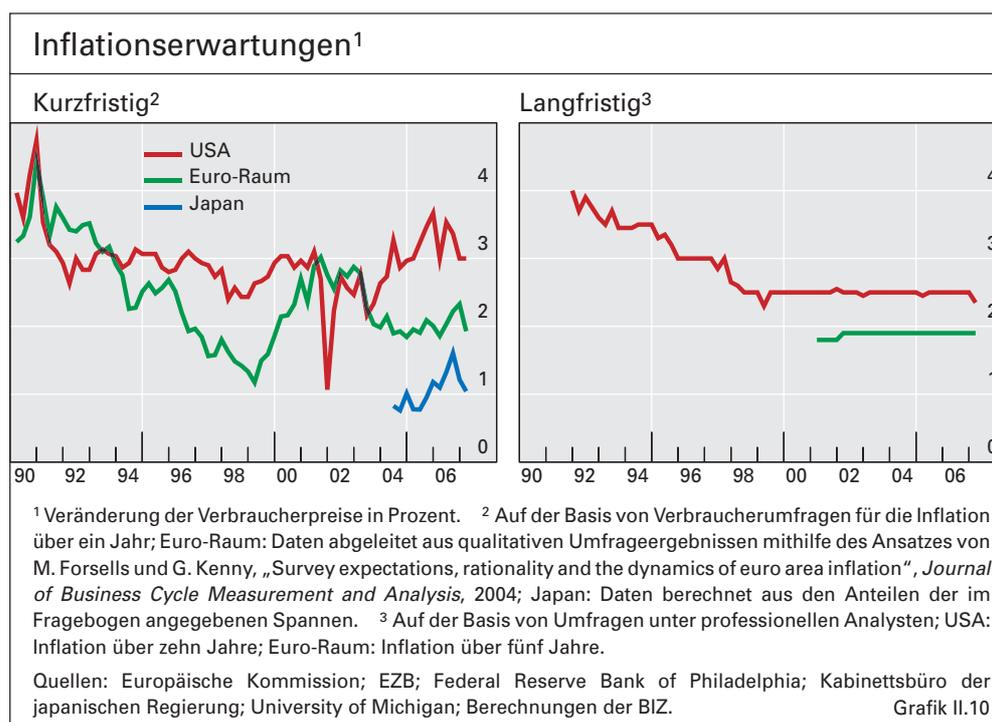
Die relative Stabilität der langfristigen Inflationserwartungen könnte darauf hindeuten, dass die Wirtschaftsakteure eine Gefährdung der Preisstabilität durch die aktuellen Unsicherheiten für unwahrscheinlich halten. Während

Stabile langfristige Inflationserwartungen als gutes Zeichen ...

die Umfragewerte für die kurzfristigen Inflationserwartungen der privaten Haushalte entsprechend der Energiepreisentwicklung schwankten, blieben die Angaben für die langfristigen Inflationserwartungen in den letzten Jahren bemerkenswert stabil. In den USA liegen die dem Survey of Professional Forecasters zu entnehmenden Erwartungen für die am Verbraucherpreisindex gemessene Inflation über zehn Jahre seit 1998 praktisch konstant bei 2½%. Im Euro-Raum sind die auf einer ähnlichen Umfrage basierenden Inflationserwartungen über fünf Jahre mit einem Wert von 1,9% in den vergangenen Jahren ebenfalls sehr stabil geblieben (Grafik II.10). Eine hohe Stabilität findet sich auch in den markt-basierten Messwerten der Inflationserwartungen, beispielsweise den aus langfristigen inflationsindexierten Anleihen abgeleiteten Breakeven-Inflationsraten.

... vielleicht aber auch Anlass für falsche Sicherheit

Allerdings wird die Verlässlichkeit der Indikatoren für die Inflationserwartungen gelegentlich infrage gestellt. Ein Kritikpunkt bezieht sich auf die Qualität der Umfragen bzw. das Vorhandensein zeitabhängiger Risikoprämien und unzureichender Marktliquidität, die den Informationsgehalt marktbasierter Indikatoren einschränken. Eine weitere, grundsätzlichere Kritik betrifft das begrenzte Verständnis des Erwartungsbildungsprozesses. Die Tatsache, dass die langfristigen Inflationserwartungen in den letzten Jahren offenbar gut verankert blieben, sagt möglicherweise nichts darüber aus, ob – und allenfalls inwieweit – diese Erwartungen vielleicht einmal revidiert werden. Stützen sich die Erwartungen z.B. auf bisherige Erfahrungen, wie es von einigen Beobachtern vermutet wird, so könnten sie dennoch rasch steigen, wenn sich die Trendrate der Inflation deutlich ändert oder die Inflationsraten eine bestimmte Schwelle überschreiten.



## Ausblick: eine willkommene Abschwächung von Wachstum und Inflation?

Der Konsens der Prognosen für das laufende Jahr geht von einer Verlangsamung des weltweiten Wirtschaftswachstums auf ein tragfähiges Maß aus. Der breit abgestützte konjunkturelle Aufschwung wird sich 2007 und bis ins Jahr 2008 hinein nach diesen Voraussagen etwas langsamer fortsetzen als 2006 (Tabelle II.9). Vor dem Hintergrund des sich verlangsamenden Wachstums und einer Stabilisierung der Ölpreise wird mit nachlassendem Inflationsdruck gerechnet. Eine weitere Verringerung der Wachstumsdifferenzen dürfte auch zu einem allmählichen Rückgang der derzeitigen Leistungsbilanzungleichgewichte beitragen.

Das gesamtwirtschaftliche Umfeld erscheint in vielerlei Hinsicht günstig: Die Finanzierungsbedingungen sind nach wie vor im Allgemeinen wachstumsfördernd, und die Arbeitslosigkeit ist in wichtigen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften zurückgegangen. Noch wesentlicher ist vielleicht, dass die anscheinend reibungslose Verlagerung der regionalen Wachstumsschwerpunkte während der vergangenen Quartale dafür sprechen könnte, dass die Weltwirtschaft flexibler und widerstandsfähiger geworden ist.

Dennoch ist das Basisszenario mit deutlichen kurzfristigen Risiken behaftet. Die Auswirkungen des Abschwungs am US-Markt für Wohnimmobilien sind bis jetzt womöglich noch nicht in vollem Umfang zu spüren gewesen. Die jüngsten Schwierigkeiten am Markt für nicht erstklassige Hypothekenkredite könnten die Abkühlung am Wohnimmobilienmarkt durch Zwangsverkäufe von Wohnraum und negative Auswirkungen auf das Kreditangebot durchaus noch verstärken. Obgleich Europa und Asien offenbar etwas weniger stark vom Wachstum in den USA abhängen als noch vor ein paar Jahren, erscheint die Stärke des Konsumwachstums in einigen großen

Günstige  
allgemeine  
Prognosen ...

... durch breit  
abgestützte  
wirtschaftliche  
Stärke untermauert

Doch anhaltende  
kurzfristige Risiken  
für Wachstum ...

Wachstum und Inflation						
Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent						
	Reales BIP			Verbraucherpreise <sup>1</sup>		
	2005	2006	2007 <sup>2</sup>	2005	2006	2007 <sup>2</sup>
Insgesamt <sup>3</sup>	4,3	4,8	4,3	3,2	3,2	2,9
Fortgeschrittene Volkswirtschaften <sup>3</sup>	2,4	2,9	2,3	2,3	2,4	1,9
USA	3,2	3,3	2,1	3,4	3,2	2,4
Euro-Raum	1,5	2,8	2,5	2,2	2,2	1,9
Japan	1,9	2,2	2,2	-0,3	0,2	0,1
Vereinigtes Königreich	1,9	2,8	2,7	2,0	2,3	2,3
Sonstige <sup>4</sup>	2,8	2,9	2,8	2,0	2,3	1,8
Aufstrebende Volkswirtschaften <sup>3</sup>	7,0	7,6	7,1	4,5	4,4	4,3

<sup>1</sup> Euro-Raum und Vereinigtes Königreich: harmonisierter Index. <sup>2</sup> Im Mai veröffentlichte Consensus-Prognosen. <sup>3</sup> Durchschnitt der wichtigsten Länder, zu denen Daten von Consensus Economics verfügbar sind. <sup>4</sup> Australien, Dänemark, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz.  
Quellen: Eurostat; © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.9

Volkswirtschaften weiter ungewiss. Außerdem herrscht noch Unklarheit über die mit den schnell wachsenden globalen Handels- und Finanzbeziehungen verbundenen Ansteckungsrisiken. Damit zusammenhängend könnte schließlich ein Konjunkturabschwung protektionistischen Tendenzen Vorschub leisten.

... und Inflation ...

Auch die Inflationsaussichten bleiben unsicher. Die Preise für Energie und andere Rohstoffe haben seit Anfang 2007 wieder angezogen. Darüber hinaus ist der zugrundeliegende Inflationsdruck in den wichtigsten Volkswirtschaften immer noch vorhanden, und es ist unklar, ob die erwartete Wachstumsverlangsamung ausreicht, um den Druck auf die Ressourcen deutlich zu verringern. Gleichzeitig scheint die Kapazitätsauslastung auch in den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften zuzunehmen. Die Beurteilung des Einflusses steigender Löhne auf die Inflation könnte für die Zentralbanken in den fortgeschrittenen Industrieländern eine besondere Herausforderung darstellen, vor allem nach einer so langen Phase gedämpften Lohnwachstums.

... mit möglichem  
künftigem Einfluss  
auf Finanzmärkte

Die Wirtschaftsentwicklung könnte auch davon abhängen, wie die Finanzmärkte auf neue makroökonomische Daten reagieren. Ein die Erwartungen übertreffender Abschwung in den USA sowie Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit des kräftigen Wirtschaftswachstums in anderen Ländern könnten die Risikoprämien ansteigen lassen. Ebenso könnte der Eindruck, dass die Inflation nicht unter Kontrolle sei, eine Neubewertung der Risiken auslösen. Die beiden Phasen erhöhter Volatilität an den Finanzmärkten im Mai/Juni 2006 und im Februar 2007 führen vor Augen, dass negative Überraschungen in Bezug auf die Inflation und das Wirtschaftswachstum die Märkte verunsichern können. Obwohl sich in diesen Fällen die Unsicherheit nicht auf die Realwirtschaft übertrug, kann dies für die Zukunft nicht ausgeschlossen werden.