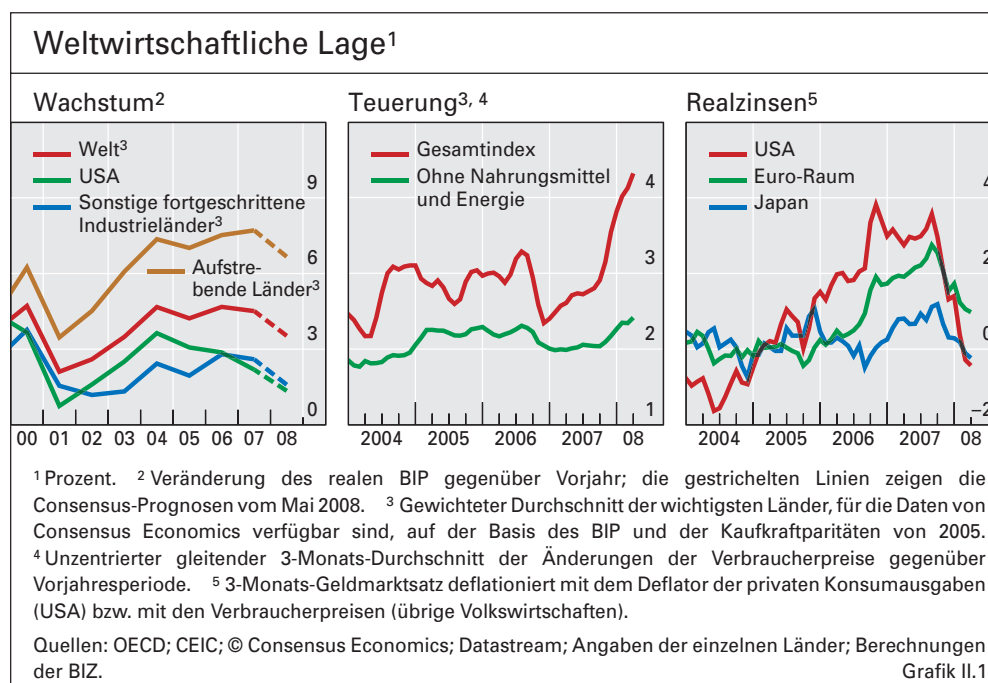


II. Die Weltwirtschaft

Schwerpunkte

Die Turbulenzen an mehreren bedeutenden Finanzplätzen, ausgelöst durch die zunehmende Beachtung des Engagements großer Banken in US-Hypotheken niedrigerer Qualität, erschütterten das Vertrauen von Verbrauchern und Anlegern weltweit. Angesichts einer sich verlangsamenden Expansion in den USA und restriktiverer Finanzierungsbedingungen schwächte sich die Nachfrage in einigen anderen fortgeschrittenen Industrieländern ab (Grafik II.1). Gleichzeitig nahm jedoch die globale Inflation zu, wobei starke Steigerungen bei den Preisen für Energie und wichtige Nahrungsmittel die Entwicklung anführten.

Ungeachtet der Turbulenzen wird in den Consensus-Prognosen nach wie vor davon ausgegangen, dass es nicht zu einer drastischen, synchron verlaufenden Abschwächung der Weltwirtschaft wie im Jahr 2001 kommt, obwohl sich die Konjunktur 2008 deutlich abkühlen wird. Insgesamt besteht das Basisszenario in einem Abschwung in den USA, einem schwächeren Wachstum im Euro-Raum und in Japan sowie einem etwas langsameren, aber dennoch kräftigen Wachstum in den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften. Eine solche Entwicklung brächte nicht nur eine willkommene Entlastung im Hinblick auf den Inflationsdruck mit sich, sondern das in diesem Szenario projizierte Nachfragemuster würde auch einen weiteren Rückgang des US-Leistungsbilanzdefizits bedeuten.



Die anhaltenden Entwicklungen im Zentrum des weltweiten Finanzsystems haben allerdings auch große Unsicherheit bezüglich der Wirtschaftsaussichten ausgelöst. Insbesondere ist das Ausmaß der Verluste, denen sich große Banken letztlich gegenübersehen, nach wie vor schwer einzuschätzen. Die Reaktion des Finanzsektors und seiner Aufsichtsinstanzen wird weitreichende Auswirkungen auf die Weltwirtschaft haben. Eine allgemeine Kreditverknappung in den wichtigsten fortgeschrittenen Industrieländern kann nicht ausgeschlossen werden, und die Folgen für die Nachfrage könnten gravierender ausfallen, als die derzeitigen Consensus-Prognosen anzeigen. Darüber hinaus könnte sich der Abschwung in den USA angesichts der hohen Verschuldung der privaten Haushalte als unerwartet einschneidend und langwierig herausstellen. Auch die Konsequenzen für die aufstrebenden Volkswirtschaften sind nach wie vor ungewiss. Das abrupte Nachgeben der Aktienkurse an den Märkten dieser Länder Anfang 2008 lässt vermuten, dass die Stimmung bereits umgeschlagen haben könnte. Bleiben die Inflationserwartungen trotz erheblicher Preisschocks bei Öl und Nahrungsmitteln fest verankert, wäre eine Lockerung der Geldpolitik möglicherweise hilfreich. Doch selbst unter diesen Umständen ist es fraglich, wie wirksam eine expansivere Geldpolitik sein kann, wenn zur selben Zeit – in dem Bestreben, ihre Vermögenspositionen zu stärken – Banken ihre Kredite rationieren und Wirtschaftsakteure ihre Ausgaben beschneiden.

Die Entwicklung im Überblick

Im vergangenen Jahr war die Entwicklung der Weltwirtschaft von zwei unterschiedlichen Phasen geprägt. In der ersten Jahreshälfte wurde die Nachfrage in den wichtigsten fortgeschrittenen Industrieländern durch günstige Finanzierungsbedingungen, stetiges Einkommenswachstum und ein robustes Geschäftsklima gestützt. Die meisten Volkswirtschaften expandierten in dieser Phase kräftig. In den USA gingen die Wohnungsbauinvestitionen zurück, aber andere Komponenten der Nachfrage, insbesondere der private Konsum und die Unternehmensinvestitionen, entwickelten sich gut. Im zweiten Halbjahr 2007 trat eine Änderung ein: In den USA verschlechterte sich die Lage am Markt für Wohneigentum wie auch am Arbeitsmarkt deutlich, und die Finanzkrise verschärfte sich.

Während die Weltproduktion 2007 mit einer jährlichen Rate von 4½% noch kräftig zulegen konnte, verlangsamte sich das Wachstum in den G3-Volkswirtschaften von annähernd 3% im Jahr 2006 auf weniger als 2½% im Jahr 2007. Die Konjunkturabschwächung griff außerdem auf mehrere andere fortgeschrittene Industrieländer über. Infolgedessen ging das Wachstum des Importvolumens in den fortgeschrittenen Industrieländern, das seit 2004 6–9% betragen hatte, 2007 auf etwas über 3% zurück. Allerdings hat sich dies bisher nur begrenzt auf die aufstrebenden Volkswirtschaften ausgewirkt. Eine starke Inlandsnachfrage u.a. in Brasilien, China und Indien steigerte 2007 das Produktionswachstum der aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt auf über 7½% (Kapitel III).

Diese Verteilung der Wachstumskräfte ging mit mehreren entscheidenden Veränderungen der Weltwirtschaft einher. Erstens nahm der Beitrag der

Veränderung
der globalen
Wachstums-
dynamik ...

... mit geringerem
Wachstum in den
wichtigsten
fortgeschrittenen
Industrieländern ...

Beiträge zu Nachfrage, Konsum und Investitionen weltweit ¹					
Prozent und Prozentpunkte					
	1995	2000	2005	2006	2007
Reales BIP					
Weltweit ²	3,8	4,8	4,2	4,7	4,5
USA	0,6	0,9	0,8	0,7	0,5
Euro-Raum	0,6	0,8	0,3	0,5	0,5
Sonstige fortgeschrittene Industrieländer ³	0,4	0,6	0,4	0,5	0,5
Aufstrebende Volkswirtschaften ⁴	2,2	2,5	2,7	3,0	3,0
Realer Konsum ⁵					
Weltweit ²	3,5	4,7	4,3	4,5	4,7
USA	0,7	1,2	0,8	0,8	0,7
Euro-Raum	0,5	0,6	0,3	0,4	0,3
Sonstige fortgeschrittene Industrieländer ³	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Aufstrebende Volkswirtschaften ⁴	1,9	2,5	2,8	2,9	3,2
Reale Investitionen ⁶					
Weltweit ²	4,6	6,4	7,7	7,1	5,7
USA	1,4	1,5	1,5	0,6	-0,5
Euro-Raum	0,5	1,0	0,6	1,0	0,8
Sonstige fortgeschrittene Industrieländer ³	0,3	0,4	0,8	0,8	0,5
Aufstrebende Volkswirtschaften ⁴	2,4	3,5	4,8	4,7	4,9

¹ Veränderung gegenüber Vorjahr. ² Wachstumsrate in den aufgeführten Volkswirtschaften in Prozent; gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. ³ Australien, Dänemark, Japan, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz, Vereinigtes Königreich. ⁴ Argentinien, Brasilien, Chile, China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Kolumbien, Korea, Malaysia, Mexiko, Philippinen, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Taiwan (China), Thailand, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn, Venezuela. ⁵ Privater Endverbrauch. ⁶ Bruttoanlageinvestitionen.

Quellen: IWF; Datastream; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.1

... aber relativ robuster Konjunktur in den aufstrebenden Volkswirtschaften

aufstrebenden Volkswirtschaften zum globalen Wirtschaftswachstum 2007 erneut zu und bestätigte damit den seit einigen Jahren zu beobachtenden Trend (Tabelle II.1). Zweitens trug der Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen in den fortgeschrittenen Industrieländern zu einer Abschwächung der weltweiten Investitionsnachfrage bei, obwohl die Investitionsausgaben in den aufstrebenden Volkswirtschaften anzogen. Hingegen blieb das globale Konsumwachstum relativ stabil, gestützt von robusten Ausgaben der privaten Haushalte sowohl in den fortgeschrittenen Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Drittens führten diese Veränderungen der Wachstums- und Nachfragetrends zu einer begrüßenswerten Verringerung der globalen Leistungsbilanzungleichgewichte. Das US-Leistungsbilanzdefizit sank von \$ 811 Mrd. im Jahr 2006 auf \$ 692 Mrd. bis zum vierten Quartal 2007 (auf das Jahr hochgerechnet) bzw. im Verhältnis zum BIP von 6,2% auf 4,9%. Dieser Anpassung standen hauptsächlich höhere Defizite in Australien, im Vereinigten Königreich sowie in Mittel- und Osteuropa gegenüber, aber auch etwas geringere Überschüsse in Russland und Lateinamerika. Ungeachtet

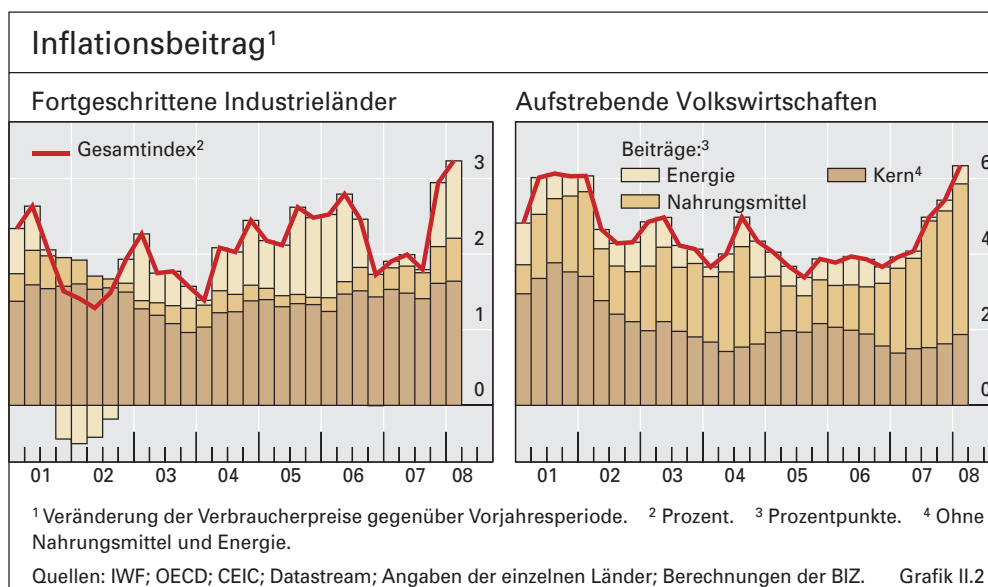
dessen nahm der Leistungsbilanzüberschuss der asiatischen Volkswirtschaften insgesamt deutlich zu. Besonders zu erwähnen ist hier Chinas Überschuss, der 2007 mit \$ 372 Mrd. einen Rekordstand erreichte.

Mehrere negative Schocks haben die Weltwirtschaft 2008 zusätzlich geschwächt. Erstens hat sich der Abschwung im US-Wohnimmobiliensektor verstärkt, und die Preise für Wohnimmobilien sind drastisch gesunken. Anfang 2008 schien die US-Wirtschaft auf ein äußerst schleppendes Wachstum zuzusteuern. Zweitens ließen die Turbulenzen am Hypothekenmarkt und an den mit ihm verbundenen Märkten die Risikoaversion allgemein stark steigen. Trotz vereinter Anstrengungen der Zentralbanken zur Stabilisierung der Interbankmärkte haben sich die Renditenabstände und Zinsspannen seit Juli 2007 erhöht. Angesichts der Verschärfung der Kreditvergabestandards durch die Banken mehrerer fortgeschrittener Industrieländer sind Befürchtungen bezüglich einer möglichen Kreditklemme weit verbreitet. Drittens haben die Rohstoffpreise erneut stark angezogen. In den zwölf Monaten bis April 2008 stieg der Gesamtpreisindex für die wichtigsten Nahrungsmittel um 30%, die Preise für Brent-Rohöl erhöhten sich um über 60%. Der jüngste kräftige Teuerungsschub bei Rohstoffen erfolgte, nachdem die Preise bereits über mehrere Jahre gestiegen waren (Kapitel III).

Derzeitiger Abschwung ab 2008 intensiviert ...

Vor allem aufgrund der höheren Preise für Nahrungsmittel und Energie wurde sowohl in fortgeschrittenen Industrieländern als auch in aufstrebenden Volkswirtschaften eine deutlich höhere Teuerungsrate verzeichnet (Grafik II.2). Selbst diejenigen Inflationsmaße, die Nahrungsmittel und Energie aus dem Verbraucherpreisindex ausschließen, haben sich in vielen Ländern erhöht. Außerdem haben sich die aus Anleihekursen abgeleiteten langfristigen Inflationserwartungen in den USA und in geringerem Maße im Euro-Raum seit dem zweiten Halbjahr 2007 nach oben bewegt. Auch die auf Umfragen basierenden Angaben für die Inflationserwartungen der Verbraucher haben sich in mehreren Ländern erhöht. Ein Grund dafür könnte sein, dass der starke Preisanstieg bei häufig gekauften Artikeln wie Nahrungsmitteln und Benzin zu

... bei steigender Inflation



einer stärkeren Wahrnehmung der bisherigen Inflation geführt hat, was wiederum die Inflationserwartungen ansteigen ließ.

Weltweite Nachfrageentwicklung

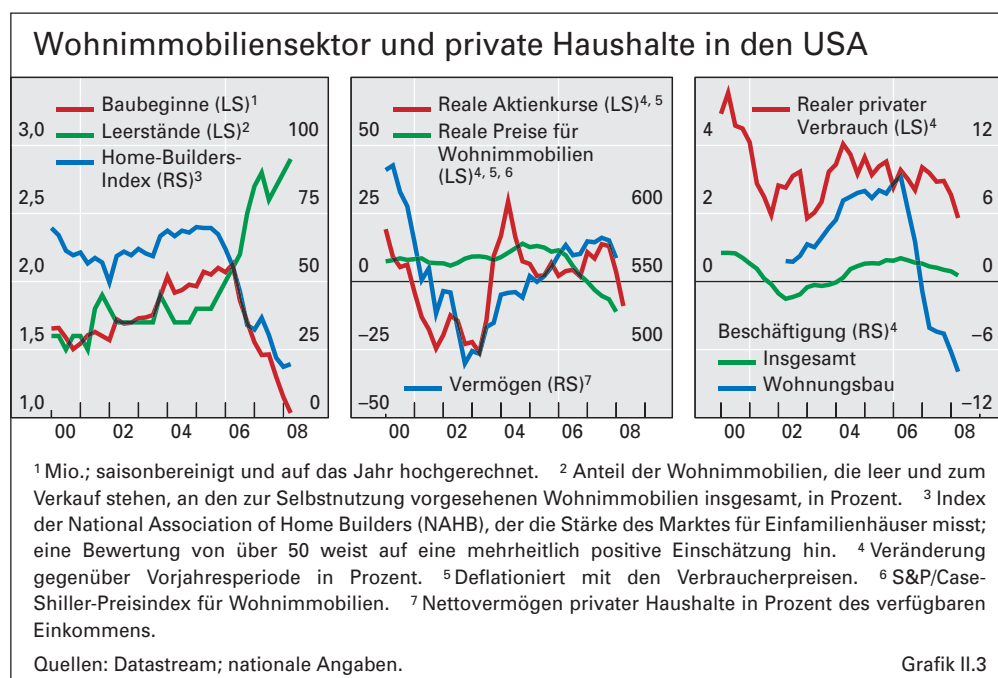
Konjunkturabschwung in den wichtigsten fortgeschrittenen Industrieländern

Abschwächung in den USA gekennzeichnet von erheblichem Überangebot bei Wohnimmobilien ...

Die anhaltende Schwäche des Wohnimmobilienmarktes (Grafik II.3) hat das Wachstum der US-Wirtschaft seit dem zweiten Halbjahr 2006 stark belastet. Die jüngsten Schwierigkeiten an diesem Markt unterscheiden sich von denen in der Vergangenheit insbesondere dadurch, dass der letzte Boom des US-Baugewerbes zu einem viel größeren Überangebot als in früheren Phasen führte: Die Zunahme der Neubauten überstieg das Bevölkerungswachstum bei Weitem. Seit Ende 2006 stehen über 2½% des zur Selbstnutzung vorgesehenen Wohneigentums leer und zum Verkauf – das ist mehr als das Doppelte des Durchschnitts der letzten 50 Jahre. Im Vorfeld der Rezessionen Anfang der 1980er und der 1990er Jahre beispielsweise war die Leerstandsquote deutlich unter 2% geblieben. Obwohl die Zahl der Baubeginne von Wohnimmobilien seit 2006 um rund 60% gefallen ist und ein Niveau erreicht hat, das zuletzt während des Konjunkturtiefs Anfang der 1990er Jahre verzeichnet worden war, dürfte dieser Angebotsüberhang sowohl das Baugewerbe als auch die Preise für Wohnimmobilien noch einige Zeit belasten.

... und Bauspekulation

Vor allem spekulative Faktoren spielten beim Bau von Einfamilienhäusern eine größere Rolle als in der Vergangenheit. Viele neue Häuser wurden über die demografisch bedingte Nachfrage hinaus offenbar zu Wiederverkaufs- bzw. Vermietungszwecken erworben. Infolgedessen stiegen die Investitionen in den Bau von Einfamilienhäusern in Relation zum BIP von 2½% zu Beginn des Jahrzehnts auf einen Rekordstand von 3½% im Jahr 2006.



Anfang 2007 begann der Abschwung am US-Wohnimmobilienmarkt weitere Wirtschaftssektoren zu beeinträchtigen. Investitionen in den Wohnungsbau dämpften das BIP-Wachstum 2007 unmittelbar um 1 Prozentpunkt. Zudem schmälerten rückläufige Preise für Wohnimmobilien und sinkende Aktienkurse das Vermögen der privaten Haushalte (Grafik II.3). Zusammen mit einem generellen Beschäftigungsrückgang und höheren Energiepreisen schwächten diese Entwicklungen den Konsum. Der Wachstumsbeitrag des privaten Verbrauchs sank entsprechend von 2 Prozentpunkten im Jahr 2007 auf 0,7 Prozentpunkte im ersten Quartal 2008. Die Ausgaben für langlebige Güter, die besonders sensibel auf Veränderungen der Vermögenssituation und der Kreditbedingungen reagieren, schrumpften im ersten Quartal 2008 mit einer Jahresrate von 6% erheblich.

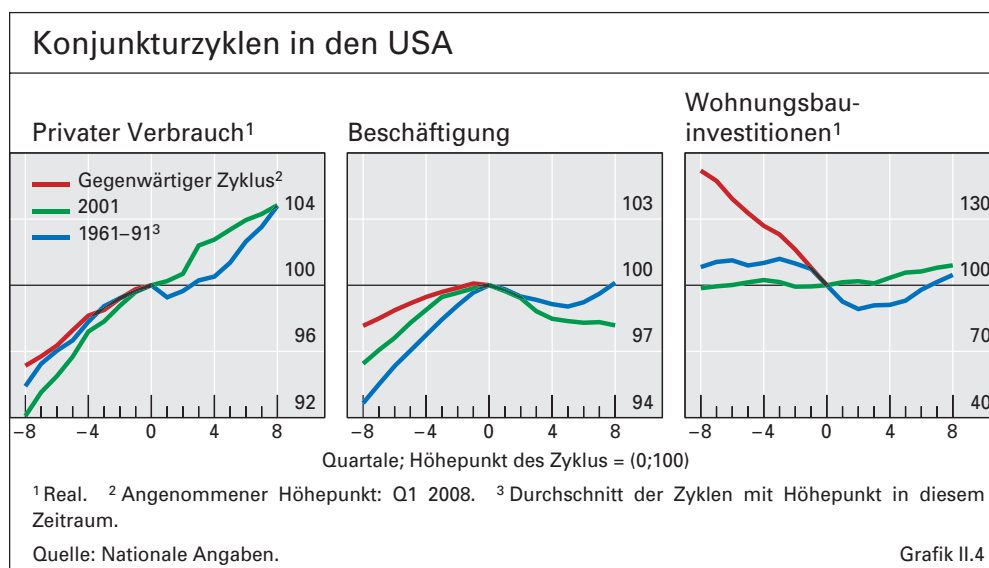
Flaute am US-Wohnimmobilienmarkt mit Auswirkungen auf Konsum ...

Gegenüber vergangenen Konjunkturzyklen weist der derzeitige Abschwung der US-Wirtschaft sowohl Ähnlichkeiten als auch Unterschiede auf. Wie im Vorfeld einer Rezession typisch, nahm der private Verbrauch vor dem jüngsten Konjunkturhoch stetig zu, obwohl das Beschäftigungswachstum unterdurchschnittlich war (Grafik II.4). Angesichts der zurzeit ungewöhnlich niedrigen Sparquote und der ebenfalls ungewöhnlich hohen Verschuldung der privaten Haushalte könnte der Konsum weit schwächer ausfallen als in früheren Zyklen. Die Wohnungsbauinvestitionen sind diesmal bereits kräftiger gesunken als im Vorfeld früherer Konjunkturabschwünge und könnten, wie oben erwähnt, durchaus noch weiter abnehmen.

... und Gefahr einer weiteren drastischen Anpassung

Von entscheidender Bedeutung wird die Entwicklung der Bautätigkeit in den USA im Bereich der gewerblichen Immobilien sein. Im ersten Quartal 2008 verlangsamten sich die entsprechenden Investitionen abrupt, nachdem sie in den Quartalen davor rasant zugenommen hatten. Wie nachstehend erörtert, bleibt das Risiko einer weiteren Abschwächung angesichts verschärfter Kreditbedingungen und negativer Rückkopplungseffekte aus dem Wohnimmobilien-sektor beträchtlich. In der Rezession zu Beginn der 1990er Jahre war der Anteil des Baugewerbes (Wohn- und gewerbliche Immobilien) am BIP von dem 1985 verzeichneten Hoch von 11% auf gut 8% im Jahr 1992 gesunken. Im gegen-

Auch steigende Risiken für Investitionen ...



wärtigen Konjunkturzyklus erreichte das Baugewerbe 2006 einen vergleichbaren Höchststand, doch nahm sein Anteil am BIP bisher lediglich um gut 1½ Prozentpunkte ab.

... doch möglicherweise Schadensbegrenzung dank kräftiger Exporte

Unter den anderen Nachfragekomponenten war bei den Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen ein Rückgang zu verzeichnen; das Ausmaß einer künftigen Korrektur ist allerdings nach wie vor ungewiss. Die am stärksten mit dem Baugewerbe verflochtenen Sektoren der verarbeitenden Industrie dürften erhebliche Einschnitte bei den Investitionen verzeichnen, und eine weitere Abschwächung des Konsums könnte diese Anpassung noch verschärfen, indem sie Nachfrage und Gewinnerwartungen dämpft. Doch im Gegensatz zum Abschwung von 2001 dürfte die Anpassung der Ausrüstungsinvestitionen nach unten diesmal reibungsloser verlaufen, da es zuvor nicht zu Überinvestitionen gekommen war. Außerdem hellte die Dynamik der Nettoexporte das Bild der US-Wirtschaft auf: Ihr Beitrag zum BIP-Wachstum kehrte 2007 in den positiven Bereich zurück und erreichte ½ Prozentpunkt. Dies könnte sich als wichtiger Faktor bei der Steigerung der Investitionen im Bereich der handelbaren Güter erweisen, die in der Zeit der Dollar-Aufwertung gelitten hatten.

Anzeichen von Konjunkturschwäche auch in anderen Volkswirtschaften

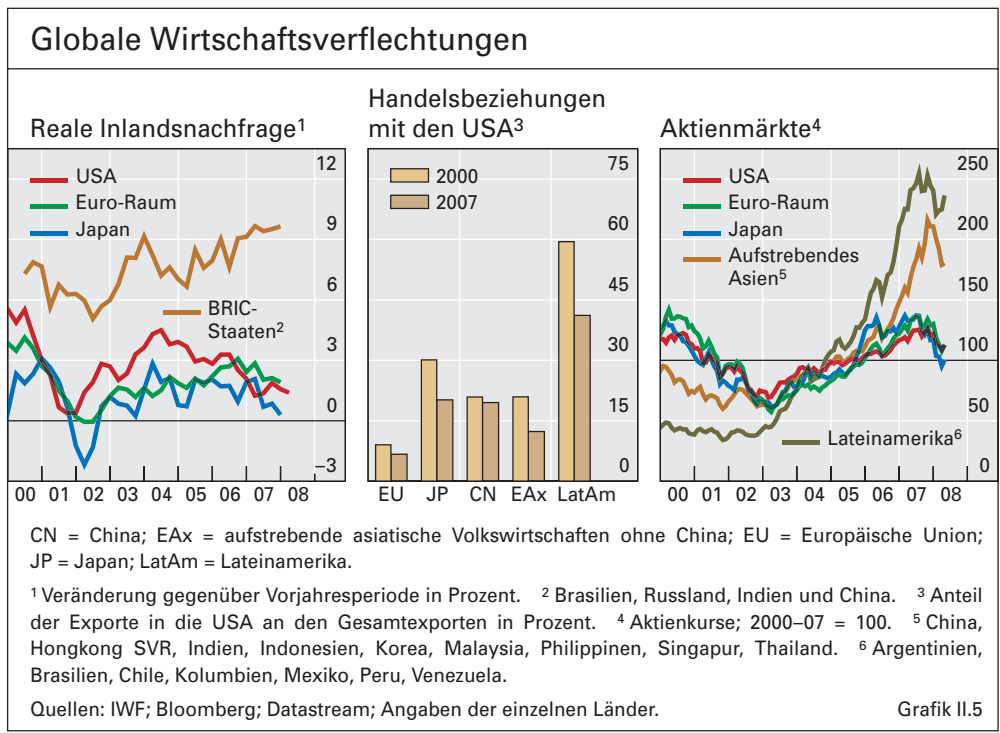
Von den anderen wichtigen fortgeschrittenen Industrieländern wies das Vereinigte Königreich einige Ähnlichkeiten mit den USA auf. Die Expansion der britischen Wirtschaft hatte sich gegen Ende 2007 offenbar verlangsamt, da die restriktive Kreditvergabe und das nachlassende Vertrauen auf den Konsum drückten. Rückläufige Immobilienpreise weckten auch Befürchtungen eines Abschwungs im Baugewerbe. In Kanada begann sich die Konjunktur im Zuge eines Exportrückgangs ebenfalls abzuschwächen, obwohl die gesamtwirtschaftliche Nachfrage noch bis 2007 das inländische Produktionspotenzial überstieg. Zudem wirkte sich die restriktivere Kreditvergabe allmählich auf die Nachfrage aus.

Wachstum im Euro-Raum und in Japan bisher etwas weniger beeinträchtigt ...

Der Euro-Raum und Japan zeigten uneinheitliche Entwicklungen. Das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum verlangsamte sich zwar etwas, blieb aber bis zum ersten Quartal 2008 robust. Insbesondere die Investitionen verzeichneten 2007 ein dynamisches Wachstum. Trotz eines Rückgangs des ifo-Geschäftsklimaindex im April 2008 blieben sie über dem Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre. Der private Verbrauch schwächte sich jedoch gegen Ende 2007 mit dem schwindenden Vertrauen der privaten Haushalte deutlich ab. Außerdem verlangsamte sich das Exportwachstum in den letzten Monaten. Die japanische Wirtschaft setzte ihre Expansion vor allem dank kräftiger Exporte bis ins erste Quartal 2008 hinein ebenfalls fort. Vor dem Hintergrund zunehmender Beschäftigung bis Anfang 2008 blieb der Konsum relativ robust. Doch ein Einbruch der Wohnungsbauinvestitionen ab dem zweiten Halbjahr 2007, der von Änderungen der Bauvorschriften ausgelöst worden war, dämpfte die Dynamik der Inlandsnachfrage. Zudem haben sich die Indikatoren für das Geschäftsklima in den letzten Monaten verschlechtert, und die Gewinnerwartungen sind gesunken.

Internationale Verflechtungen und Wirtschaftsaussichten

Während in den vergangenen Konjunkturzyklen ein Abschwung in den USA häufig mit einer Wachstumsverlangsamung in anderen Teilen der Welt



einherging, spricht einiges dafür, dass solche Effekte im derzeitigen Zyklus gedämpfter ausfallen könnten. In den letzten Jahren gab es tatsächlich verschiedene Entwicklungen, die in diese Richtung weisen. Während die Jahreswachstumsrate der Inlandsnachfrage in den USA von 4,1% im Jahr 2004 auf 1,5% im Jahr 2007 zurückging, nahm sie in Japan von 2% auf 1% ab. Im Euro-Raum dagegen zog diese Rate sogar leicht an – von 1,7% auf 2,2%. Einen noch deutlicheren Kontrast zur Entwicklung in den USA bot die Inlandsnachfrage in den großen aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere in Brasilien, Russland, Indien und China: Hier behielt sie während des gesamten Zeitraums ihr rasches Wachstum bei (Grafik II.5).

Aus den divergierenden Nachfrageentwicklungen schließen einige Beobachter, dass die übrige Welt die von den USA ausgehenden negativen Nachfrageschocks teilweise ausgleichen könne. Diese Hypothese wird u.a. mit dem Argument untermauert, dass die Ungleichgewichte in der übrigen Welt wohl weniger gravierend seien als in den USA. Im Gegensatz dazu war die Konjunkturschwäche von Anfang 2001 durch den Einbruch eines weltweiten Investitionsbooms im IT-Sektor verursacht worden. Die Tatsache, dass der für die USA bestimmte Anteil der Gesamtexporte vieler Länder beträchtlich geschrumpft ist, wird als weiterer Grund dafür angeführt, warum die Wachstumsschwäche in den USA möglicherweise einen begrenzten Einfluss auf die Weltwirtschaft habe.

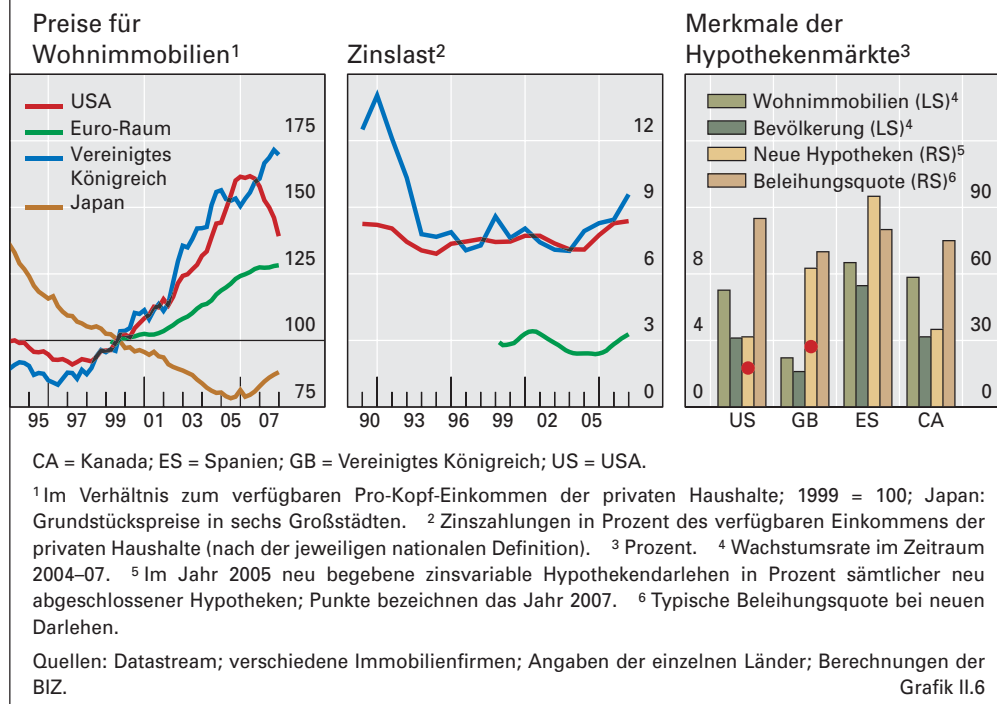
Abgesehen von den USA scheinen die Aussichten für die Inlandsnachfrage in anderen wichtigen Volkswirtschaften insgesamt günstig, wenn auch erhebliche Unterschiede bestehen. Im Euro-Raum wird die Binnennachfrage durch eine breit angelegte Erholung der Unternehmensinvestitionen gestützt. Des Weiteren könnte der jüngste Rückgang der Arbeitslosigkeit im Euro-Raum den Konsum fördern. Mit 7,1% im ersten Quartal 2008 erreichte die Arbeits-

... mit entsprechend unterschiedlichen Nachfragezyklen ...

... und zwar aus verschiedenen Gründen

Nachfrage im Euro-Raum diesmal womöglich widerstandsfähiger ...

Wohnimmobilien- und Hypothekenmarkt



losenquote ihren niedrigsten Stand seit Anfang der 1980er Jahre. Dies macht sich vor allem in Deutschland bemerkbar, wo Strukturreformen zu größerer Flexibilität der Arbeitsmärkte und höherer Erwerbsbeteiligung geführt haben. Auch die Reallöhne ziehen in Deutschland allmählich an, obwohl ihr Wachstum nach wie vor verhalten ist und die Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität immer noch unterschreitet.

... trotz erheblicher Unterschiede innerhalb des Euro-Raums

Innerhalb des Euro-Raums sind bereits unterschiedliche Entwicklungen der Inlandsnachfrage zu erkennen, was u.a. divergierende Tendenzen am Markt für Wohnimmobilien widerspiegelt. Die nominalen Preise in diesem Sektor sind im vergangenen Jahrzehnt im Euro-Raum insgesamt langsamer gestiegen als beispielsweise in den USA oder dem Vereinigten Königreich (Grafik II.6). Dies ist in gewissem Grad auf den Trend in Deutschland zurückzuführen, wo die Preise für Wohneigentum im Zeitraum 2000–07 entweder stagnierten oder leicht rückläufig waren. Frankreich, Irland und Spanien jedoch verzeichneten zu Beginn des Jahrzehnts kräftige Preissteigerungen, die sich dann von 2004 bis 2006 allmählich abschwächten. In einigen Ländern, insbesondere in Spanien, überstieg die Zunahme an Wohnimmobilien ebenfalls das Bevölkerungswachstum, allerdings nicht in dem Ausmaß wie in Nordamerika. Während des Aufschwungs erreichte der Beitrag des Baugewerbes zum BIP in Spanien und Irland 11% bzw. 9% und lag damit deutlich über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 6%. Die höheren Preise für Wohneigentum förderten offenbar auch den Konsum, vor allem in Frankreich und Spanien. Angesichts der Wende in der Preisentwicklung am Wohnimmobilienmarkt und der restriktiveren Kreditvergabe dürfte sich die Nachfrage in diesen Ländern stärker abschwächen als im übrigen Euro-Raum.

In Japan wurde die Inlandsnachfrage von ausgesprochen günstigen Finanzierungsbedingungen gestützt, die zu einem erheblichen Abstand zwischen Anlagerendite und Finanzierungskosten großer Unternehmen der verarbeitenden Industrie geführt haben. Kleinere Unternehmen mit traditionell engeren Gewinnmargen und geringer Preissetzungsautonomie erwiesen sich hingegen als anfälliger gegenüber Kostendruck. Außerdem wurde der Konsum bisher von der Beschäftigung getragen. Obwohl die Nominallöhne nach mehreren Quartalen mit Einbußen Anfang 2008 stiegen, blieb die Reallohnentwicklung schwach. Das Lohnwachstum dürfte wegen mehrerer struktureller Faktoren auch künftig begrenzt bleiben, beispielsweise weil die geburtenstarken Jahrgänge in den Ruhestand gehen und durch geringer entlohnte Beschäftigte ersetzt werden sowie aufgrund einer auffallenden Zunahme des Anteils der Teilzeitbeschäftigten seit Beginn dieses Jahrzehnts. Die schwache Reallohnentwicklung und ihr Einfluss auf das Einkommen der privaten Haushalte, insbesondere im Zusammenhang mit höheren Energiepreisen, dürfte den Konsum weiterhin belasten.

Aussichten für die Inlandsnachfrage in Japan schwächer ...

Wie in Kapitel III erörtert, scheint sich die Inlandsnachfrage in den aufstrebenden Volkswirtschaften dank besserer gesamtwirtschaftlicher Fundamentaldaten und soliderer Vermögenspositionen stärker gefestigt zu haben als in früheren Zyklen. Der stetige Anstieg der Kapitalzuflüsse in vielen dieser Länder hat auch die Investitionsaussichten begünstigt. Höhere Preise für Nahrungsmittel und Öl haben allerdings in den letzten Monaten das Verbrauchervertrauen vor allem in den rohstoffimportierenden asiatischen Volkswirtschaften beeinträchtigt.

... aber in den aufstrebenden Volkswirtschaften besser

Einiges spricht aber auch dafür, dass sich der Einfluss der US-Konjunkturschwäche auf die Weltwirtschaft möglicherweise noch nicht voll entfaltet hat. Die USA sind für etliche Länder – darunter China, Japan, Kanada und Mexiko – nach wie vor ein wichtiger Handelspartner. Die für den US-Hochtechnologie-sektor bestimmten Exporte blieben kräftig, was die negativen Auswirkungen auf den intraregionalen Handel in Asien in Grenzen hielt. Doch dies könnte sich ändern, wenn sich der Abschwung in den USA verstärkt. Sollte sich die US-Konjunkturlaute länger hinziehen, könnten sich das Konsum- und das Geschäftsklima weltweit verschlechtern – der im Januar 2008 beobachtete beträchtliche Kursrückgang an den Aktienmärkten in allen Teilen der Welt hat diese Gefahr verdeutlicht. Des Weiteren sind viele chinesische und japanische Unternehmen auf Exporte in die USA angewiesen, um Investitionen und Beschäftigung aufrechtzuerhalten. Die Investitionstätigkeit in diesen Ländern könnte demnach nicht so selbsttragend sein wie häufig angenommen. In Deutschland stellen die Ausfuhren einen ähnlich wichtigen Nachfragefaktor dar. Dies macht den Euro-Raum anfällig gegenüber einer potenziellen Konjunkturschwäche in anderen Ländern – einschließlich der USA –, und zwar nicht nur wegen direkter Auswirkungen auf die deutsche Wirtschaft, sondern auch aufgrund indirekter Effekte auf Handel und Investitionen innerhalb der Region.

USA bleiben dennoch ein bedeutender Handelspartner

Darüber hinaus dürfte die globale Nachfrage durch mehrere weitere Schocks gedämpft werden, die mit der Abkühlung der Konjunktur in den USA zusammenfallen. Erstens könnte der negative Nachfrageschock durch eine allgemeine Kreditverknappung in den fortgeschrittenen Industrieländern verstärkt

Außerdem Schwächung der globalen Nachfrage durch allgemeine Schocks möglich

werden, was im Folgenden genauer untersucht wird. Zweitens haben beträchtliche Preissteigerungen bei den Rohstoffen, vor allem beim Öl, in den letzten Monaten zu erheblichen Terms-of-Trade-Verlusten der ölimportierenden Länder geführt. Aus einer nach dem Ölpreisanstieg zu Beginn dieses Jahrzehnts durchgeführten Analyse der Internationalen Energie-Agentur (IEA) geht hervor, dass eine Erhöhung der durchschnittlichen Ölimportpreise in den OECD-Ländern um \$ 10 je Barrel binnen einem Jahr das Wirtschaftswachstum um 0,4 Prozentpunkte verringern und die Inflation um 0,5 Prozentpunkte steigen lassen könnte. Die durchschnittlichen Ölimportkosten zogen in den wichtigsten OECD-Ländern in den zwölf Monaten bis Januar 2008 aber bereits um \$ 35 je Barrel an.

Die tatsächlichen Auswirkungen auf das Wachstum hielten sich bisher u.a. deshalb in Grenzen, weil die Unternehmen zögerten oder nicht in der Lage waren, den Ölpreisanstieg in vollem Ausmaß an die Verbraucher weiterzugeben. Auch die Vermögenszuwächse aufgrund höherer Preise für Wohnimmobilien und gestiegener Aktienkurse sowie die bis Mitte 2007 leicht verfügbaren Bankkredite stützten den Konsum. Eine erhebliche Verschlechterung der Aussichten für Beschäftigung und Vermögensbildung könnte jedoch den Effekt höherer Öl- und Nahrungsmittelpreise auf die Ausgaben der privaten Haushalte verstärken, insbesondere in Ländern, in denen der Konsum in beträchtlichem Maße auf dem Schuldenaufbau beruht.

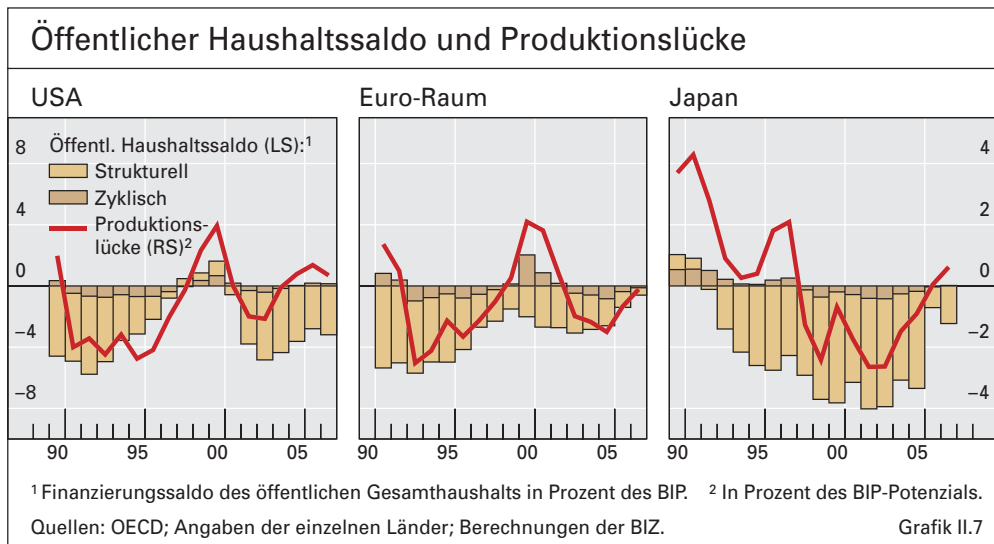
Wirtschaftspolitische Maßnahmen und sonstige Einflussfaktoren der künftigen Nachfrage

Vielleicht Ankurbelung der Nachfrage durch umgehende Maßnahmen der Zentralbanken und niedrigere Leitzinsen ...

Maßnahmen zur Bekämpfung globaler Nachfrageschwächen könnten sich als nützlich erweisen, sofern der Inflationsdruck unter Kontrolle bleibt. Massive liquiditätszuführende Operationen der wichtigsten Zentralbanken könnten die potenziellen Auswirkungen der jüngsten Finanzmarkturbulenzen auf die Finanzierungskosten der Banken in Grenzen gehalten haben. Außerdem wurden in mehreren fortgeschrittenen Industrieländern seit August 2007 die geldpolitischen Zügel gelockert. Allerdings hängt die Wirkung dieser Maßnahmen auf die Nachfrage ganz entscheidend von diversen Faktoren ab. Hier ist als Erstes die Einschätzung von Kreditrisiken zu nennen. In den USA beispielsweise, wo die Geldpolitik am stärksten gelockert wurde, sind die Zinsen für weniger risikobehaftete Kredite an private Haushalte gesunken. Dagegen sind die Zinssätze für risikoreichere Jumbo-Hypotheken und Anleihen mit einem Rating unterhalb Investment-Grade wegen höherer Risikoprämien gestiegen. Ein zweiter Faktor besteht darin, dass die Banken das Kreditangebot auch durch andere Mechanismen als den Preis einschränken und dadurch die Wirkung niedrigerer Leitzinsen reduzieren könnten. Drittens könnte der beträchtliche Schuldenüberhang der privaten Haushalte diese veranlassen, zu sparen statt Ausgaben zu tätigen (wie nachstehend erörtert). Abgesehen von der Frage, wie stark niedrigere Leitzinsen die Gesamtnachfrage tatsächlich ankurbeln können, besteht eine wesentliche Gefahr darin, dass die künftige Flexibilität der Geldpolitik durch den jüngsten Anstieg von Inflation und Inflationserwartungen eingeschränkt wird.

... sowie durch expansive Fiskalpolitik

Die Nachfrage könnte in einigen Ländern auch durch eine expansivere Fiskalpolitik angekurbelt werden. Die automatischen Stabilisatoren werden

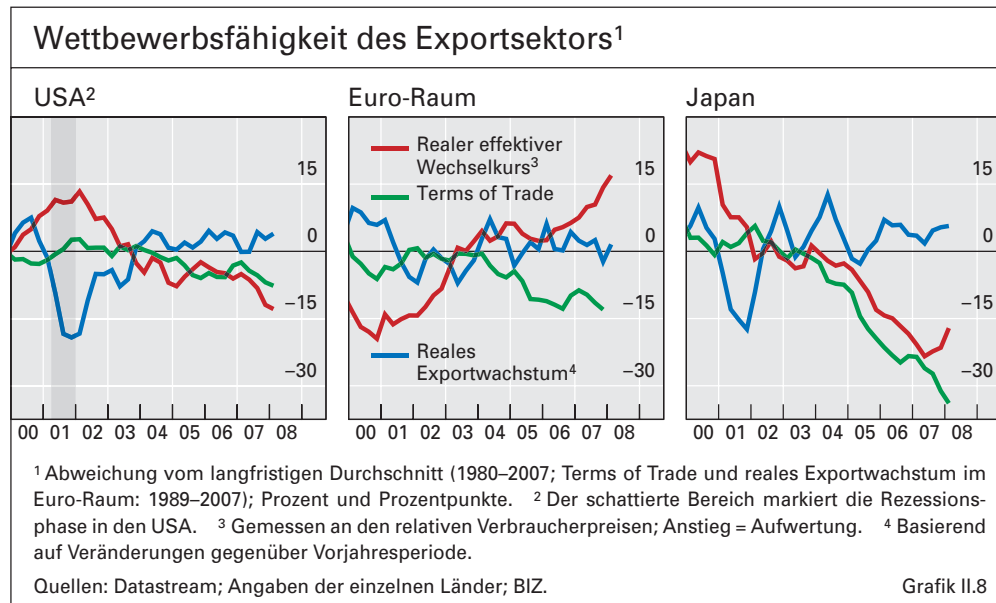


sich bei einer Wachstumsverlangsamung nachfragestützend auswirken, vor allem im Euro-Raum (Grafik II.7). Zudem ist dort das strukturelle Haushaltsdefizit wie im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehen in den letzten Jahren zurückgegangen. Angesichts dieses zusätzlichen Spielraums sehen die Haushaltspläne für 2008 eine leichte Erhöhung des strukturellen Defizits auf 0,9% des BIP vor. In Japan wird für 2008 von einem Rückgang des strukturellen Defizits ausgegangen. In den USA ist die Haushaltsposition alles in allem nach wie vor auf eine Stützung der Nachfrage auf kurze Sicht ausgerichtet. Die jüngsten fiskalpolitischen Anreize, u.a. Nachlässe bei der Einkommen- und Körperschaftsteuer in einer Größenordnung von 1% des BIP von 2007, dürften die Nachfrage 2008 vorübergehend steigern.

Eine wichtige Frage lautet, inwieweit noch Spielraum vorhanden ist, um die Nachfrage durch diskretionäre fiskalpolitische Maßnahmen weiter zu stimulieren. In den USA beträgt die Staatsverschuldung bereits rund 60% des BIP; sie läge noch viel höher, würden ungedeckte Verbindlichkeiten aufgrund von langfristigen Kosten im Gesundheits- und Rentensystem berücksichtigt. Im Euro-Raum könnten geringe Defizite bzw. anhaltende Überschüsse in Deutschland, Österreich und Spanien sowie die den Projektionen zufolge sinkenden Schuldenquoten den Behörden dieser Länder weitere Möglichkeiten eröffnen, die Nachfrage mithilfe der Fiskalpolitik zu stützen. In Griechenland und Italien jedoch lag die Staatsverschuldung Ende 2007 bei etwa 100% des BIP und dürfte laut Projektionen auch in Zukunft hoch bleiben. In fast allen Ländern des Euro-Raums bestehen angesichts der raschen demografischen Alterung unverändert hohe ungedeckte Verbindlichkeiten aufgrund künftiger Ausgaben im Gesundheits- und Rentenwesen. In Japan beläuft sich die staatliche Bruttoverschuldung bereits auf mehr als 180% des BIP, und die impliziten Verbindlichkeiten des öffentlichen Sektors sind ebenfalls beträchtlich. Zwar ist die Steuerquote niedrig und ließe sich zu gegebener Zeit anheben, doch stellt die bereits schrumpfende Bevölkerung eine zusätzliche Erschwernis dar.

Eine weitere Frage betrifft die Wirksamkeit der Fiskalpolitik. Die fiskalischen Multiplikatoren sind in den fortgeschrittenen Industrieländern in den

Spielraum für fiskalpolitische Anreize jedoch von Land zu Land unterschiedlich ...



... und zudem Ungewissheit bezüglich Wirksamkeit

letzten Jahrzehnten offenbar schwächer geworden, sowohl aufgrund der größeren Öffnung dieser Volkswirtschaften als auch wegen der Liberalisierung des Finanzsektors und der entsprechend geringeren Zahl der von Liquiditätsengpässen Betroffenen. Gleichwohl könnten sich zielgerichtete Maßnahmenpakete noch als nützlich erweisen, insbesondere wenn sie für Wirtschaftsakteure, die über keinen Zugang zu Krediten mehr verfügen, größeren Spielraum für Ausgaben schaffen. Befristete Maßnahmen hielten auch spätere Defizite und somit die Wirkung eines etwaigen wahrgenommenen Anstiegs der künftigen Steuerbelastung in Grenzen. Im Falle der USA lassen jüngste Schätzungen darauf schließen, dass die marginale Konsumquote aufgrund temporärer Steuernachlässe mit einem Wert von rund 0,4 beträchtlich sein und die Wirkung dieser Maßnahmen somit rasch zutage treten könnte. Das Auslaufen der Effekte solcher Steuernachlässe dürfte dann allerdings in späteren Phasen das Wirtschaftswachstum belasten.

Dollarabwertung eventuell als Wachstumsstütze in den USA ...

Ein Faktor, der sich auf die Verteilung der globalen Nachfrage ausgewirkt hat, besteht in dem sich wandelnden Wechselkursgefüge. Der reale effektive Wechselkurs des US-Dollars war im April 2008 gegenüber seinem Höchststand vom Februar 2002 um 25% gesunken. Selbst im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt im Zeitraum 1980–2007 hat die Währung erheblich an Wert verloren (Grafik II.8). Ein schwächerer Dollar wird das US-Wachstum weiter stimulieren, weil er sowohl die Exporte als auch die Nachfrage nach Erzeugnissen der inländischen, im Wettbewerb zu Importprodukten stehenden Branchen erhöht. Darüber hinaus steigert ein schwächerer Dollar den Wert der US-Gewinne aus ausländischen Vermögenswerten in der Inlandswährung, was den positiven Handelseffekt noch verstärkt. Gleichzeitig könnte jedoch ein abrupter Wertverfall des Dollars zu höheren Inflationserwartungen führen und die Inflationsbekämpfung erschweren.

... aber starker Wettbewerbsdruck für die Länder des Euro-Raums

Auf der anderen Seite ist der handelsgewichtete Wechselkurs des Euro in den letzten zwei Jahren stark gestiegen. Dadurch wurde der Effekt der in Dollar gerechneten höheren Ölpreise gemildert. Die Aufwertung des Euro dämpft

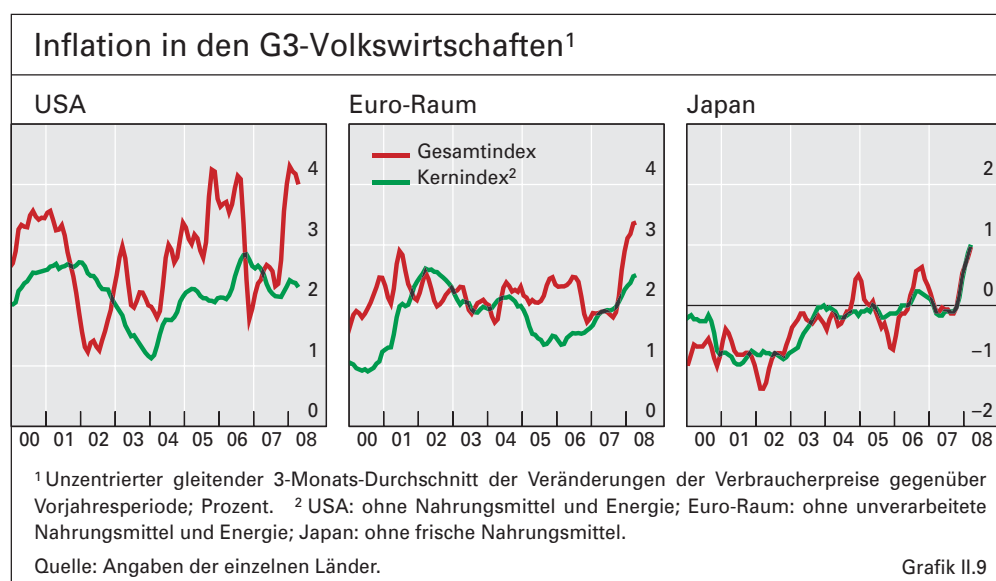
aber auch die Nachfrage nach handelbaren Gütern des Euro-Raums. Dennoch nehmen dank der robusten Nachfrage in den aufstrebenden Volkswirtschaften die Exporte des Euro-Raums – in etwa ihrer langfristigen Wachstumsrate entsprechend – weiter zu. In der deutschen verarbeitenden Industrie wurden die negativen Wettbewerbseffekte einer stärkeren Währung zum Teil durch ein höheres Produktivitätswachstum ausgeglichen. In anderen Ländern des Euro-Raums (z.B. Italien und Spanien) ist die Wettbewerbsfähigkeit jedoch gesunken. In Japan trugen die deutlichen Einbußen, die der reale effektive Wechselkurs des Yen in den vergangenen Jahren verzeichnete, zur Förderung der Exporte bei.

Inflationsentwicklung in den fortgeschrittenen Industrieländern

Zunehmende Inflationsrisiken

Seit Anfang 2007 drastisch ansteigende Rohstoffpreise haben in den fortgeschrittenen Industrieländern zu deutlich höheren Teuerungsraten geführt. Die am Verbraucherpreisindex gemessene Inflationsrate betrug im April 2008 gegenüber dem Vorjahreszeitraum in den USA rund 4% und im Euro-Raum über 3%; in Japan hatte sie im März schließlich die 1%-Marke überschritten (Grafik II.9). In den USA stiegen die inländischen Energiepreise in den zwölf Monaten bis April 2008 um über 15%, während die Preise für Nahrungsmittel und Getränke um etwa 5% zulegten – so stark wie seit fast zwei Jahrzehnten nicht mehr. Im Euro-Raum nahmen die Energiepreise um über 10½% und die Nahrungsmittelpreise um 6% zu. In den USA und im Euro-Raum machten die Energiepreise rund ein Drittel des Verbraucherpreisanstiegs aus. Darüber hinaus zog die Kerninflation (nach der jeweiligen nationalen Definition), die bis 2006 relativ gedämpft gewesen war, im Euro-Raum und in Japan an. In den USA blieb der Anstieg des Kernindex der Verbraucherpreise bis April 2008 vergleichsweise stabil.

Höhere Inflation vor allem durch Rohstoffpreise ...



Treffsicherheit der Inflationsprognosen ¹						
	Prognosezeitraum: Jan. 2001–April 2003		Prognosezeitraum: Mai 2003–Sept. 2005		Prognosezeitraum: Okt. 2005–März 2008	
	Gesamt- inflation	Kern- inflation ²	Gesamt- inflation	Kern- inflation ²	Gesamt- inflation	Kern- inflation ²
US-VPI	0,88	0,86	0,67	0,79	1,05	1,14
US-PCE-Deflator ³	0,51	0,48	0,79	0,90	0,87	0,98
Euro-Raum HVPI	0,52	0,87	0,32	0,34	0,64	0,84
Japan VPI	0,93	0,70	0,40	0,28	0,54	0,50

¹ Wurzel aus dem mittleren quadratischen Fehler (RMSE) von 12-Monats-Inflationsprognosen außerhalb der Stichprobe auf Basis der Regression der jährlichen Gesamtinflationsrate entweder auf die Gesamtinflation oder auf die Kerninflation (Schätzperiode: Januar 1991 – Dezember 2000). Die schattierten Flächen zeigen die jeweils kleinere RMSE innerhalb des jeweiligen Prognosezeitraums. ² USA: ohne Nahrungsmittel und Energie; Euro-Raum: ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie; Japan: ohne frische Nahrungsmittel. ³ Deflator der privaten Konsumausgaben

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ. Tabelle II.2

... führt zur Frage der Inflationspersistenz ...

Ausschlaggebend wird sein, ob die hohen Preise für Nahrungsmittel und Öl von Dauer sein werden. Wenn die langfristige Nachfrage weiterhin schneller wachsen wird als das Angebot an wichtigen Rohstoffen, ist ein nachhaltiger Anstieg der Nahrungsmittel- und Energiepreise durchaus möglich. Die Verteuerung der Nahrungsmittel für den Endverbraucher dürfte in vielen fortgeschrittenen Industrieländern für einige Zeit kräftig bleiben, da die gestiegenen Erzeugerpreise an den Einzelhandel weitergegeben werden und der Kostendruck die Margen der Unternehmen in nicht tragbarem Maße schmälert.

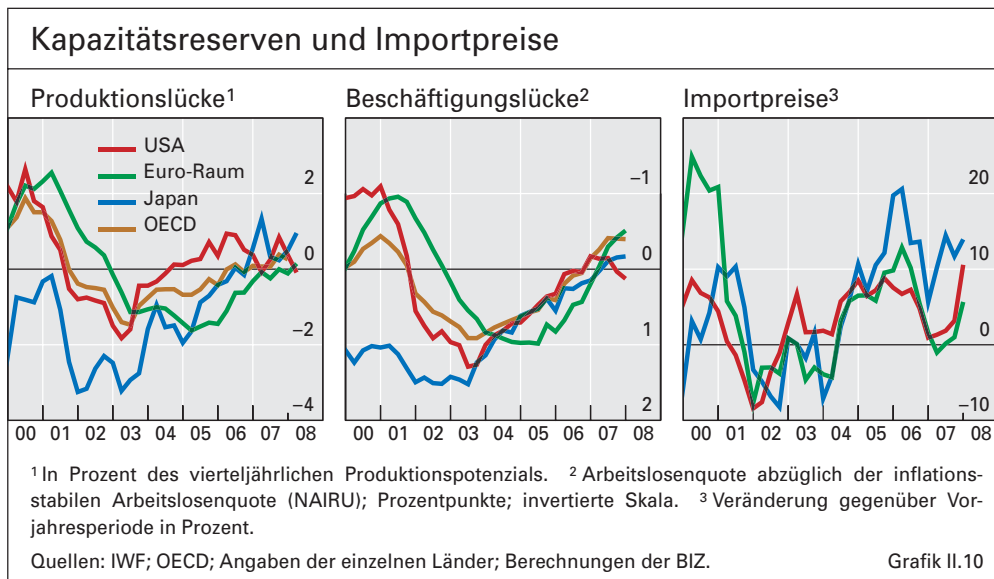
... und Beurteilung des Inflationsdrucks wird zur Herausforderung für Währungsbehörden

In der Vergangenheit folgte der Verbraucherpreisanstieg tendenziell der Kerninflation, vor allem weil die Ausschläge von Nahrungsmittel- und Ölpreisen kurzlebige Angebotsstörungen widerspiegeln. Dadurch sahen sich manche Zentralbanken darin bestärkt, sich auf die Kerninflation als Messgröße für den zugrundeliegenden Preisdruck zu konzentrieren. Doch der lang anhaltende Anstieg der Rohstoffpreise der letzten Jahre hat diese Beziehung geschwächt (Tabelle II.2). Im Euro-Raum beispielsweise war in den vergangenen drei Jahren der Verbraucherpreisanstieg ein deutlich besserer Vorlaufindikator für die Inflation in einem Jahr als die Kerninflationsrate. Auch in den USA wurden seit Mitte 2003, als der Energiepreisanstieg einsetzte, mit der Gesamtrate etwas bessere Inflationsprognosen erreicht als mit der Kerninflationsrate. In Japan hingegen hat sich gezeigt, dass die Messgröße Kerninflation gemäß der dort verwendeten Definition nach wie vor ein besserer Vorlaufindikator für die Entwicklung der Verbraucherpreise insgesamt ist, wobei dies im Wesentlichen darauf zurückzuführen sein könnte, dass die Kerninflation die Energiepreise einschließt.

Bestimmungsfaktoren der Kerninflation

Erwartung steigender Kapazitätsreserven in wichtigen fortgeschrittenen Industrieländern ...

Angesichts der grundlegenden Einflussfaktoren stellt sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt die Frage, ob die Kerninflationsrate zunimmt und sich in Richtung Verbraucherpreisanstieg bewegt oder ob eher das Umgekehrte eintritt. Die Produktion ist in vielen fortgeschrittenen Industrieländern offenbar im



Rahmen des Potenzials geblieben und könnte in Zukunft sogar darunter liegen (Grafik II.10). Messgrößen der Beschäftigungslücke deuten auf zunehmende Kapazitätsreserven in den USA hin. In anderen fortgeschrittenen Industrieländern sind die Arbeitslosenquoten zwar noch immer niedrig, aber ungünstigere Nachfragebedingungen könnten künftig die Beschäftigung beeinträchtigen. Unter dem Strich dürfte der Nachfragedruck auf die Kerninflation deshalb weiterhin verhalten sein.

Auch die jüngste Entwicklung der Lohnstückkosten in den G3-Volkswirtschaften fiel moderat aus. In den USA ging die Wachstumsrate der Lohnstückkosten im ersten Quartal 2008 im Vergleich zum Vorjahr auf 0,2% zurück; damit kam der Aufwärtstrend, der im ersten Halbjahr 2007 noch zu Werten von über 4% geführt hatte, zum Stillstand. Im Euro-Raum, wo das Wachstum der Lohnstückkosten mit rund 1½% in den letzten Jahren gemäßigt und stabil gewesen war, stieg die Rate im vierten Quartal 2007 auf etwa 2%. In Japan sind die Lohnstückkosten in den vergangenen Jahren gesunken, was zum Teil auf fallende bzw. nur langsam steigende Nominallöhne zurückzuführen war.

Künftige Veränderungen der Lohnstückkosten werden in hohem Maße von der Entwicklung der Löhne abhängen. In mehreren fortgeschrittenen Industrieländern ist seit den 1980er Jahren der Anteil der Löhne an der gesamten Wertschöpfung zurückgegangen; dementsprechend ist der Anteil der Gewinne gestiegen. Jedoch gab es in der letzten Zeit – insbesondere in Europa – Forderungen nach höheren Löhnen. In Deutschland z.B. haben etliche Gewerkschaften nach einer langen Phase schwacher bzw. rückläufiger Reallohne stärkere Lohnzuwächse für 2008 gefordert. Eine einmalige Anpassung der Löhne nach einer Phase erheblicher Produktivitätsgewinne muss sich nicht unbedingt als inflationär erweisen, da sie durch einen Rückgang der Gewinnspannen auf frühere Werte teilweise ausgeglichen werden könnte. Ein anhaltender Anstieg der Löhne dagegen könnte zu beträchtlichen Inflationsrisiken führen, indem er die Unternehmen veranlasst, ihre Preise anzuheben.

... Lohnstückkosten
vermutlich
keine größere
Bedrohung ...

Inflation und Überwälzeffekte						
	Von Rohstoff- zu Importpreisen ¹		Von Wechselkursen zu Importpreisen ¹		Von Importpreisen zum VPI-Kernindex ²	
	1971–89	1990–2007	1971–89	1990–2007	1971–89	1990–2007
USA	0,29 **	0,22 **	0,47 **	0,16 *	0,33 **	0,14
Japan	0,35 **	0,27 **	0,74 **	0,40 **	0,23 **	0,02
Deutschland	0,22 **	0,17 **	0,37 **	0,23 **	0,17 **	-0,07
Frankreich	0,19 **	0,10 **	0,77 **	0,03	0,27 **	-0,08
Vereinigtes Königreich	0,20 **	0,12 **	0,68 **	0,46 **	0,25 *	0,14
Italien	0,31 **	0,25 **	0,66 **	0,41 **	0,32 **	0,49

Anmerkung: ** und * zeigen eine signifikante Abweichung von null auf dem 99%- bzw. 95%-Konfidenzniveau an.

¹ Prozentuale Veränderung der Importpreise bei einem Anstieg der Rohstoffpreise um 1% (gemessen in Landeswährung) bzw. bei einer Abwertung der Währung in nominaler effektiver Betrachtung um 1%. ² Prozentuale Veränderung des Kernindex der Verbraucherpreise bei einem Anstieg der Importpreise um 1%.

Quellen: Schätzungen der BIZ auf Basis von Daten der OECD, des Hamburgischen WeltWirtschaftsinstituts (HWWI) und nationaler Stellen. Tabelle II.3

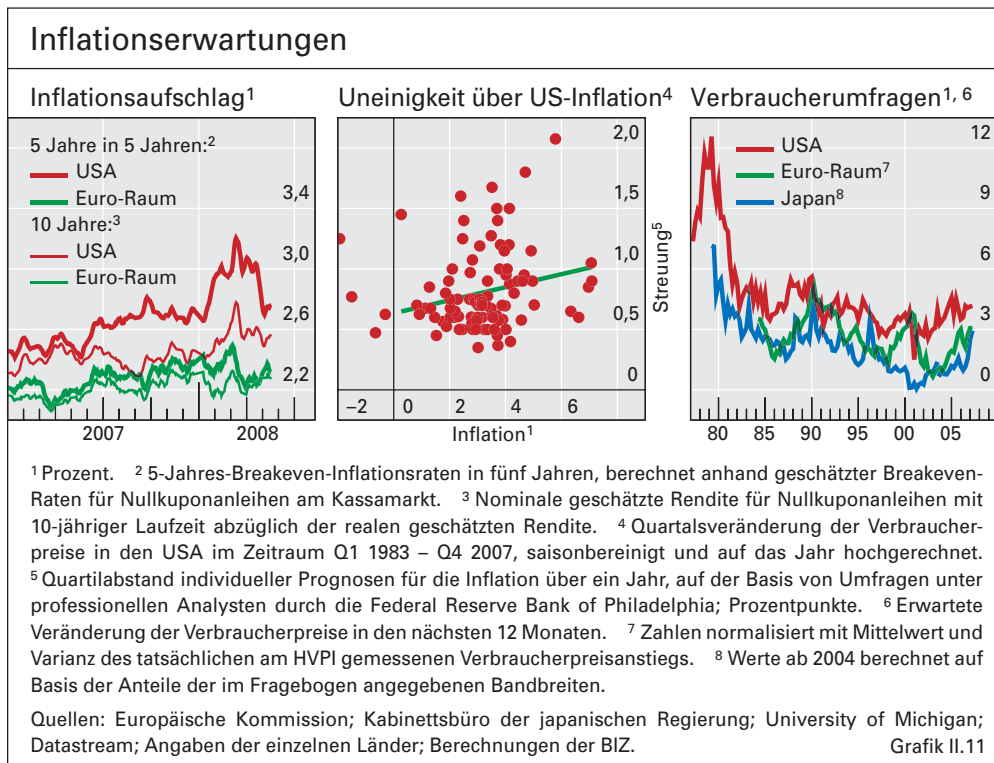
... doch
nachlassender
disinflationärer
Druck infolge
Globalisierung

Im Zusammenhang mit der weiteren Entwicklung der Inflation stellt sich auch die Frage, wie stark der von der Globalisierung ausgehende Abwärtsdruck auf die Inflation nachlässt – oder sich gar umkehrt. Ein Faktor ist die in letzter Zeit anhaltende Rohstoffnachfrage, die hauptsächlich auf das dynamische Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften zurückgeht. Dies scheint weltweit vermehrt zu Ressourcenengpässen und folglich zu steigenden Preisen für die wichtigsten Rohstoffe und Nahrungsmittel zu führen.

Als zweiter Faktor kommt hinzu, dass die Reallöhne in einigen billig produzierenden Ländern, beispielsweise in China, in die Höhe geschneit sind, was zum Teil einem Mangel an qualifizierten Arbeitskräften sowie erhöhten Mindestlöhnen zuzuschreiben ist (Kapitel III). Dies hat in der Tendenz zu steigenden Preisen für Industriegüter geführt, die aus aufstrebenden Volkswirtschaften importiert werden. Diese jüngsten Entwicklungen legen nahe, dass der Aufholprozess der aufstrebenden Volkswirtschaften anhaltenden Aufwärtsdruck auf die Importpreise ausüben dürfte. Ein länderspezifischer Faktor, der insbesondere in den USA und im Vereinigten Königreich einige dieser Preiswirkungen verstärkt haben dürfte, sind die deutlichen Einbußen der jeweiligen realen Wechselkurse in den letzten Monaten.

Kostenüberwälzung
offenbar immer
noch gering ...

Es gibt derzeit noch keine sicheren Belege dafür, dass sich der in den 1990ern und zu Beginn der 2000er Jahre festgestellte Trend, Veränderungen der Rohstoffpreise und Wechselkurse in wesentlich geringerem Maße auf die Import- und Verbraucherpreise überzuwälzen, in den vergangenen Jahren umgekehrt hat (Tabelle II.3; Tabelle II.2 im 75. *BIZ-Jahresbericht*). Das Maß, in dem Überwälzungen stattfinden, ist nach wie vor geringer als während der 1970er und 1980er Jahre. Dies lässt sich teilweise damit erklären, dass ausländische Exporteure in der Lage waren, ihre Preise in der Währung des importierenden Landes konstant zu halten – entweder durch Anpassung ihrer Gewinnspannen bzw. derjenigen ihrer lokalen Vertriebspartner oder durch



entsprechende Produktivitätssteigerungen. Das würde auch darauf hindeuten, dass die langfristigen Inflationserwartungen verankert geblieben sind.

Dennoch könnte es verstärkt zu Überwälzeffekten kommen. Außerhalb der USA sind die Margen, die sich die Exporteure während der Dollaraufwertung aufbauen konnten, inzwischen deutlich schmaler geworden, und es dürfte immer schwieriger werden, Produktivitätszuwächse zu erzielen. Darüber hinaus könnten umfangreiche und anhaltende Steigerungen der Rohstoffpreise bzw. Währungsabwertungen früher oder später eine Verschiebung der Inflationserwartungen nach oben verursachen. Dies könnte künftig zu größeren Preisanpassungen bei Gütern führen, die im Kernindex der Verbraucherpreise enthalten sind.

Die Inflationserwartungen dürften in diesem Zusammenhang eine entscheidende Rolle spielen. Nachdem über weite Strecken des Jahres 2006 die langfristigen marktbasierenden Messwerte der erwarteten Inflation in fünf Jahren abgenommen hatten, war 2007 in wichtigen fortgeschrittenen Industrieländern ein Anstieg zu verzeichnen (Grafik II.11), obwohl die Werte Anfang 2008 wieder etwas zurückgingen. Die Zunahme war insbesondere in den USA sehr ausgeprägt, wo die höhere Inflation auch mit einer größeren Streuung der Inflationserwartungen von professionellen Analysten einherging. Inwieweit allerdings Anleihekurse die Inflationserwartungen in der jetzigen Lage präzise wiedergeben, ist unklar. Beispielsweise könnten die bei den jüngsten Anspannungen an den Märkten für Staatsanleihen festgestellten beträchtlichen Liquiditätseffekte die Volatilität der gemessenen Inflationserwartungen beeinflusst haben. Ein Anstieg der Prämien für das Inflationsrisiko (und nicht die Erwartungen in Bezug auf die künftige Inflation) könnte ein zusätzlicher

... könnte künftig aber zunehmen

Langfristige Inflationserwartungen in jüngster Zeit gestiegen ...

Faktor gewesen sein, obwohl dies eher für den Euro-Raum als für die USA gelten mag (Kapitel VI). Die Möglichkeit, dass eine Verschiebung der Inflationserwartungen nach oben eingesetzt hat, wird aber noch durch eine andere Beobachtung gestützt. Die in Umfragen bei den privaten Haushalten ermittelten kurzfristigen Inflationserwartungen liegen zwar im Allgemeinen weiterhin unter den Werten der 1980er Jahre, sind jedoch in den wichtigsten fortgeschrittenen Industrieländern im vergangenen Jahr tendenziell gestiegen.

... und Schwächung ihrer Verankerung möglich

Eine wichtige Frage für die Geldpolitik ist, wie fest die Verankerung der Inflationserwartungen im Falle ungünstiger Inflationsschocks tatsächlich ist. Einerseits könnte es sein, dass die Inflationserwartungen zukunftsgerichtet sind und sich im vergangenen Jahrzehnt dank einer glaubwürdigeren Geldpolitik besser verankern konnten. Andererseits ist es möglich, dass die Erwartungen im Wesentlichen vergangenheitsorientiert sind und z.B. auf den eigenen Erfahrungen der Akteure des privaten Sektors beruhen. In diesem Fall könnten die Erwartungen aufgrund des zuvor günstigen Inflationstrends gering geblieben sein, nicht zuletzt da ein größeres effektives Arbeitskräfteangebot weltweit für niedrige Industriegüterpreise sorgte. Die einfache Tatsache, dass die langfristigen Inflationserwartungen in den letzten Jahren offenbar gut verankert geblieben sind, liefert keine konkreten Anhaltspunkte dazu, ob und inwieweit diese Erwartungen sich vielleicht einmal umkehren und was eine solche Umkehr auslösen könnte.

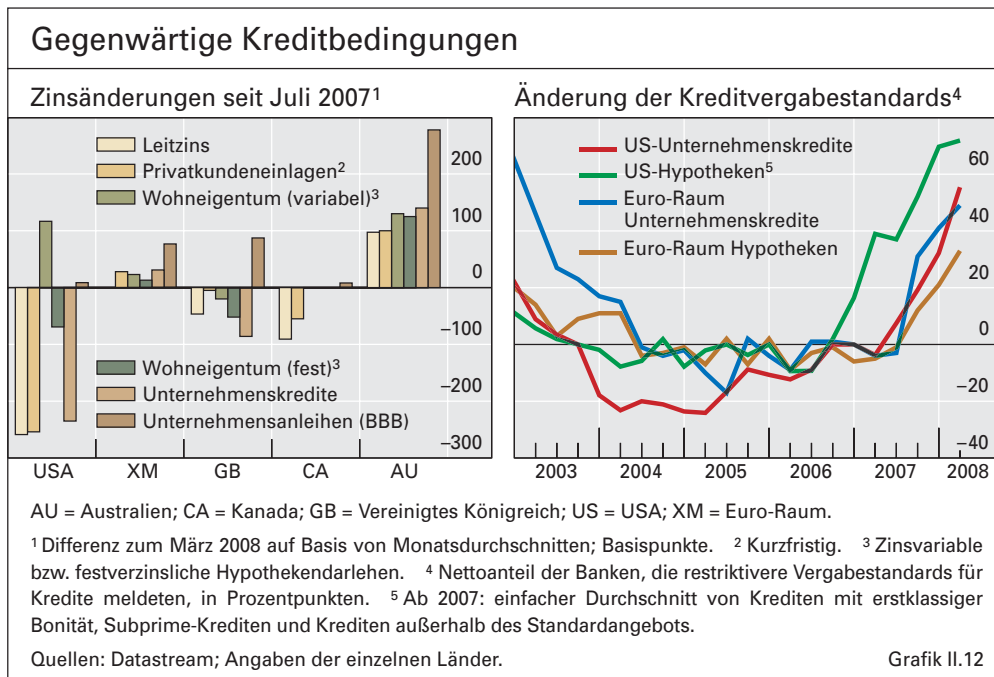
Preisanstieg bei häufig gekauften Gütern verdeutlicht dieses Risiko

Wenn die Inflationserwartungen vergangenheitsorientiert sind, könnte der jüngste tendenzielle Anstieg der Preise für Nahrungsmittel und Energie durchaus besonders ungünstige Auswirkungen auf die Inflationserwartungen haben. Es gibt vereinzelte Hinweise dafür, dass große Preisveränderungen bei einigen wenigen augenfälligen Gütern, die von vielen häufig gekauft werden (z.B. Brot, Fleisch, Milch und Benzin), eher dazu führen, dass die Inflation in der Öffentlichkeit stärker wahrgenommen wird, als Änderungen der Preise von Gütern, die seltener gekauft werden. Erhebungen im Euro-Raum zeigen, dass die „gefühlte“ Inflation Ende 2007 zunahm, als die Nahrungsmittelpreise stiegen. Im Vereinigten Königreich gibt es darüber hinaus Belege dafür, dass die vom Verbraucher wahrgenommene Inflation tendenziell stärker mit den Teuerungsraten für Güter korreliert, die mindestens vierteljährlich gekauft werden.

Schwachstellen bei den Vermögenspositionen, restriktivere Kreditvergabe und Bremsfaktoren

Restriktivere Kreditvergabe in wichtigen Volkswirtschaften ...

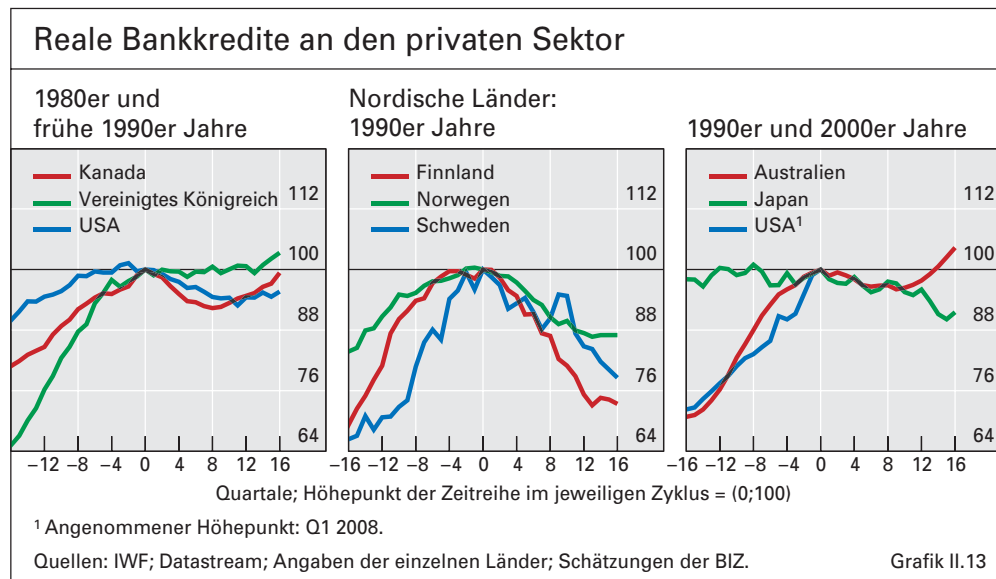
Die Aussichten der fortgeschrittenen Industrieländer hängen sehr stark von den Wechselwirkungen zwischen den jüngsten finanziellen Schocks einerseits und den Vermögenspositionen der privaten Haushalte bzw. Unternehmen und deren jeweiligen Ausgabeentscheidungen andererseits ab. Die Turbulenzen haben über höhere Zinsspannen bei Bankkrediten bereits zu einer Verschärfung der Kreditbedingungen geführt (Grafik II.12). Allerdings haben in den USA (und in einem geringeren Ausmaß in Kanada und im Vereinigten Königreich) niedrigere Leitzinsen die höheren Kreditzinsspannen mehr oder



weniger ausgeglichen. Trotzdem haben sich in all diesen Ländern die Kreditbedingungen verschärft, da die Banken die nicht preislichen Vergabestandards für ihre Kreditnehmer erhöht haben. In den USA war der Nettoanteil der Banken, die restriktivere Vergabestandards für die meisten Kreditarten meldeten, im ersten Quartal 2008 so hoch wie während der Rezessionen zu Beginn der 1990er bzw. der frühen 2000er Jahre. Auch in Australien, Kanada und im Vereinigten Königreich wurden die Kreditvergabestandards in einigen oder fast allen Kategorien strenger. Im Euro-Raum verschärfen sich die Vergabestandards für Unternehmenskredite drastisch – ähnlich stark wie während des Abschwungs am Kreditmarkt zu Beginn der 2000er Jahre; auch für die privaten Haushalte war eine deutliche Verschärfung der Standards festzustellen.

Die jüngste Kreditverknappung erfolgte vor dem Hintergrund einer äußerst stark steigenden Verschuldung, insbesondere der privaten Haushalte in den USA. Nimmt man Kreditmarktkrisen der Vergangenheit zum Maßstab, dürften die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen von erheblicher Bedeutung sein. Die Kreditklemme in den USA im Zeitraum 1989–92 beispielsweise dürfte die Rezession von 1990 verstärkt haben. Entstanden war sie im Gefolge der Spar- und Kreditkrise in den 1980er Jahren, als die Banken ihre Engagements im Gewerbeimmobiliensektor stark ausweiteten. Nach dem Rekordstand im Vorfeld der Krise blieb die reale Bankkreditvergabe an den Privatsektor in den USA für lange Zeit rückläufig (Grafik II.13). In anderen Ländern, wie dem Vereinigten Königreich, die etwa zur selben Zeit Schwierigkeiten im Bankensektor hatten, fiel die Krise am Kreditmarkt milder aus, und die Erholung trat schneller ein. Es gibt jedoch andere Fälle wie die Bankkrisen in den nordischen Ländern zu Beginn der 1990er Jahre, wo der Rückgang der Kreditvergabe einschneidender war. In Schweden z.B. kam es dadurch zu einem drastischen Rückgang der Ausgaben der privaten Haushalte, und der Anteil der

... mit großer gesamtwirtschaftlicher Wirkung in der Vergangenheit ...



Wohnungsbauinvestitionen am Bruttosozialprodukt fiel von einem Höchstwert von 6½% im Jahr 1991 auf 1½% im Jahr 1995.

... bei gleichzeitiger Konjunkturschwäche und ungünstigem Vermögenspreiszyklus

Bei all diesen Krisen verstärkte sich letzten Endes die Wirkung durch die Wechselbeziehungen zwischen Konjunkturabschwung, stark fallenden Preisen von Vermögenswerten und einer drastischen Verschlechterung der Kreditwürdigkeit von Schuldern. Insbesondere fiel – wie in Kapitel VII erörtert – der Kreditzyklus mit einem Immobilienpreiszyklus zusammen, was in der Auf- und Abschwungphase enorme Auswirkungen auf die Werte von Sicherheiten sowie das Ausgabenniveau insgesamt hatte. Im derzeitigen Kreditzyklus stellen erhebliche Schwachstellen bei den Vermögenspositionen in mehreren Ländern Risiken für die Wirtschaftsaussichten dar.

Schwachstellen der privaten Haushalte

Private Haushalte in den USA offenbar am stärksten gefährdet ...

Die Auswirkungen einer Änderung der Kreditvergabestandards dürften in den USA am stärksten sein, da dort die finanziellen Probleme privater Haushalte wohl am größten sind. Dank einer seit 2002 rasant gestiegenen Verschuldung konnten die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben und Wohnungsbauinvestitionen auf einem höheren Stand halten, als dies mit ihrem Einkommen allein möglich gewesen wäre (Tabelle II.4). Diese Zunahme der Verschuldung ergab sich im Wesentlichen durch kräftig steigende Wohnimmobilienpreise, die dazu führten, dass die Auflagen bezüglich Sicherheiten für diejenigen privaten Haushalte gelockert wurden, die sonst weniger oder überhaupt keinen Kredit bekommen hätten. Die privaten Haushalte in den USA konnten auch auf den Verkaufserlös von Wohneigentum, auf die Liquidisierung von Wohneigentum durch Hypothekenrefinanzierung und auf Wohnimmobilienkredite („home equity loans“) zurückgreifen, um Kapital aus den Wertzuwachsen ihres Wohneigentums abzuschöpfen. Inoffiziellen Schätzungen zufolge wurden auf diese Weise von 2001 bis 2005 durchschnittlich rund 3% des privaten Verbrauchs (einschl. Tilgung anderer Schulden als Hypothekenschulden) finanziert.

Nichtfinanzsektor: Finanzierung, Ausgaben und Vermögensposition						
In Prozent des BIP, wenn nicht anders angegeben						
	USA		Euro-Raum		Vereinigtes Königreich	
	1998–2002	2003–07	1999–2002	2003–07	1998–2002	2003–07
Nichtfinanzunternehmen						
Investitionen	8,2	7,1	11,2	11,0	10,5	9,2
Innenfinanzierung	7,6	7,6	8,2	7,7	10,7	10,1
Nettokreditaufnahme bei Intermediären	0,6	1,1	2,6	3,7	6,9	10,2
Nettoemission von Schuldtiteln	2,2	1,3	0,9	0,4	3,1	1,1
Nettoemission von Aktien	-1,1	-3,0	4,8	2,7	8,6	1,4
Ausstehende Schulden	45,5	43,7	76,3	85,3	83,6	108,7
Private Haushalte						
Verfügbares Einkommen	73,5	73,7	66,3	65,8	68,9	67,0
Ausgaben für den Endverbrauch	68,7	70,1	57,5	57,1	62,5	61,5
Wohnungsbauinvestitionen	3,9	4,7	5,4	5,7	3,0	3,9
Ausstehende Hypothekenschulden	50,7	70,4	28,3	35,4	56,9	76,5
Ausstehende Schulden insgesamt	76,7	97,6	48,5	56,6	72,0	94,3
Finanzaktiva	330,6	320,2	186,5	191,7	305,2	280,8
<i>Nachrichtlich: Wohneigentum¹</i>	<i>57,0</i>	<i>51,6</i>	<i>84,9²</i>	<i>87,7^{2,3}</i>	<i>72,0</i>	<i>72,3³</i>

¹ Differenz zwischen Wohnimmobilienvermögen und Hypothekenschulden in Prozent des Wohnimmobilienvermögens. ² Nur Frankreich; nicht finanzielle Vermögenswerte der privaten Haushalte als Näherungswert für das Wohnimmobilienvermögen. ³ 2003–06.

Quellen: OECD; Eurostat; Datastream; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.4

Eine erste Schwachstelle ist die Kombination von geringer Ersparnis und hoher Verschuldung der privaten Haushalte. Nachdem die Sparquote der privaten Haushalte in den USA 1992 noch etwa 7½% des verfügbaren Einkommens betragen hatte, begann sie zu sinken, wobei sie Anfang der 2000er Jahre allerdings besonders drastisch abnahm und 2005 bei fast null lag. Ein starker Anstieg des Schuldendienstes in diesem Zeitraum auf über 14% des verfügbaren Einkommens im Jahr 2007 hat die privaten Haushalte gegenüber Einkommens- und Zinsschocks anfälliger gemacht. Die Ausgaben der privaten Haushalte dürften sich als Reaktion auf die hohen Schuldenstände bzw. Schuldendienstlasten, die sinkende Beschäftigung und die allgemeine Verschärfung der Kreditbedingungen nun eher schwächer entwickeln.

... wegen hoher Verschuldung ...

Eine zweite Schwachstelle ist der starke tatsächliche und erwartete Rückgang der Wohnimmobilienpreise und des Vermögens aus Wohneigentum, wodurch das voraussichtliche Nettovermögen der privaten Haushalte sinkt und damit auch die Möglichkeit, Kredite aufzunehmen, um die laufenden Ausgaben zu stützen. Der auf das Wohneigentum der privaten Haushalte in den USA entfallende Anteil am Gesamtwert des Wohnimmobilienbestandes – die Differenz zwischen ihrem Wohnimmobilienvermögen und ihren Hypothekenschulden – hat in letzter Zeit tatsächlich bereits deutlich abgenommen. Einige Schätzungen gehen sogar davon aus, dass in den USA der Anteil der privaten Haushalte mit einer negativen Vermögensposition schon jetzt über dem Spitzenwert liegt, der während des

... niedrigerer Wohnimmobilienpreise ...

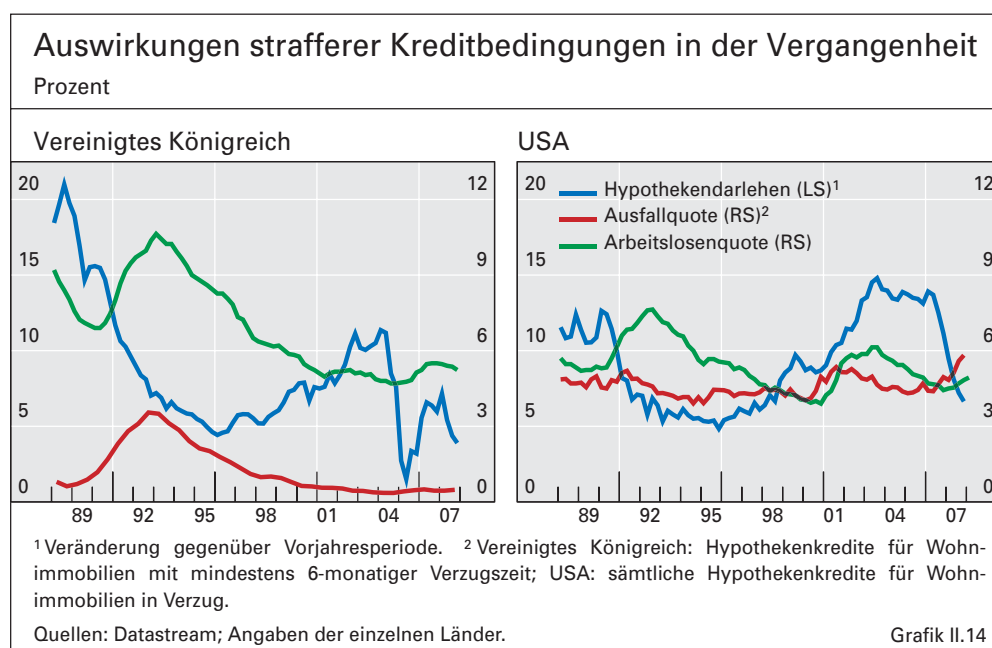
Abschwungs am britischen Wohnimmobilienmarkt zu Beginn der 1990er Jahre erreicht worden war.

... und
risikobehafteter
Kreditaufnahme

Eine dritte Schwachstelle liegt darin begründet, dass in den USA während der Aufschwungphase Darlehen an nicht erstklassige Schuldner („subprime loans“), sog. Stated-Income-Darlehen (Kredite vor allem an Selbstständige, wobei die Vergabe im Wesentlichen auf Angaben der Kreditnehmer beruht) sowie andere risikoreiche Hypothekendarlehen außerhalb des Standardangebots einen viel größeren Anteil am Hypothekenkreditgeschäft hatten als in anderen fortgeschrittenen Industrieländern. Wenn die Wohnimmobilienpreise fallen und sich die Kreditbedingungen verschärfen, ist die Ausfallwahrscheinlichkeit bei diesen Krediten größer, weil die Schuldner kaum über alternative Finanzierungsquellen verfügen, um Einkommenseinbußen abzufedern oder Zwangsversteigerungen hinauszuzögern. Dadurch werden die Kreditvergabestandards noch strenger, und der Spielraum für Ausgaben wird kleiner. Darüber hinaus haben sehr laxe Kreditvergabevorschriften dazu geführt, dass viele Schuldner Kredite bekommen haben, die sie sich nicht einmal kurzfristig leisten konnten. Vielleicht hatten sie gehofft, bei steigenden Wohnimmobilienpreisen eine Refinanzierung durchführen zu können. Dies dürfte erklären, warum die Ausfallquoten in den USA diesmal deutlich früher anzuziehen begannen als die Arbeitslosenquote; in früheren Phasen war die Entwicklung der Ausfall- und Arbeitslosenquote in den USA wie auch im Vereinigten Königreich mehr oder weniger parallel verlaufen (Grafik II.14).

Offenbar weniger
Schwachstellen im
Vereinigten
Königreich ...

Die Verschuldung der privaten Haushalte hat auch im Vereinigten Königreich rasant zugenommen. Doch der Anteil der aufgebauten Schulden, der für die Finanzierung von Konsumausgaben verwendet wird, ist geringer, und der Konsum, ausgedrückt in Prozent des BIP, ist sogar gesunken (Tabelle II.4). Die Zunahme des Wohneigentums im Verhältnis zum Wohnimmobilienvermögen kam mit langsamer steigenden bzw. fallenden Wohnimmobilienpreisen zum



Stillstand. Zwar zeigen aktuelle Schätzungen, dass sehr wenige private Haushalte eine negative Vermögensposition aufweisen, doch wird viel davon abhängen, wie stark die Wohnimmobilienpreise noch fallen werden. Käufer, die erstmals Wohneigentum erwerben, sind zumeist hoch verschuldet und haben einen deutlich höheren Schuldendienst, weshalb sie größeren Risiken ausgesetzt sein könnten als andere. Obwohl die Vergabestandards für Hypothekenkredite im Vereinigten Königreich nicht ganz so lax wurden wie in den USA, sind sie doch erheblich gelockert worden, wobei hohe Anfangsbeleihungsquoten bis vor Kurzem immer häufiger Anwendung fanden (Grafik II.6).

Im Gegensatz dazu sind im Euro-Raum die aggregierten Vermögenspositionen der privaten Haushalte weiterhin robust – dank eines stetigen Anstiegs des gemessenen Vermögens und einer nur verhaltenen Schuldzunahme. Da es keinen allgemeinen Wohnimmobilienboom gab, die Finanzaktiva der privaten Haushalte relativ stark auf festverzinsliche Instrumente konzentriert waren und vermehrt Hypothekenkredite zu festen Zinssätzen aufgenommen wurden, scheint die Anfälligkeit der Vermögenspositionen der privaten Haushalte gegenüber den jüngsten Marktturbulenzen gering gewesen zu sein. Dazu kommt, dass die durchschnittliche Zinslast der privaten Haushalte im Euro-Raum mit rund 3% nach wie vor deutlich unter dem Wert anderer wichtiger fortgeschrittener Industrieländer liegt.

... und insbesondere auch im Euro-Raum

Dennoch gibt es innerhalb des Euro-Raums beträchtliche Unterschiede. In mehreren Ländern hat sich die Verschuldung der privaten Haushalte weit über den Durchschnitt für den Euro-Raum als Ganzes (rund 60% des BIP) erhöht. Ende 2006 betrug die Schuldenquote für die Niederlande über 120% des BIP und für Portugal und Spanien zwischen 80% und 90%. Auch wurden während der Aufschwungphase am Wohnimmobilienmarkt offenbar mehrfach die Kreditvergabestandards gelockert; in Spanien beispielsweise lag die übliche Beleihungsquote über derjenigen Kanadas und des Vereinigten Königreichs. Da das Vermögen der privaten Haushalte in einigen Ländern zu einem großen Teil aus Wohneigentum besteht, erscheinen sie gegenüber verschärften Bedingungen am Kreditmarkt anfälliger, insbesondere wenn diese zu umfangreichen Preisrückgängen bei Wohnimmobilien führen.

Mögliche Auswirkungen auf Nichtfinanzunternehmen

Die Auswirkungen restriktiverer Kreditvergabestandards auf den Unternehmenssektor werden davon abhängen, inwieweit er auf Fremdfinanzierung angewiesen ist bzw. sich mit selbst erwirtschafteten Mitteln finanzieren kann. Die Nichtfinanzunternehmen in den wichtigsten fortgeschrittenen Industrieländern haben ihre Vermögenspositionen seit Beginn dieses Jahrzehnts sogar verbessert. Ihre Fähigkeit, Investitionen mit selbst erwirtschafteten Mitteln zu finanzieren, ist nach wie vor groß. In den USA haben die einbehaltenen Gewinne in den letzten Jahren ausgereicht, um die Bruttoinvestitionen zu decken; die Unternehmen nahmen eigentlich nur Kredite auf, um Aktienrückkäufe zu finanzieren. Auch im Vereinigten Königreich reichten die unternehmensintern erwirtschafteten Mittel im Wesentlichen zur Deckung der Bruttoinvestitionen aus. Ob das nun bedeutet, dass die

Auswirkungen auf Unternehmenssektor abhängig von:

– Fremdfinanzierungsbedarf

Auswirkungen der restriktiveren Kreditbedingungen auf die Gesamtwirtschaft durch die Unternehmen abgefedert werden können, hängt davon ab, in welchem Umfang sich die Gewinne im Falle eines Konjunkturabschwungs abschwächen, ob die Unternehmen die Dividendenausschüttungen reduzieren können, um die hohen selbst erwirtschafteten Überschüsse aufrechtzuerhalten, und welche Arten von Fremdmitteln zur Verfügung stehen.

Ein Aspekt im Zusammenhang mit den derzeit verschärften Bedingungen an den Kreditmärkten ist, dass das Geschäft mit Ausleihungen an bereits hoch verschuldete Kreditnehmer (Leveraged Loans), das vor den Turbulenzen enorm zugenommen hatte, stärker einbrach als das Geschäft mit bilanzwirksamen Krediten (Kapitel VII). Weil Leveraged Loans hauptsächlich zur Finanzierung von Fusionen und Übernahmen verwendet wurden, dürfte dieser Bereich stärker betroffen sein als die Investitionen in den Kapitalstock. Dennoch hat der vorausgegangene Boom am Markt für Leveraged Loans auch die Aktienkurse beflügelt, was vermuten lässt, dass die Unternehmen derzeit kaum noch günstigeres Eigenkapital beschaffen können, da das Geschäft mit Fusionen und Übernahmen ins Stocken geraten ist.

– Einsatz besonderer Finanzierungsquellen

Bankkredite machen bei den Nichtfinanzunternehmen im Euro-Raum insgesamt einen relativ großen Anteil der Investitionsfinanzierung aus. In diesen Ländern dürften die Investitionen deshalb sensibler auf einen Rückgang des Kreditangebots von Banken reagieren als in den USA. Kleinere Unternehmen wären am stärksten betroffen, weil sie nur über begrenzten Zugang zu alternativen Finanzierungsquellen verfügen. Inwiefern es Großunternehmen gelänge, die Auswirkungen der Kreditverknappung über die Kapitalmärkte abzufedern, bleibt ungewiss. In den USA dagegen würden Großunternehmen stärker durch Turbulenzen an den Märkten für Unternehmensanleihen eingeschränkt als im Euro-Raum.

– Kreditart, wobei gewerbliche Immobilien besonders anfällig sind ...

Innerhalb des Unternehmenssektors ist davon auszugehen, dass verschärfte Kreditbedingungen eher für die gewerbliche Immobilienbranche als für andere Unternehmen gelten werden. Im Vergleich zu sonstigen Arten kommerzieller Kredite sind die Kredite an diese Schuldnerkategorie im Verhältnis zu den Sicherheiten im Allgemeinen höher, und die Kreditvergabestandards waren im Vergleich zu anderen Unternehmen viel stärker gelockert worden. Die Verschärfung der Kreditbedingungen ist nach Angaben von US-Banken in dieser Branche besonders drastisch, und das Wachstum der Hypothekenverbindlichkeiten von Unternehmen hat sich bereits abgeschwächt.

... aufgrund ihrer Reagibilität auf den Wert der Sicherheiten

Dazu kommt, dass sich der durch die fallenden Wohnimmobilienpreise implizierte Rückgang der Grundstückspreise in den USA auch auf den Wert von Gewerbeimmobilien (Kapitel VII) und damit auf den Wert der Sicherheiten ausgewirkt hat. Die Nachfrage nach Gewerbebauten mit Bezug zum Wohnungsbau (z.B. Einkaufszentren) wird wahrscheinlich zurückgehen. Derartige Entwicklungen dürften die gewerbliche Immobilienbranche in anderen Ländern ebenfalls beeinflussen.

Insgesamt derzeit sehr unsichere Aussichten für die Weltwirtschaft

Insgesamt herrscht aufgrund der derzeitigen Kombination beträchtlicher Schocks – in Schwierigkeiten steckender Großbanken, restriktiverer Kreditmärkte, sinkender Preise von Vermögenswerten und unerwartet hoher

Rohstoffpreise – viel Unsicherheit hinsichtlich der zentralen Prognosetendenz eines zwar anhaltenden, aber moderateren Wachstums der Weltwirtschaft für 2008. Inwiefern übermäßig verschuldete private Haushalte in den USA und einigen anderen fortgeschrittenen Industrieländern angesichts dieser Schocks den Gürtel enger schnallen müssen, ist schwer vorauszusagen. Eine deutlich höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte in den USA könnte zwar eine weitere wesentliche Verringerung des Leistungsbilanzdefizits des Landes bewirken, doch würde damit die Nachfrage in der übrigen Welt geschwächt. Gleichzeitig sind die Inflationsrisiken so groß wie seit vielen Jahren nicht mehr. Wenn mit der Wachstumsabschwächung nicht auch die Inflationsrisiken rasch nachlassen, steht eine Überprüfung des geldpolitischen Kurses wie auch der Fiskalpolitik an.