

I. GESAMTBEURTEILUNG DER WIRTSCHAFTSLAGE

ÜBERBLICK

Die weltwirtschaftliche Expansion setzt sich fort ...

Vor dem Hintergrund der anhaltenden weltwirtschaftlichen Dynamik tritt die Expansion der OECD-Volkswirtschaften nunmehr in ihr fünftes Jahr ein. Trotz der Störeinflüsse, die von den hohen und volatilen Energiepreisen ausgehen, wird sie sich den Projektionen zufolge in diesem und im nächsten Jahr fortsetzen und sogar an Breite gewinnen, wozu auch die konjunkturstützenden Finanzmarktbedingungen in einem Umfeld gedämpfter Inflation beitragen. Die US-Konjunktur dürfte sich geringfügig abschwächen, wobei sich das Wachstum in der Nähe seiner Potenzialrate einpendeln könnte. In Europa, wo der Zyklus weniger weit vorangeschritten ist, wird damit gerechnet, dass die Wirtschaftstätigkeit allmählich an Schwung gewinnt. China weist eine rasche Expansion auf, und die japanische Wirtschaft, die sich inzwischen vollständig erholt hat, befindet sich nach wie vor in einer kräftigen Verfassung (Tabelle I.1).

... in einem Umfeld, das von Spannungen und Risiken gekennzeichnet ist

Da Risiken und Spannungen fortbestehen, könnte die Wirkung einiger Faktoren, die bislang wachstumsstützend gewirkt haben, künftig wegfallen. Die Leistungsbilanzungleichgewichte haben ein beispielloses Ausmaß erreicht. Auch wenn dies bislang noch keine bedeutenden Störungen verursacht hat, ist es doch eher unwahrscheinlich, dass diese Ungleichgewichte unbegrenzt fortbestehen können, ohne vom Markt ausgehende Anpassungen hervorzurufen, die mit ernsthaften Konsequenzen verbunden sein könnten. Die Energiepreise sind vor dem Hintergrund starker Nachfrage, beschränkter Kapazitätsreserven und geopolitischer Risiken auf ein hohes Niveau emporgeschossen und könnten im Fall von Angebotsstörungen noch erheblich weiter in die Höhe getrieben werden. Die langfristigen Zinssätze haben gegenüber ihrem vorangegangenen ungewöhnlich niedrigen Niveau bereits zugelegt; sollten sie weiter signifikant steigen,

Table I.1. **The expansion should continue**

	<i>OECD area, unless noted otherwise</i>								
	Average						2005	2006	2007
	1993-2002	2003	2004	2005	2006	2007	q4	q4	q4
	Per cent								
Real GDP growth¹	2.7	2.0	3.3	2.8	3.1	2.9	3.0	3.1	2.9
United States	3.2	2.7	4.2	3.5	3.6	3.1	3.2	3.9	3.0
Euro area	2.0	0.7	1.8	1.4	2.2	2.1	1.8	2.3	2.2
Japan	0.9	1.8	2.3	2.7	2.8	2.2	4.3	2.2	2.1
Output gap²	-0.8	-1.5	-0.8	-0.7	-0.2	0.0			
Unemployment rate³	6.7	6.9	6.7	6.5	6.2	6.0	6.4	6.1	5.9
Inflation⁴	3.6	2.3	2.3	2.0	2.2	2.0	2.0	1.9	2.0
Fiscal balance⁵	-2.4	-4.0	-3.5	-2.7	-2.6	-2.6			

1. Year-on-year increase; last three columns show the increase over a year earlier.

2. Per cent of potential GDP.

3. Per cent of labour force.

4. GDP deflator. Year-on-year increase; last three columns show the increase over a year earlier.

5. Per cent of GDP.

Source: OECD Economic Outlook 79 database.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/353443541633>

wären stagnierende oder sinkende Wohnimmobilienpreise ein möglicher Kanal, über den dämpfende Einflüsse auf die Wirtschaftstätigkeit ausgehen könnten. Andererseits könnte das im gesamten OECD-Raum hohe Niveau der Unternehmensgewinne zu positiven Überraschungen bei Kapitalbildung, Beschäftigung und Wachstum führen.

***Geldpolitische Impulse
werden allmählich entzogen***

Trotz der aus der Energiepreishausse resultierenden Spannungen sind die Inflation und namentlich die Inflationserwartungen allgemein niedrig und dürften recht gedämpft bleiben. Das spiegelt z.T. die in den letzten Jahren gewachsene Glaubwürdigkeit der Zentralbanken wider, kann aber bis zu einem gewissen Grad auch als positiver Effekt der Globalisierung gewertet werden. Vor diesem Hintergrund wurden die geldpolitischen Impulse in den Vereinigten Staaten zurückgenommen. Die Kerninflation konnte bislang weitgehend unter Kontrolle gehalten werden. Da aber – wenn überhaupt – nur noch ein begrenzter Kapazitätsüberhang vorhanden ist und die Inflationserwartungen langsam zu steigen beginnen, könnte je nach den in nächster Zeit eingehenden Daten eine maßvolle Straffung der Geldpolitik angebracht sein. In Japan scheint die Deflation endlich, wenn auch trotz des kräftigen Wachstums nur ganz allmählich, abzuklingen. Es ist daher nicht notwendig, die Zinssätze schon in naher Zukunft wieder in den positiven Bereich zu bringen, und das Einschwenken auf einen letztlich neutralen geldpolitischen Kurs kann ganz allmählich erfolgen. Im Euroraum ist die Kerninflation nach wie vor gedämpft, und die Gesamtinflation liegt nicht wesentlich über der 2%-Marke. Im Blick auf die Zukunft sollte eine weitere Rücknahme der akkommodierenden Geldpolitik von konkreten Anzeichen abhängig gemacht werden, dass der Kapazitätsüberhang schrumpft und der tendenzielle Inflationsdruck zunimmt.

***In den meisten Ländern
bedarf es unbedingt einer
Haushaltskonsolidierung***

An der fiskalischen Front bleibt die Haushaltskonsolidierung durchweg das oberste Gebot, und der Konjunkturaufschwung sollte zur Beschleunigung des Konsolidierungstempos genutzt werden. In der Tat lag das gesamtstaatliche Defizit in den OECD-Ländern als Gruppe 2005 immer noch nahe bei 3% des BIP, und auf der Basis der gegenwärtigen Politik ist den Projektionen zufolge trotz der günstigen Konjunkturlage auf kurze Sicht kaum mit einer Verbesserung zu rechnen. Das würde selbst ohne den durch die Bevölkerungsalterung hervorgerufenen fiskalischen Druck, der trotz der in den letzten Jahren umgesetzten Reformen im Renten- und Gesundheitsbereich weiter zunimmt, ernsthafte Anpassungsanstrengungen erfordern.

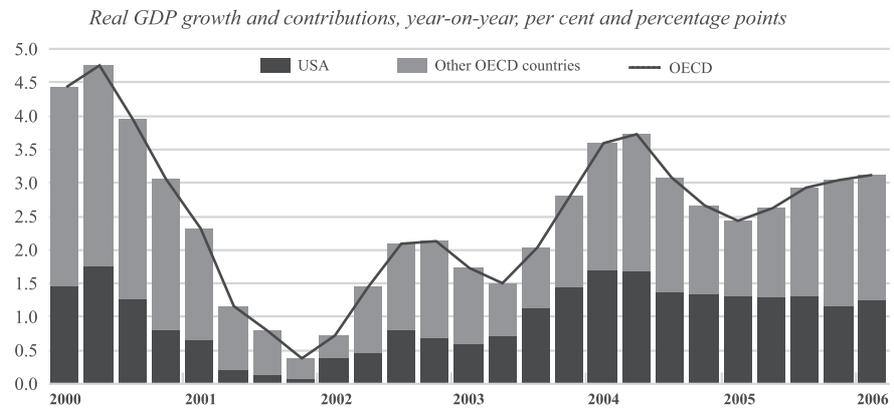
DIE EXPANSION ERSTARKT

***Das Wachstumsgefälle im
OECD-Raum verringert
sich***

Das lebhafte Wachstum hat sich im OECD-Raum fortgesetzt, und der dynamische Welthandel bezog seine Impulse nicht zuletzt von dem kräftigen Wirtschaftswachstum in Asien. Wenngleich das letzte Quartal 2005 in einer Reihe von OECD-Volkswirtschaften enttäuscht hatte, stand der Jahresbeginn 2006 im Zeichen einer kräftigen Erholung sowohl des Handels als auch der Wirtschaftstätigkeit. Dazu haben alle großen OECD-Volkswirtschaften einen Beitrag geleistet, wobei diese Beiträge etwas weniger ungleich waren als in der Vergangenheit (Abb. I.1). Ein hervorstechendes Merkmal der derzeitigen Expansion ist in den meisten großen Volkswirtschaften der kräftige Anstieg der Gewinnspannen, der mit der verhaltenen Reallohnentwicklung einherging (Tabelle I.2). Trotzdem ist die Erholung der Investitionen bestenfalls als normal und in einigen Fällen sogar als schwach zu bezeichnen, was aber der Tatsache zuzuschreiben sein mag, dass die Kapitalbildung strukturell „leistungsstärker“ geworden ist, d.h. dass je Kapitaleinheit mehr produziert wird (Kasten I.1)¹.

1. Vgl. Anhang I.1

Figure I.1. The expansion has recently become less lopsided



Note: The US contribution to total OECD growth is calculated as the US growth rate times the US weight in total OECD GDP. The remainder represents the contribution by the other OECD countries in total OECD growth. Data for 2006 are OECD estimates.

Source: OECD Economic Outlook 79 database.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/362047558656>

Die Arbeitsmärkte erholen sich durchweg

Die Beschäftigung hat im OECD-Raum insgesamt weiter mit einer Jahresrate von ungefähr 1% zugenommen, wobei die Zuwachsrate im Vereinigten Königreich näher bei 2%, in Japan unter 1% und im Euroraum knapp darüber lag. Was den gegenwärtigen Konjunkturzyklus insgesamt betrifft, so ist die Beschäftigung im Euroraum kräftiger gestiegen als in den Vereinigten Staaten. Das erklärt sich aus der im Euroraum im Gefolge des Abschwungs von 2000-2001 nur relativ begrenzten Verschlechterung der Beschäftigungslage (Tabelle I.3). Zwar wurden auch im gegenwärtigen Aufschwung Arbeitsplätze geschaffen, doch konzentrierte sich dieses Wachstum auf einige wenige Länder, vor allem Spanien (auf das über die Hälfte des Beschäftigungsanstiegs entfiel) und Italien, während Deutschland und Frankreich eine Quasi-

Table I.2. Real wages lag productivity

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	Percentage change from previous period					
Labour productivity						
United States	2.3	1.0	3.3	2.9	3.4	2.3
Japan	3.4	0.8	1.4	2.2	2.4	2.4
Euro area	1.6	0.3	0.4	0.4	0.9	0.6
Compensation per employee						
United States	6.7	2.6	3.3	3.6	4.7	5.2
Japan	0.1	-1.2	-2.0	-1.3	-1.3	0.8
Euro area	2.4	2.6	2.4	1.9	1.4	1.2
Real compensation per employee¹						
United States	4.7	0.2	2.3	1.8	2.2	2.4
Japan	1.7	0.3	-0.5	-0.1	0.0	2.6
Euro area	0.9	-0.2	0.0	0.2	-0.1	-0.1

Note: Business sector

1. Deflated by the GDP deflator.

Source: OECD Economic Outlook 79 database.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/805182086215>

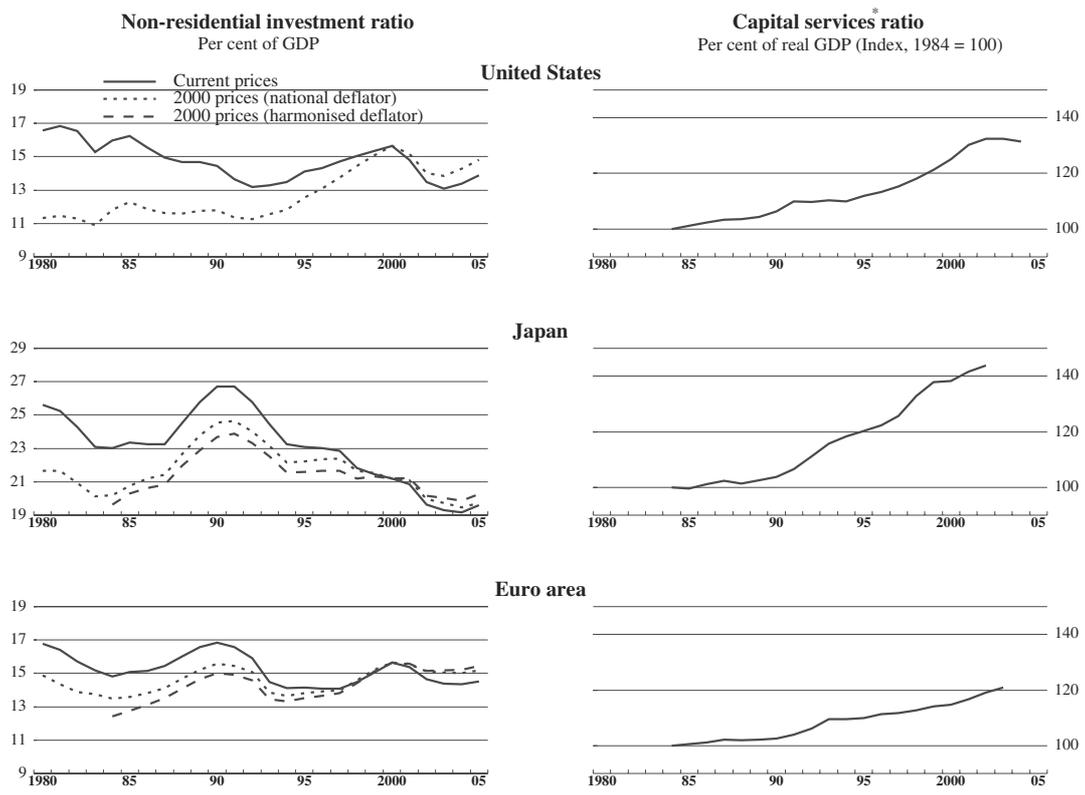
Kasten I.1 Wie schwach sind die Unternehmensinvestitionen in diesem Zyklus?

Charakteristisch für die gegenwärtige Erholung und Expansion ist die Schwäche der Unternehmensinvestitionen. Verglichen mit früheren Konjunkturzyklen war dieses Phänomen in besonderem Maße in den Vereinigten Staaten, aber auch in anderen Ländern zu beobachten. Um diese Entwicklungen der jüngeren Zeit besser zu verstehen, ist es hilfreich, sie in den Kontext der entsprechenden Ausgabentrends während der vergangenen zwanzig Jahre zu stellen.

In den drei großen Volkswirtschaften weist der Anteil der Investitionsausgaben am BIP in nominaler Rechnung seit Anfang der achtziger Jahre einen Abwärtstrend auf, und so gesehen ist die jüngste Entwicklung nicht ungewöhnlich (Abbildung, linker Teil). Dieser Trend erklärt sich jedoch z.T. aus dem Rückgang der Preise für Kapitalgüter, namentlich Produkte der Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT). Infolgedessen ist der Preisdeflator der Gesamtinvestitionen in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sowohl der Vereinigten Staaten also auch des Vereinigten Königreichs und Kanadas erheblich gesunken. Dieser relative Preiseffekt war in Japan und im Euroraum viel weniger ausgeprägt, was z.T. daran lag, dass IKT-Güter in diesen Volkswirtschaften einen geringeren Anteil an den gesamten Investitionsausgaben darstellen.

In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen der einzelnen Länder werden die Preise der IKT-Investitionen jedoch anhand unterschiedlicher Methoden gemessen, was Ländervergleiche potenziell erschwert. In den Vereinigten Staaten werden zur Erfassung qualitativer Verbesserungen von Kapitalgütern hedonische Preisindizes verwendet. Das lässt sich vor allem am Beispiel von Computern veranschaulichen, deren Preise angepasst werden, um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass sich deren Rechenleistung im Laufe der Zeit auf spektakuläre Weise erhöht hat. Zwar sind alle Länder um Anpassungen

Non-residential investment and capital services



Note: Constant price investment ratios are calculated as the ratio of non-residential fixed investment to GDP, both measured at 2000 chain-linked prices. Results should be regarded as indicative, as chain-linked series are not strictly comparable. Data for 2004 and 2005 are partly estimated. For details on the methodology used to derive estimates of capital services see Schreyer *et al.* (2003).
* For non-residential investment.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/22855536706>

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

zur Berücksichtigung von Qualitätsänderungen bemüht, doch wendet nur eine kleine Anzahl von ihnen die hedonische Methode an. Eine Näherungsmethode zwecks besserer Vergleichbarkeit der Daten besteht darin, für die anderen Volkswirtschaften gemäß der US-Definition „harmonisierte“ IKT-Preisindizes zu verwenden¹. Für den Euroraum und Japan weichen die nach diesem Prinzip konstruierten Investitionsquoten lediglich marginal von den mit Hilfe der jeweiligen nationalen Investitionsdeflatoren ermittelten Quoten ab. Die Unterschiede zwischen den Ländern sind mithin offenbar weniger auf die Verfahren der Preismessung als vielmehr auf die Struktur der Kapitalausgaben zurückzuführen.

Bei den obigen Messgrößen handelt es sich um Bruttoinvestitionen, und sie geben vermutlich ein verzerrtes Bild von der Anstiegsrate des Kapitalstocks in den verschiedenen Volkswirtschaften, vor allem dann, wenn sich die Struktur des Kapitalstocks signifikant zu Gunsten von Gütern verlagert hat, die eine kurze wirtschaftliche Nutzungsdauer und folglich hohe Abschreibungsquoten aufweisen (wie z.B. IKT-Güter). Während im Prinzip die Nettoinvestitionen eine besser geeignete Messgröße darstellen, ist es in der Praxis nicht einfach, ausgehend von den verfügbaren Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen Nettoinvestitionsquoten (ohne Wohnungsbau) in konstanten Preisen zu errechnen². Darüber hinaus gibt es noch andere konzeptuelle Probleme. So werden z.B. bestimmte Unternehmensaufwendungen (Forschung und Entwicklung, Schulung des Personals) wie Ausgaben behandelt. Soweit sich diese Ausgaben aber in einem Anstieg der künftigen Produktion niederschlagen, sind sie mehr den Investitionen gleichzusetzen, und es spricht in der Tat einiges dafür, sie effektiv wie Investitionen zu behandeln³.

Der Verwendung von Investitionsquoten als Maßstab für die Wachstumsrate des produktiven Kapitals sind zudem dadurch Grenzen gesetzt, dass keine Abschreibungen berücksichtigt sind und dass allen Kategorien von Investitionsgütern, ungeachtet ihrer Effizienz, das gleiche Gewicht beigemessen wird. Diesem Mangel kann jedoch abgeholfen werden, indem für das von den einzelnen Arten von Kapitalgütern geschaffene Produktions- oder Dienstleistungsvolumen Hilfsvariable konstruiert werden⁴. Auf der Basis von OECD-Schätzungen ist das Volumen der Kapitalleistungen (ohne Wohnungsbau) zwischen Anfang der achtziger Jahre und 2003, dem letzten Jahr, für das Schätzungen vorliegen, in den meisten großen Volkswirtschaften (mit Ausnahme der Vereinigten Staaten) rascher gewachsen als die Produktion (Abbildung, rechter Teil). All dies lässt darauf schließen, dass sich die Zuwachsrate der Produktionskapazität nicht verlangsamt hat.

Was die gegenwärtige Schwäche der Investitionen betrifft, so dürfte sie, sofern sie nicht Ausdruck eines langfristig sinkenden Trends ist, auf die Stärke (oder die mangelnde Stärke) der Nachfrage zurückzuführen sein. Effektiv ähnelt dieser Aufschwung mehr dem der neunziger Jahre, der im Vergleich zu früheren konjunkturellen Aufschwüngen ebenfalls als eher schwach angesehen worden war. Gleichzeitig entwickelten sich die Investitionsausgaben (ohne Wohnungsbau) von der Tendenz her parallel zur Erholung der gesamtwirtschaftlichen Produktion, die relativ gedämpft war.

1. Die von der OECD berechneten „harmonisierten“ IKT-Preise basieren auf US-Preisindizes gemäß A. Colechia und P. Schreyer, „ICT investment and economic growth in the 1990s: is the United States a unique case? A comparative study of nine OECD economies“, *OECD STI Working Paper Series*, Nr. 7, 2001. Im Wesentlichen wird davon ausgegangen, dass die IKT-Komponente des Deflators einer Volkswirtschaft mit derselben Rate wächst wie die um die Gesamtinflation bereinigte IKT-Komponente in den USA. Die Teilindizes werden dann unter Verwendung länderspezifischer Gewichtungen wieder aggregiert.
2. Die verfügbaren Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen über die Abschreibung von Anlagevermögen (CFC) unterliegen verschiedenen Einschränkungen. Erstens sind die Methoden zur Schätzung der Abschreibungen zwischen den Ländern nicht vollständig harmonisiert. Zweitens legen nur wenige Länder Daten vor, die eine Ermittlung der Kapitalabschreibungen (ohne Wohnungsbau) erlauben. Und drittens sind zur Bereinigung der CFC-Messgrößen detaillierte Daten über das Ursprungsjahr des vorhandenen Kapitalstocks erforderlich.
3. Wegen Schätzungen der US-Investitionsausgaben, die diesen Faktoren Rechnung tragen, vgl. C. Corrado, C. Halten und D. Sichel, „Measuring capital and technology: an expanded framework“, *Federal Reserve Board of Governors Working Paper*, 2004-65.
4. Vgl. P. Schreyer, P.-E. Bignon und J. Dupont, „OECD capital services estimates: methodology and a first set of results“, *OECD Statistics Working Paper Series*, Nr. 6, 2003, wegen einer Beschreibung der zur Ableitung der gezeigten Schätzungen verwendeten Methoden.

Stagnation verzeichneten². Die Kehrseite dieser Entwicklung war ein Anstieg der relativen Lohnstückkosten in Spanien und Italien, wo sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit folglich verschlechterte, während die Lohnstückkosten in Deutschland zurückgingen und eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit nach sich zogen.

2. Sowohl in Spanien als auch in Italien haben Sonderfaktoren wie die Regularisierung zugewanderter Arbeitskräfte zum Beschäftigungsanstieg beigetragen. In Italien war der verbuchte Produktivitätszuwachs wahrscheinlich zu niedrig (und die Veränderungen der Lohnstückkosten vermutlich zu hoch) angesetzt, da irreguläre Arbeitsverhältnisse bereits vor der Regularisierung beim BIP, nicht aber bei der Beschäftigung mitgerechnet waren.

Table I.3. **Labour markets are recovering**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Employment						
	Percentage change from previous period					
United States	2.5	0.0	-0.3	0.9	1.1	1.8
Japan	-0.2	-0.5	-1.3	-0.2	0.2	0.4
Euro area	2.5	1.6	0.6	0.4	0.9	0.9
Labour force						
United States	2.3	0.8	0.8	1.1	0.6	1.3
Japan	-0.2	-0.2	-0.9	-0.3	-0.4	0.1
Euro area	1.4	1.1	1.1	1.0	1.1	0.6
Unemployment rate						
	Per cent of labour force					
United States	4.0	4.8	5.8	6.0	5.5	5.1
Japan	4.7	5.0	5.4	5.3	4.7	4.4
Euro area	8.1	7.7	8.2	8.7	8.9	8.6

Source: OECD Economic Outlook 79 database.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/703431873102>

Vereinigte Staaten: Kapazitätsgrenzen zeichnen sich ab

Die US-Wirtschaft weist weiterhin ein gesundes Wachstumstempo auf, nachdem sie eine Reihe von Schocks recht gut überwunden hat, so namentlich die verheerenden Folgen der Wirbelstürme vom vergangenen Spätsommer und den nachfolgenden rapiden Benzinpreisanstieg. Die Ertragslage ist ausgezeichnet, das Geschäftsklima optimistisch, die Beschäftigung weist ein robustes Wachstum auf und die Arbeitslosigkeit hat sich fast auf ihr strukturelles Niveau zurückgebildet. Unterdessen blieb das Reallohnwachstum hinter den Produktivitätssteigerungen zurück. In der Tat erhielt die große Mehrheit der abhängig Beschäftigten weniger als die durchschnittliche Reallohnerhöhung, was den Konsum potenziell dämpft³. Gleichwohl werden die Verbraucherausgaben der privaten Haushalte durch die Zuwächse beim Wohnimmobilien- und Aktienvermögen gestützt, obwohl sich der Zinsanstieg inzwischen möglicherweise bereits dämpfend auf die Wohnimmobiliennachfrage und die Gebrauchsgüterausgaben auswirkt.

Japan: Die Expansion gewinnt weiterhin an Fahrt

Nach Überwindung einiger nach dem Platzen der Spekulationsblase entstandener Probleme – vor allem Abbau der notleidenden Kredite im Bankensektor – und gestützt durch das kräftige Wachstum in großen Teilen Asiens, sowie die zuvor erfolgte De-facto-Abwertung des Yen, vollzieht sich in Japan nunmehr eine Expansion auf breiter Ebene. Getragen wurde der Aufschwung ursprünglich von den Exporten und den Anlageinvestitionen des Unternehmenssektors, danach beschleunigte sich aber auch das Wachstum der Ausgaben der privaten Haushalte einschließlich der Wohnungsbauminvestitionen, u.a. dank der Besserung am Arbeitsmarkt, wobei sowohl die Nominallöhne als auch die reguläre Beschäftigung zunahm. Effektiv wird denn auch zum ersten Mal seit fünf Jahren ein positives Wachstum der gesamten Arbeitsentgelte verzeichnet, was z.T. auf die Tatsache zurückgeht, dass sich der Trend zur irregulären (in der Regel wesentlich geringer entlohnten) Beschäftigung umgekehrt hat. Die Anpassung im Unternehmenssektor hat große Fortschritte beim Abbau des

3. Daraus resultiert, dass die Einkommensverteilung bei den abhängig Beschäftigten in den Vereinigten Staaten asymmetrischer wird. Befunde hierfür finden sich z.B. bei I. Dew-Becker und R.J. Gordon, „Where did the productivity growth go?“, *CEPR Discussion Paper Series*, Nr. 5419, Dezember 2005, die zu dem Ergebnis kamen, dass bei der Einkommensverteilung im Zeitraum 1997-2001 lediglich die oberen 10% in den Genuss eines Reallohnwachstums kamen, das ebenso hoch bzw. höher war als der Durchschnitt des gesamtwirtschaftlichen Produktivitätszuwachses.

Kapitalüberhangs ermöglicht, und die Investitionsausgaben nehmen erneut zu. Das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion ist höher als das Potenzialwachstum, und die Arbeitslosigkeit geht zurück. Im Tankan-Quartalsbericht der Bank von Japan vom März meldeten die Unternehmen zum ersten Mal seit 1991 Kapazitätsengpässe, und der Saldo der Unternehmen, die über einen Mangel an qualifizierten Arbeitskräften berichteten, erreichte den höchsten Stand seit 14 Jahren.

Euroraum: Das Wachstum hat wieder eingesetzt, ist aber immer noch anfällig

Nach einer Schwächeperiode, die gegen Ende 2005 namentlich in den drei großen Ländern zu beobachten war, scheint die Wirtschaftsaktivität im Euroraum im bisherigen Verlauf von 2006 wieder erstarkt zu sein, wie sich an der Verbesserung sowohl des Geschäfts- als auch des Konsumklimas ablesen lässt. Die Dynamik des außenwirtschaftlichen Umfelds schlug sich in steigenden Exporten nieder, aber vom privaten Konsum gingen bislang bei einer nach wie vor hohen Sparquote der privaten Haushalte keine weiteren Wachstumsimpulse aus. Innerhalb des Euroraums fallen z.T. frappante Wachstumsdiskrepanzen ins Auge; so lässt die Expansion in Deutschland noch auf sich warten, während sie in Frankreich wie auch in den meisten der kleineren Länder schon relativ kräftig ist. Die Arbeitslosigkeit ist im vergangenen Jahr zurückgegangen, bleibt aber vergleichsweise hoch.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften expandieren rasch

Der Beitrag der Nicht-OECD-Länder zum weltweiten Wirtschaftswachstum weist einen stark steigenden Trend auf und macht nunmehr ein Viertel dieses Wachstums aus. In China ist das hauptsächlich von den Exporten und Investitionen getragene Wachstum besonders kräftig. Auch Indien erfreut sich eines raschen Wachstums, das durch niedrige Zinssätze und einen boomenden Aktienmarkt gestützt wird. Allerdings ist der Anteil Indiens am Welthandel vergleichsweise gering.

ES BAUEN SICH JEDOCH WEITER SPANNUNGEN AUF

Die Ölpreise bleiben hoch und volatil

Die Ölpreise haben historische Höchststände erreicht ...

Die Ölpreise waren in den ersten Monaten von 2006 volatil, und seit Mitte April bewegt sich der Spotpreis für Rohöl der Sorte Brent im Bereich von 68-75 \$ pro Barrel – womit er um 20-25 \$ über den noch vor vier Monaten beobachteten langfristigen Terminnotierungen liegt (Abb. I.2). Darin spiegelt sich eine Reihe von Entwicklungen wider, namentlich:

... bedingt durch geopolitische Ängste ...

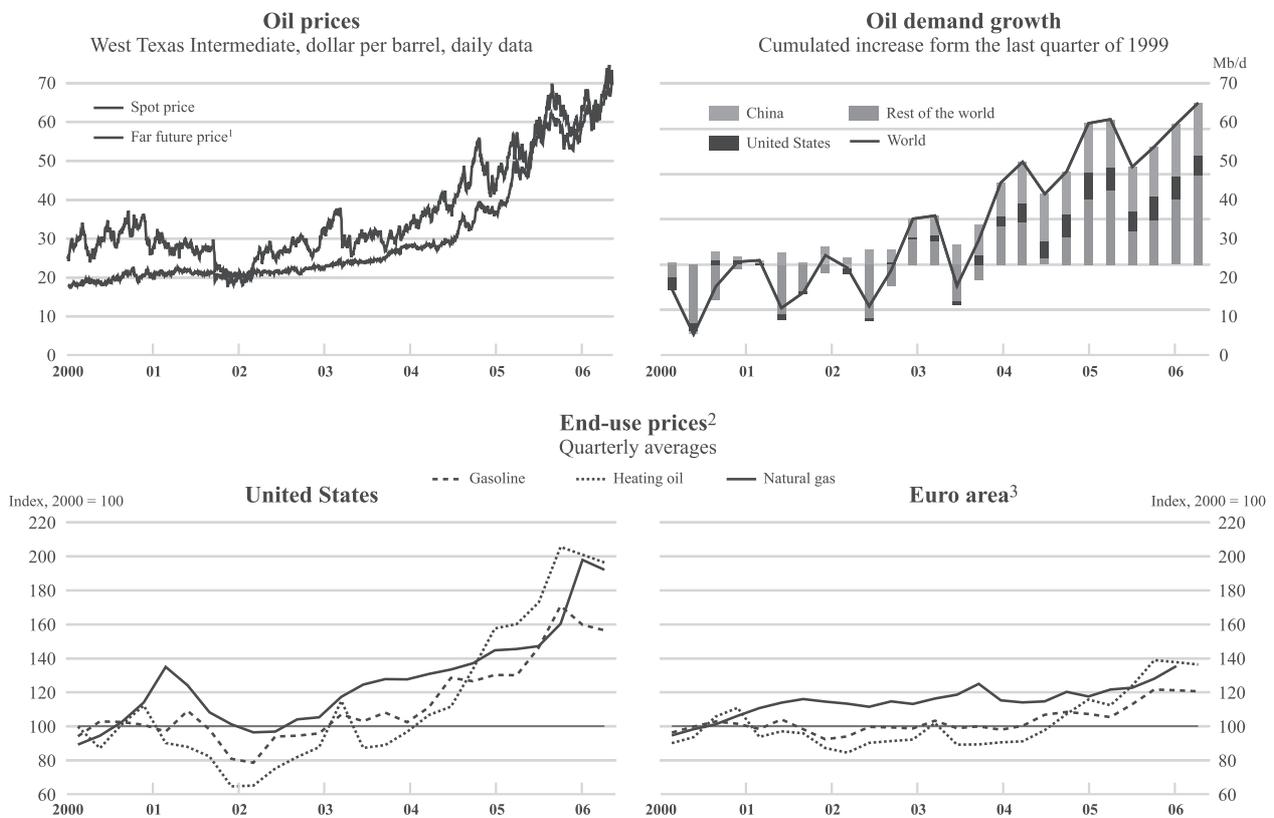
- Die geopolitischen Befürchtungen in Bezug auf die Versorgungssicherheit vor dem Hintergrund der zunehmenden politischen Unruhen in Nigeria, die das Ausfuhrvolumen dieses Landes um ein Viertel verringert haben, die anhaltende Unfähigkeit des Irak, seine Ölexporte wieder auf das Vorkriegsniveau zu bringen, und das Risiko einer Reduzierung der Öllieferungen im Zusammenhang mit der Situation im Iran⁴.

... und langsame angebotsseitige Reaktionen

- Es bestehen auch Befürchtungen, dass die Ölförderländer nicht genügend in Explorations- und Extraktionsaktivitäten investieren. Hinzu kommt, dass zwischen einer Investitionsentscheidung und der entsprechenden Inbetriebnahme neuer

4. Der Iran produziert knapp 4 Millionen Barrel pro Tag (mb/d) und exportiert 2½ mb/d, während die nigerianischen Ölexporte bei etwa 2¾ mb/d liegen. Die weltweiten freien Kapazitäten betragen nur etwas mehr als 2 mb/d, so dass die Möglichkeiten, Förderunterbrechungen in diesen Ländern zu kompensieren, begrenzt sind. Ein Risiko, dass es zu Angebotsstörungen kommt, besteht auch in Venezuela.

Figure I.2. Energy markets are hot



1. Far futures prices refer to the New York Merchandise Exchange contract on light crude with the farthest maturity (6 to 7 years).

2. For the United States, the heating oil prices refers to New York harbor No. 2 heating oil spot price FOB.

3. Euro area series are estimates based on the countries for which data are available.

Source: International Energy Agency, US Energy Information Agency, Datastream and OECD Economic Outlook 79 database.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/440453853845>

Förderkapazitäten eine lange Vorlaufzeit liegt, während die Fördererträge vieler konventioneller Ölfelder außerhalb der OPEC rückläufig sind. Daher könnte es mittelfristig zu einer Verringerung des Rohölangebots kommen, wenn nicht massiv in Upstream-Aktivitäten investiert wird.

Auch bei den Raffineriekapazitäten machen sich Engpässe bemerkbar

Bei den Downstream-Aktivitäten, z.B. in der Raffination, vergrößern sich gegenwärtig die Gewinnspannen, so dass normalerweise Anreize zur Behebung von Engpässen entstehen müssten. Dem Bau von Raffinerieanlagen stehen jedoch in allen Teilen der Welt erhebliche Hindernisse entgegen. Die US-amerikanische Raffineriewirtschaft könnte sich zudem angesichts der unlängst verabschiedeten strengeren Umweltgesetze Schwierigkeiten gegenübersehen, die verlangte Benzinqualität zu produzieren. Befürchtungen bestehen auch hinsichtlich der Anfälligkeit der Raffineriewirtschaft für Hurrikanschäden und das Fehlen strategischer Benzinreserven. Dementsprechend hat sich die Differenz bei den Gewinnspannen der Raffinerien ebenso wie bei den Preisen zwischen qualitativ hochwertigeren „süßen“ Rohölsorten und qualitativ minderwertigeren „sauren“ Sorten erneut vergrößert.

Die Ölpreise dürften hoch bleiben ...

Diese Marktstörungen könnten durchaus noch einige Zeit weiter bestehen und die vorsorgebedingte Ölnachfrage steigen lassen, die noch zu dem Nachfragedruck hinzukommt, der durch das rasche Wachstum in den Vereinigten Staaten und in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, insbesondere China, entsteht⁵. Auch nach den Kursen der Terminkontrakte mit fernem Erfüllungstermin zu urteilen, werden hohe Ölpreise um ihr derzeitiges Niveau voraussichtlich ein lang anhaltendes Phänomen sein, selbst wenn sie erheblich fluktuieren dürften⁶. In dem Maße wie hohe Ölpreise durch Angebotsstörungen oder diesbezügliche Befürchtungen verursacht werden, die sich in höheren Risikoprämien widerspiegeln, dürften sie in gewisser Weise eher mit den Ölschocks von Mitte und Ende der siebziger Jahre vergleichbar sein, die in der Vergangenheit Verlangsamungen der Wirtschaftstätigkeit nach sich gezogen haben⁷.

... wodurch sich die Terms of Trade der Ölverbraucherländer verschlechtern

Die Terms-of-Trade-Verluste, die der Wirtschaft des OECD-Raums insgesamt durch den zweieinhalbfachen Anstieg der Ölpreise zwischen 2002 und den ersten vier Monaten von 2006 entstanden sind, werden auf 1¼% des BIP geschätzt, wovon mehr als ein Viertel Russland und der Rest größtenteils den afrikanischen und den Ölförderländern des Nahen Ostens zugute kamen. Die hiermit verbundene Schmälerung der Realeinkommen in den OECD-Ländern und der dadurch entstehende Bremseffekt auf die Nachfrage erreichen mithin nahezu das Ausmaß, das während der früheren Ölpreisschocks zu beobachten war⁸.

Es gibt kompensierende Faktoren ...

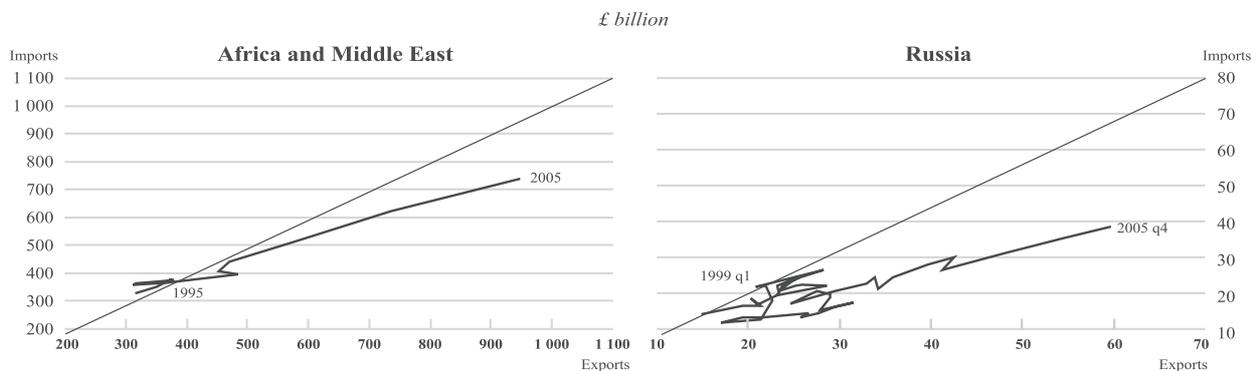
Die in die Ölförderländer transferierten Realeinkommen werden entweder wieder in den Öl importierenden Ländern ausgegeben oder in den Finanzkreislauf ausländischer Märkte zurückgeschleust. Sie stimulieren die Wirtschaftstätigkeit, indem sie entweder die Auslandsnachfrage steigen lassen oder einen Abwärtsdruck auf die Anleiherenditen ausüben, mit entsprechend positiven Effekten auf die Aktienkurse und andere Vermögenswertpreise in den Ölverbraucherländern⁹.

... doch könnte sich die Wiederausgabe der Öleinnahmen langsamer vollziehen als früher ...

Die Wiederausgabe der Öleinnahmen scheint im gegenwärtigen Ölpreiszyklus jedoch anders strukturiert zu sein. In früheren Zyklen begannen sich nach Ölpreispitzen recht bald Wiederausgabeeffekte bemerkbar zu machen, wohingegen sich diese Effekte bei dem gegenwärtigen Ölpreisschock offenbar über längere Perioden erstrecken. Eine Erklärung für die Veränderung dieses Musters ist die Tatsache, dass sich der gegenwärtige Ölpreisschock allmählicher vollzieht und infolgedessen auch der Anpassungsprozess in Richtung einer erhöhten Wiederausgabe der Gelder langsamer verläuft. Eine Gegenüberstellung von Ölexporteinnahmen und Importrechnung in den Ölförderregionen legt in diesem Konjunkturzyklus offenbar den Schluss nahe,

5. Die derzeitigen Schätzungen gehen davon aus, dass der Ölverbrauch in China von rd. 6½ mb/d im Jahr 2004 auf 8½ mb/d im Jahr 2010 ansteigen wird, was etwa einem Fünftel des Zuwachses der gesamten weltweiten Ölnachfrage in diesem Zeitraum entspräche, vgl. Congressional Budget Office, *China's growing demand for oil and its impact on US petroleum markets*, Washington, D.C., April 2006. Bisher kontrollierte China die Energiepreise für die Endverbraucher, was eine hohe Energienachfrage tendenziell stützte.
6. Während das Wachstum der Weltwirtschaft 2006 etwa gleich hoch sein dürfte wie 2004, wird die Ölnachfrage auf Grund der dämpfenden Effekte der Ölpreishausse voraussichtlich nur halb so schnell expandieren wie 2004. Jedoch werden die weltweiten freien Ölförderkapazitäten in den Jahren 2006 und 2007 wohl kaum wesentlich zunehmen, selbst wenn sich das Nachfragewachstum verlangsamt, denn einer Ausweitung des Angebots dürften Grenzen gesetzt sein.
7. Gehen höhere Ölpreise auf eine starke Zunahme der Ölnachfrage in einer florierenden Wirtschaft zurück, erreichen die Ölmärkte ihr Gleichgewicht bei einem höheren Konjunkturniveau als vor Eintritt des Preisanstiegs. Wenn der Grund für eine Ölpreishausse jedoch eine Angebotsstörung ist, steigen die Preise solange, bis die Kombination aus Substitutionseffekten und langsamerer Wirtschaftstätigkeit ausreicht, um Ölnachfrage und -angebot wieder ins Gleichgewicht zu bringen.
8. Die Terms-of-Trade-Verluste werden für den Zeitraum 1973-1975 auf 2% des OECD-weiten BIP und für den Zeitraum 1979-1980 auf 3% beziffert.
9. Soweit die akkumulierten Auslandsaktiva in den Ölförderländern nicht neutralisiert werden (d.h. die Liquidität anreichern), können die Mehreinnahmen auch die lokalen Aktien- und Immobilienmärkte anheizen, was wiederum den Prozess ihrer Wiederausgabe im Ausland beschleunigen kann.

Figure I.3. Imports of oil producers lag exports



Note: Data for Russia are quarterly but annual for Africa and Middle East.
Source: Central Bank of Russia and OECD Economic Outlook 79 database.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/871175201664>

dass die Wiederausgabe nur langsam in Gang kommt, aber davon auszugehen sein dürfte, dass sich die Reaktion mit der Zeit beschleunigt, wenn sich der Ölpreis auf seinem gegenwärtigen Niveau einpendelt (Abb. I.3). Gleichwohl gibt es gewisse Befunde, die darauf schließen lassen, dass die Wiederausgabe im Vergleich zu den Ölschocks der siebziger und achtziger Jahre inhärent langsamer geworden ist, da mehrere Ölförderländer es vorziehen, die vereinnahmten Gelder in Stabilisierungsfonds anzulegen, um so deren Effekte auf die Wirtschaft zu glätten¹⁰.

... und die Anlagemärkte sind gegenüber „Petrodollar“-Rückflüssen stärker exponiert

Da der nicht wieder ausgegebene Anteil der Energiemehreinnahmen in den Finanzkreislauf zurückgeschleust wird, dürften davon, wie erwähnt, ein Abwärtsdruck auf die Anleiherenditen und positive Effekte auf die Aktienmarktnotierungen in den OECD-Ländern ausgegangen sein. Hierin unterscheidet sich die Situation recht deutlich von der der siebziger Jahre, wo die Ölpreisschocks zu höheren Inflationserwartungen und zum Anstieg der Anleiherenditen geführt hatten, der tendenziell alle Rückschleusungseffekte übertraf. Außerdem unterscheidet sich auch die Art der Wiederanlage von Petrodollar von den Trends, die während früherer Episoden mit hohen Ölpreisen zu beobachten waren; so ist diesmal eine Verlagerung von Bankeinlagen hin zu handelbaren Vermögenswerten festzustellen¹¹. Auch hat sich in der Währungsstruktur eine Verschiebung von Dollar- zu Euroeinlagen vollzogen, wenn sich dieses Muster infolge der Vergrößerung des Zinsgefälles zu Gunsten des Dollar im Jahresverlauf 2005 auch z.T. ins Gegenteil verkehrte. Die Folge ist, dass die Finanzmärkte für Veränderungen im Portfolioverhalten der Ölförderländer relativ anfällig geworden sind.

Die globalen Ungleichgewichte verschärfen sich weiter

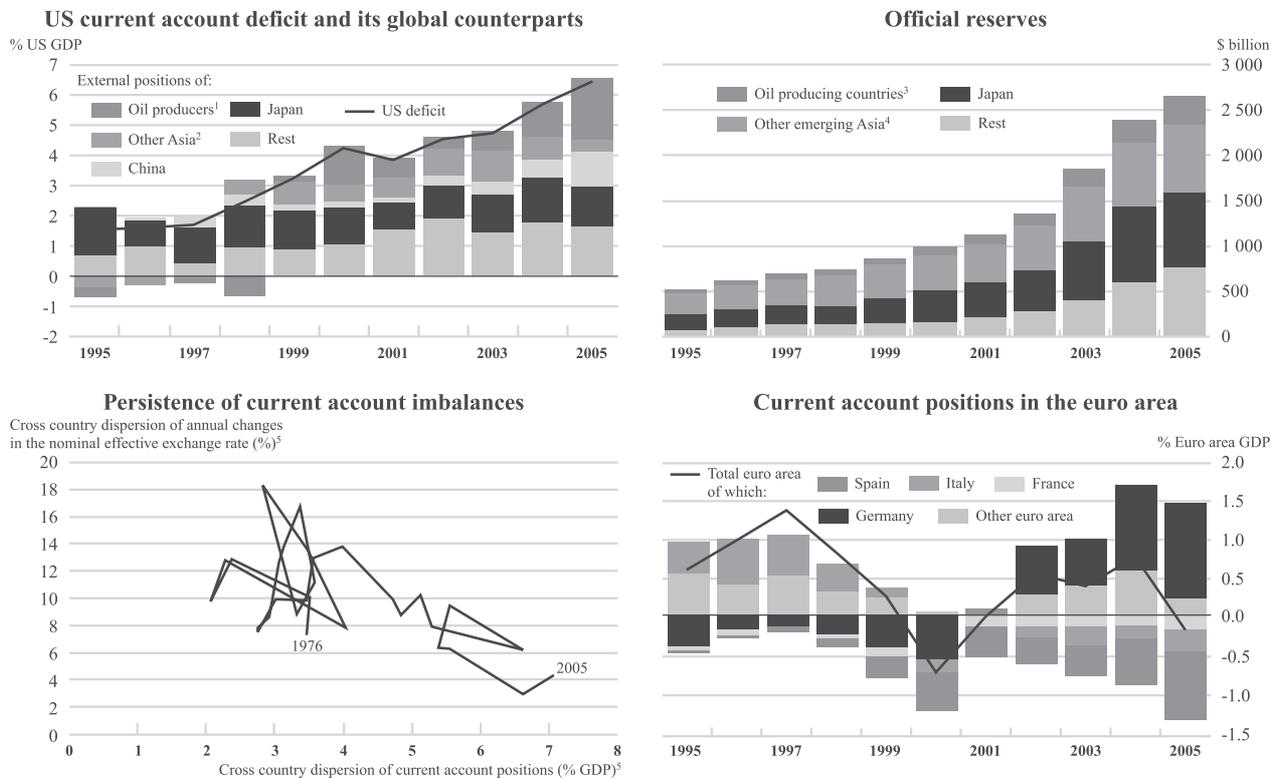
Die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte haben zugenommen

Ein weiteres auffälliges Merkmal der makroökonomischen Entwicklungen im gegenwärtigen Konjunkturzyklus ist die anhaltende Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten, das 2005 nahezu 6½% des BIP erreichte (Abb. I.4, oberer linker Teil). Der Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten

10. Eine Methode zur Messung des Tempos der Wiederausgabe besteht darin, die Differenz zwischen Exporten und Importen mit Hilfe eines Fehlerkorrekturmodells zu betrachten. Für die Region Afrika und Nahost legt dies den Schluss nahe, dass im Zeitraum 1977-1995 70% der zusätzlichen Exporteinnahmen nach zwei Jahren wieder ausgegeben wurden, gegenüber 62% im Zeitraum 1996-2005. Diese Differenz ist zwar ökonomisch gesehen von Bedeutung, statistisch aber nicht signifikant.

11. Wegen weiterer Einzelheiten vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, *Quartalsbericht*, März 2006.

Figure I.4. Current account imbalances are growing and official reserves soaring



1. Africa and Middle East, Central and Eastern Europe.

2. Non-OECD Asia and Oceania, excluding China and the Middle East.

3. Russia, Mexico, Algeria, Norway, Australia.

4. Chinese Taipei; India (from 1997); Hong Kong, China; Indonesia; Malaysia; Singapore and Thailand (from 1988).

5. Standard deviation from the arithmetic mean for all OECD countries. The panel is based on all OECD countries including the countries that have entered the euro area. Removing the individual euro area countries from the panel does not materially change the depicted relationship.

Source: OECD Economic Outlook 79 database, International Monetary Fund and European Central Bank.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/048357066556>

seit 2001, wo es 3,8% des BIP betragen hatte, steht ein entsprechender Anstieg der Leistungsbilanzüberschüsse der Ölförderländer gegenüber, der noch zu den ohnehin bereits beträchtlichen Überschüssen der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens (einschließlich Chinas) und Japans hinzukam. Auf Grund dieser Überschüsse ebenso wie der entsprechenden Devisenmarktinterventionen, die mit dem Ziel durchgeführt wurden, die Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar stabil zu halten, erhöhten sich die offiziellen Devisenreserven weltweit von etwa 500 Mrd. US-\$ im Jahr 1995 auf 4 Bill. US-\$ im Jahr 2005. Davon werden 40% von zwei Ländern, Japan und China, gehalten (Abb. I.4, oberer rechter Teil)¹².

Sie spiegeln eine Reihe fundamentaler Faktoren wider, wie ...

Diese Entwicklungen lassen sich durch eine Konstellation von Faktoren erklären, die irgendwann sicherlich wegfallen werden. Neben der zunehmend wichtigen Rolle der Öl exportierenden Länder im Hinblick auf die weltweiten Disparitäten zwischen den Leistungsbilanzpositionen zählen hierzu folgende Faktoren:

12. Europäische Zentralbank, „The accumulation of foreign reserves“, *Occasional Paper Series*, Nr. 43, Februar 2006.

... das Auftreten Asiens als Kapitalexporteur ...

- Den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, die über großes Wachstumspotenzial verfügen, fehlte es an der Kapazität, entweder einen hinreichenden Inlandsverbrauch zu erzeugen oder ihre Inlandsersparnis den Inlandsinvestitionen zuzuführen. Infolgedessen erwirtschafteten sie enorme Handelsbilanzüberschüsse und verzeichneten außerdem auf Grund der von ihren Zentralbanken verfolgten Politik, quasi feste Wechselkurse aufrechtzuerhalten, massive Devisenzuflüsse.

... eine geringe Ersparnisbildung in den Vereinigten Staaten ...

- In den Vereinigten Staaten ist die Nachfrage nach ausländischem Kapital das Gegenstück zu einer im Verhältnis zu den Investitionen zu geringen Ersparnisbildung, wobei das Ersparnisdefizit der privaten Haushalte und des öffentlichen Sektors den Ersparnisüberschuss des Unternehmenssektors bei weitem übersteigt. Dies geht größtenteils auf die Kombination aus niedrigen Zinsen, Steuerensenkungen und boomenden Wohnimmobilienmärkten seit Beginn des Abschwungs von 2000-2001 zurück¹³.

... und ein langsames potenzielles Wachstum im Euroraum und in Japan

- Unterdessen hat sich das Wachstumspotenzial in anderen ausgereiften Volkswirtschaften mit rascher Bevölkerungsalterung, wie den Ländern des Euroraums und Japan, verringert. Das Ergebnis war, dass die Kapitalströme aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens tendenziell vor allem den Vereinigten Staaten zugute kamen. Das trug dazu bei, dass das US-Leistungsbilanzdefizit zu relativ günstigen Bedingungen finanziert werden konnte.

Es wird wahrscheinlich irgendwann zu einer Trendwende kommen

Es steht letztlich eine Umkehr dieser Tendenzen zu erwarten, auch wenn nicht ohne weiteres erkennbar ist, wodurch und wann diese Wende eintreten wird¹⁴. Die derzeitige Ausweitung der Leistungsbilanzungleichgewichte hält schon wesentlich länger an und hat bislang weit geringere Wechselkursreaktionen hervorgerufen, als noch vor zehn Jahren für plausibel gehalten worden wäre – was vielleicht daran liegt, dass die Wechselkurse generell nicht mehr so reagibel sind wie früher (Abb. I.4, unterer linker Teil)¹⁵. Wie bereits erwähnt, konnten die Vereinigten Staaten die zur Finanzierung ihres Leistungsbilanzdefizits erforderlichen Kapitalzuflüsse bislang relativ problemlos mobilisieren. Sie haben dafür aber heute auch nicht mehr die Stellung eines bedeutenden internationalen Gläubigers inne, sondern weisen eine Nettoauslandsschuldenposition von etwas mehr als 20% ihres BIP auf, und ihr Leistungsbilanzdefizit ist etwa doppelt so hoch wie das Niveau, das mit einer stabilen Nettoauslandsschuldenposition zu vereinbaren wäre. Die Anhäufung von Dollarreserven in den Überschussländern bringt daher für letztere immer größere Risiken und Kosten mit sich, und die Bereitschaft dieser Länder, auf Dollar lautende Aktiva in ihren Bilanzen zu halten, könnte geringer werden. Das US-Defizit wird außerdem zu einem Vorwand für protektionistische Bestrebungen. Sollte dies die Überschussländer dazu veranlassen, ihre amtlichen US-Dollarreserven zu reduzieren, oder die diesbezüglichen Erwartungen verstärken, so könnte die Bereitschaft zur Stützung des US-Dollar nachlassen.

13. Das steht in deutlichem Gegensatz zu der Situation vor dem Abschwung, als die Kapitalzuflüsse von einem dynamischen und – wie sich herausstellte – überbewerteten Aktienmarkt angezogen worden waren.

14. Vgl. R.J. Caballero, E. Fahri und P.O. Gourinchas, „An equilibrium of ‘global imbalances’ and low interest rates“, *NBER Working Paper Series*, Nr. 11996.

15. Dies erklärt sich z.T. aus der Einführung stabilitätsorientierter Wechselkurssysteme in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens nach der Asienkrise von 1998. Grundlegender gesehen könnte dies auch als Beleg dafür gewertet werden, dass die Integration und Liberalisierung der Finanzmärkte die reibungslose Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten erleichtert und zur Abschwächung des als „Feldstein-Horioka-Puzzle“ bekannten Effekts geführt hat, was wiederum bedeutet, dass die Korrelation zwischen nationaler Ersparnisbildung und Investitionen geringer geworden ist.

Dieser Prozess könnte relativ geordnet verlaufen, da ...

Es lässt sich eine Reihe von Gründen dafür anführen, weshalb sich eine Korrektur des US-Leistungsbilanzdefizits, wenn es denn dazu kommt, in geordneten Bahnen und schrittweise vollziehen könnte:

... gewisse Bilanzeffekte als Puffer wirken könnten ...

– *Erstens* lautet der ganz überwiegende Teil der internationalen finanziellen Verbindlichkeiten der Vereinigten Staaten auf Dollar, was bedeutet, dass die daraus resultierende Belastung der US-Wirtschaft im Falle einer Abwertung nicht zunimmt. Dagegen lauten die Auslandsaktiva der Vereinigten Staaten größtenteils auf Fremdwährungen, so dass sie bei einer Dollarabwertung von positiven Wertberichtigungen profitieren würden. Infolgedessen dürfte zur Erreichung einer tragbaren Leistungsbilanzposition eine geringere Dollarabwertung erforderlich sein, als wenn die Anpassung allein über die Handelsbilanz erfolgen würde.

... in der Währungsreservepolitik der Zentralbanken abrupte Kehrtwendungen weniger wahrscheinlich sind ...

– *Zweitens* ist die Wahrscheinlichkeit einer abrupten Trendwende bei den Dollar Käufen der Zentralbanken der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, die in den letzten Jahren eine bedeutende Rolle gespielt haben, selbst wenn diese Käufe in jüngerer Zeit nachgelassen haben, geringer als bei den privaten Kapitalzuflüssen, was bei jeder Art von Anpassungsprozess einen stabilisierenden Faktor darstellen könnte.

... und die US-Kapitalmärkte zwangsläufig attraktiv bleiben

– *Drittens* kann das Wechselkursrisiko beim Dollar als gering eingeschätzt werden, da die US-Währung von der Kaufkraftparität her offenbar nicht überbewertet ist. Hinzu kommt, dass der Dollar auf Grund seiner Position als internationale Reservewährung sowie der Attraktivität der vergleichsweise liquiden US-Anlagemärkte für Vertrauenskrisen weniger anfällig ist.

Das Risiko einer abrupten und kostspieligen Anpassung besteht jedoch fort ...

Dennoch stimmen die meisten Beobachter darin überein, dass ein Ausgleich der Leistungsbilanz, ob früher oder später, immer unvermeidlicher scheint, dass die Korrektur mit einer Anpassung der Handelsbilanz verbunden sein wird und dass die hierzu erforderliche Dollarabwertung erheblich sein könnte (in der Größenordnung von $\frac{1}{3}$ - $\frac{1}{2}$). Der gegebenenfalls zu erwartende Saldenumschwung in den außenwirtschaftlichen Bilanzen könnte zu einem Anstieg der Risikoprämien und einer Umkehr der privaten Kapitalströme führen – nicht zuletzt deshalb, weil die weltweite Straffung des geldpolitischen Kurses (siehe weiter unten) Arbitragegeschäfte weniger lohnend macht¹⁶. Es besteht ferner ein breiter Konsens darüber, dass die Anpassung in den Vereinigten Staaten eine starke Verlangsamung des inländischen Nachfragewachstums induzieren müsste, was – sowohl über den Handel als auch über die Neubewertung der Aktiva – negative Spillover-Effekte auf andere Volkswirtschaften hätte¹⁷.

... mit negativen Effekten vor allem für den Euroraum

Der Euroraum dürfte hiervon besonders hart getroffen werden, zumal Rigiditäten an den Arbeits- und Dienstleistungsmärkten eine reibungslose Ressourcenverteilung vom Export- zum Nicht-Exportsektor hemmen. Im Euroraum werden zudem einige Länder stärker in Mitleidenschaft gezogen werden als andere, und die Mechanismen für den Anpassungsprozess innerhalb des Euroraums könnten insofern überfordert

16. Ländervergleichende Untersuchungen liefern eher dürftige Anhaltspunkte dafür, dass eine Wechselkursanpassung einen starken Anstieg der Anleiherenditen zur Folge hätte, siehe z.B. J.E. Gagnon, „Currency crashes and bond yields in industrial countries“, Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, Nr. 837, 2005. In den Stichproben überwiegen aber im Allgemeinen kleinere Länder, die Anleihen in Fremdwährung aufnehmen und daher das Wechselkursrisiko tragen. Nachdem das US-Leistungsbilanzdefizit ein bisher unbekanntes Ausmaß erreicht hat, dürften die historischen Ländervergleichsdaten keine sehr verlässliche Orientierungshilfe mehr darstellen, zumal in US-Aktiva investierende Ausländer den größten Teil des Wechselkursrisikos tragen.

17. Wegen eines solchen Szenarios vgl. „Szenarien einer harten Landung des Dollar: Kalibrierung und Simulation“, Anhang I.2 in *OECD-Wirtschaftsausblick 77*, Juni 2005.

sein, als den Ländern die Wechselkurs- und Zinsanpassungskanäle fehlen. Das zeigt sich bereits heute an dem hartnäckigen Fortbestand von Leistungsbilanzungleichgewichten innerhalb des Euroraums, wobei sich die Leistungsbilanzsalden einiger Länder – vor allem die Italiens, Spaniens, Griechenlands und Portugals – infolge anhaltender Einbußen an Wettbewerbsfähigkeit stetig in Richtung Defizit entwickeln, andere Länder dagegen beständige Rekordüberschüsse verzeichnen (Abb. I.4, unterer rechter Teil). Diese Disparitäten bestehen offenbar länger fort, als zum Zeitpunkt der Einführung der Gemeinschaftswährung erwartet worden war.

Die Finanzmarktbedingungen könnten restriktiver werden

Die Finanzmarktbedingungen sind bislang noch günstig

Die Finanzmarktbedingungen sind zum gegenwärtigen Zeitpunkt überall in der Welt noch günstig und wirken als Antriebskraft für den Konjunkturaufschwung. Die langfristigen Realzinssätze sind im historischen Vergleich niedrig, selbst wenn die nominalen Anleiherenditen signifikant auf den Anstieg der kurzfristigen Zinssätze infolge der restriktiveren Geldpolitik bzw. angesichts der Erwartung einer solchen Straffung in den großen Volkswirtschaften reagiert haben (Abb. I.5). Das trug dazu bei, die Dynamik auf den Wohnimmobilienmärkten aufrechtzuerhalten, womit der Boom der realen Wohnimmobilienpreise nunmehr der längste seiner Art seit den siebziger Jahren ist. Trotz eines leichten Wiederanstiegs verharrten die Risikoprämien auf Unternehmensschuldverschreibungen auf niedrigem Niveau. Die Aktienmärkte, die seit Anfang 2003 relativ stetig expandieren, erzielten 2006 weitere Zugewinne, während die Notierungen, am Kurs-Gewinn-Verhältnis gemessen, den historischen Werten entsprachen. Gleichwohl hat sich die Kreditausweitung in den Vereinigten Staaten als Reaktion auf den Anstieg der Zinssätze verlangsamt. Im Euroraum hingegen hat sich das Kreditwachstum – unter dem Einfluss der dynamischen Bedingungen an den Wohnimmobilien- und Hypothekenkreditmärkten sowie infolge der Nachfrage nach Unternehmenskrediten – kräftig belebt und ist in Japan in den positiven Bereich zurückgekehrt.

... doch könnten die langfristigen Anleiherenditen stärker als projiziert steigen ...

Eine etwaige Verschlechterung der bislang günstigen Finanzmarktbedingungen im Zusammenhang mit einer Leistungsbilanzanpassung hätte jedoch bedeutende Konsequenzen für die kurzfristigen Aussichten und Risiken. Was das niedrige Niveau der realen Anleiherenditen betrifft, gibt es eine Reihe längerfristiger Fundamentaldaten, die Einfluss auf die Laufzeitprämien haben (Kasten I.2). Diese Einflussfaktoren dürften noch eine Zeit lang fortbestehen, doch ist ein erneuter starker Anstieg der Zinssätze zumal dann nicht auszuschließen, wenn die Besorgnis hinsichtlich der langfristigen Tragbarkeit der weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte und öffentlichen Finanzpositionen die Anleihemärkte in Mitleidenschaft zu ziehen begänne. Bei den derzeitigen Projektionen (siehe weiter unten) wird davon ausgegangen, dass die Anleiherenditen im weiteren Jahresverlauf und im nächsten Jahr in allen großen Regionen der OECD nur allmählich steigen, wobei die Steigerung aber auch kräftiger ausfallen könnte.

... was die Wohnimmobilienmärkte in Mitleidenschaft ziehen würde ...

Ein Anstieg der Anleiherenditen könnte für die Wohnimmobilienmärkte, die in vielen Ländern ein Antriebsmotor für die Nachfrage der privaten Haushalte sind, besonders gravierende Folgen haben. Nach gewissen Indikatoren zu urteilen, sind die Wohnimmobilienpreise auf den meisten Märkten gar nicht so weit von den Fundamentaldaten entfernt. Wie bereits im vorigen *Wirtschaftsausblick* erörtert wurde, hängt die Frage, inwieweit die realen Wohnimmobilienpreise wohl richtig bewertet sind, jedoch entscheidend davon ab, ob die längerfristigen Zinssätze auf oder nahe an dem

Figure I.5. Financial conditions are still easy



1. 10-year government bonds, monthly averages.

2. Deflated by core inflation (private consumption expenditure deflator excluding food and energy for the United States, consumer price index excluding food and energy for Japan and harmonised index of consumer prices excluding energy and unprocessed food for the euro area).

3. Spread between 10-year government bond yields and 3-month money market rates.

4. United States and euro area: Spread between Merrill Lynch corporate BBB bonds and government bonds based on average yields for 5-7 and 7-10 years.

Japan: Spread between corporate Baa and 5-year government bond yields.

5. Wilshire 5000 for the United States, Nikkei 225 for Japan and FTSE Eurotop 100 for the euro area.

6. Credit to public and private sector.

Source: US Federal Reserve Board, Bank of Japan, European Central Bank and Datastream.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/734471368602>

Kasten I.2 Warum sind die Anleiherenditen so niedrig?

Dass die nominalen (und realen) langfristigen Zinssätze seit 2002 trotz der rasch steigenden Energiepreise und der hohen und hartnäckig fortbestehenden Haushaltsdefizite in den großen Volkswirtschaften durchweg auf niedrigem Niveau lagen, war umso bemerkenswerter, als der Kurs der Geldpolitik entweder bereits gestraft worden war oder eine solche Strafung zu erwarten stand. Eine Folge hiervon war, dass sich die Renditekurven abflachten und in einigen Fällen – zumindest eine Zeit lang – leicht invers wurden. Darin war vermutlich weniger ein Vorausindikator für eine bevorstehende Rezession¹ oder künftig wesentlich von ihrem derzeitigen Niveau abweichende Leitzinsen² als vielmehr die Folge eines deutlichen Rückgangs der „Laufzeitprämie“ zu sehen, d.h. der zusätzlichen Rendite, auf die die Anleger als Ausgleich für das Risiko von Kapitalverlusten bei längerfristigen Anleihen Anspruch erheben³.

Was die Laufzeitprämie betrifft, so war ihr Rückgang – basierend auf Messungen der Prämie für längerfristige Anlagen – bei US-Renditen insofern besonders markant, als der Prozess der Normalisierung des geldpolitischen Kurses in den Vereinigten Staaten weit fortgeschritten ist (vgl. Abbildung). Ein Rückgang ist aber auch im Euroraum und in Japan zu beobachten. Hierfür werden mehrere Gründe genannt:

- Die Inflationserwartungen scheinen auf der Basis verschiedener Hilfsvariablen (sowohl in kürzer- als auch längerfristiger Perspektive) fester verankert zu sein. Das mag die gestiegene Glaubwürdigkeit der Geldpolitik widerspiegeln, die die Verunsicherung über die künftige Entwicklung der Leitzinsen verringert und so zu sinkenden Laufzeitprämien geführt hat.
- Verstärkt wurde dieser Glaubwürdigkeitseffekt noch dadurch, dass die Inflation in den letzten Jahren nicht nur auf niedrigem Niveau verharrte, sondern auch durch externe Schocks, und insbesondere in jüngster Zeit die starke Ölpreishausse, nicht außer Kontrolle geriet. Diese maßvolle Inflationsentwicklung ist bis zu einem gewissen Grade sicherlich der zunehmenden Globalisierung zu verdanken (vgl. Kasten I.5 weiter unten).

Auch eine Reihe anderer Faktoren scheint die längerfristigen Zinssätze weiter auf niedrigem Niveau zu halten, was ein Sinken der beobachteten Risikoprämien bewirkt hat.

- Es kann argumentiert werden, dass der „neutrale“ reale Leitzinssatz gesunken ist⁴. Sofern dies zutrifft, würden auch die längerfristigen Zinssätze auf einem niedrigeren Niveau liegen als in der Vergangenheit.
- Auf globalisierten Finanzmärkten spielt das Verhältnis zwischen weltweiter Ex-ante-Ersparnis und Investitionen (Nettoersparnis) eine Rolle. In den Industriestaaten, vor allem den Vereinigten Staaten, scheint die gesamte negative Nettoinlandsersparnis durch die hohe Ex-ante-Nettoersparnis der aufstrebenden Marktwirtschaften (namentlich in Asien und in jüngerer Zeit auch in den Öl exportierenden Entwicklungsländern) mehr als kompensiert worden zu sein. Die steigende Tendenz der Nettoersparnis der aufstrebenden Märkte scheint in einigen Fällen daraus zu resultieren, dass einerseits Besorgnis über die Angemessenheit der Sozialversicherungssysteme der jeweiligen Volkswirtschaften angesichts der Bevölkerungsalterung herrscht und andererseits eine Korrektur der zuvor überhöhten inländischen Investitionen notwendig erscheint.
- Zugleich haben die aufstrebenden Marktwirtschaften, vor allem in Asien, auch Devisenreserven, insbesondere in Form von US-Schatzobligationen, akkumuliert. Ein Teil dieser Reservebildung ist die direkte Folge von Maßnahmen zur Aufrechterhaltung relativ fester Wechselkurse, wenn auch in China der überwiegende Teil der ausländischen Vermögenswerte von privater Seite erworben wurde, weil es dort mangels eines gut entwickelten Finanzsystems nicht genügend Anlagemöglichkeiten gibt. In jüngerer Zeit hat auch die Rückschleusung eines Teils der Öleinnahmen der OPEC- und anderer Ölförderländer eine Rolle gespielt.

(Fortsetzung nächste Seite)

derzeitigen niedrigen Niveau verharrten¹⁸. Die Länder, in denen selbst bei den derzeitigen oder auch nur etwas höheren Zinssätzen die Gefahr besteht, dass die Expansion der Wohnimmobilienmärkte zum Stillstand kommt, sind die Vereinigten Staaten, Frankreich, Spanien, Irland, Neuseeland, Dänemark und Schweden (Kasten I.3)¹⁹.

18. Vgl. „Jüngste Entwicklungen bei den Wohnimmobilienpreisen: Die Rolle der wirtschaftlichen Fundamentaldaten“, Kapitel III in *OECD-Wirtschaftsausblick 78*, Dezember 2005.

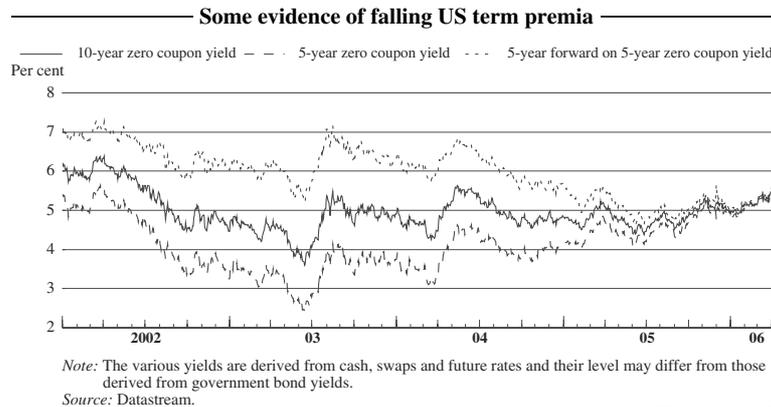
19. Dort, wo boomende Wohnimmobilienmärkte zu makroökonomischen Ungleichgewichten und Spannungen beigetragen haben, kann die Erreichung eines Höchststands mit nachfolgender „sanfter Landung“ in der Tat eine positive Entwicklung sein. Eine „harte Landung“ kann jedoch nicht ausgeschlossen werden.

(Fortsetzung)

- Letztlich könnten auch Portfoliumschichtungen einen Beitrag geleistet haben. Pensionsfonds und Unternehmen mit Leistungsprimat-Rentenplänen nehmen in ihren Portfolios möglicherweise Umschichtungen zu Gunsten von Schuldtiteln vor, um ihren effektiven und künftigen Rentenverpflichtungen nachkommen zu können, doch scheint dieses Problem zum gegenwärtigen Zeitpunkt vor allem das Vereinigte Königreich zu betreffen.

Zwar hatte sicherlich jeder dieser Faktoren Einfluss auf Laufzeitprämien und Renditeniveaus, doch ist es schwierig, eine Gewichtung vorzunehmen. Immerhin lässt sich etwas darüber aussagen, welche dieser Faktoren möglicherweise längerfristig wirksam sind, was für den *Wirtschaftsausblick* vor allem jetzt von besonderer Bedeutung ist, da die langfristigen Zinssätze allmählich zu steigen scheinen. In diesem Zusammenhang wird die mühsam errungene Glaubwürdigkeit der Geldpolitik aber wohl von Bestand sein. Zwar werden die Globalisierungseffekte auf das Preis- und Inflationsniveau eines Tages wegfallen, doch ist dieser Moment noch lange nicht gekommen.

Hingegen besteht eine gewisse Unsicherheit in Bezug auf die Frage, wie dauerhaft einige andere Faktoren sind, von denen angenommen wird, dass sie ebenfalls eine Rolle spielen. Die hohe Ex-ante-Nettoersparnis der Entwicklungs- und der Ölförderländer wird nur so lange andauern, bis die ihr zu Grunde liegenden Ziele erreicht sind, auch wenn dies vielleicht noch nicht so bald der Fall sein wird. Zwar werden in nächster Zeit keine größeren Veränderungen der Wechselkurspolitik der asiatischen Länder, namentlich Chinas, erwartet, doch könnte sich das Tempo der Bildung von Devisenreserven auf Grund von Befürchtungen hinsichtlich der inländischen Inflation oder auch des internationalen Drucks zum Abbau der Leistungsbilanzüberschüsse mittelfristig verlangsamen. Ferner könnte es auch zu Portfolio-Umschichtungen gebietsfremder Inhaber von US-Schatzobligationen zu Gunsten von Aktienanlagen kommen, wodurch Aufwärtsdruck auf die Zinssätze entstehen könnte.



1. Während die Abflachung der Renditekurve früher zuweilen ein recht verlässlicher Vorauskindikator für Rezessionen war, scheint dies heute nicht mehr der Fall zu sein, zumindest nicht in den Vereinigten Staaten, wo sich die Kurve am stärksten abgeflacht hat, was z.T. daran liegt, dass das Niveau des Tagesgeldsatzes der Federal Reserve nicht besonders hoch ist (vgl. J.H. Wright, „The yield curve and predicting recessions“, *Federal Reserve Board of Governors Working Paper*, 2006-7).
2. Zwar existiert diese Möglichkeit, doch gehen die meisten Prognoseinstitute nicht davon aus und auch die Laufzeitenstruktur der kurzfristigen Zinssätze liefert keine Anhaltspunkte hierfür.
3. Vgl. R. Ahrend, P. Catte und R. Price, „Factors behind low long-term interest rates“, *OECD Economic Department Working Papers*, erscheint demnächst, 2006 sowie darin zitierte Quellenangaben.
4. Vgl. „Wo liegt das ‚neutrale‘ Zinsniveau?“, Kasten I.4, *OECD-Wirtschaftsausblick* 76, Dezember 2004.

... und vielleicht auch den Unternehmenssektor

Die Konsequenzen bekäme auch der Unternehmenssektor zu spüren. Die Renditen für Unternehmensschuldverschreibungen sind leicht gestiegen, bleiben aber bei fast allen Kategorien langfristiger Papiere niedrig, und die Renditeabstände gegenüber öffentlichen Schuldtiteln liegen in den Vereinigten Staaten wie auch im Euroraum immer noch weit unter den Durchschnittswerten von 1998-2003. Die Risikoprämien für Schuldtitel der aufstrebenden Märkte liegen ebenfalls noch auf einem relativ niedrigen Niveau. Die Tatsache, dass sich die Risikoprämien in jüngster Zeit erhöht haben, überrascht insofern nicht, als sie tendenziell steigen, wenn der Liquiditätsüber-

Kasten I.3 Nähern sich die Wohnimmobilienpreise einem historischen Höchststand?

Die Wohnimmobilienpreise sind in realer Rechnung seit Mitte der neunziger Jahre in der Mehrzahl der OECD-Länder drastisch gestiegen, wobei der gegenwärtige Boom seit den siebziger Jahren der längste dieser Art im OECD-Raum ist (Tabelle). Verschiedene Indikatoren legen den Schluss nahe, dass die Wohnimmobilienpreise gar nicht so weit von den ökonomischen Grundgegebenheiten an den meisten Märkten entfernt sind¹. Jedoch hängt der Grad, bis zu dem die realen Wohnimmobilienpreise richtig bewertet zu sein scheinen, entscheidend davon ab, ob die Zinssätze auf oder nahe an ihrem derzeitigen historischen Tiefstand verharren. Sollte es zu einem bedeutenden Anstieg der Zinssätze kommen, besteht die Gefahr, dass die Aufwärtsentwicklung der realen Wohnimmobilienpreise zum Stillstand kommt. Den Erfahrungen der Vergangenheit zufolge könnte es dann in der Folgezeit zu erheblichen realen Preisrückgängen im Rahmen eines lang andauernden Prozesses kommen.

Development in real house prices

	Average annual percentage rate of change			
	1970-1990	1990-1995	1995-2000	2000-2005
United States	1.0	-1.1	2.3	6.4
Japan	3.0	-2.9	-2.6	-4.6
Germany	0.2	0.8	-1.6	-2.8
France	1.9	-2.7	2.1	9.4
Italy	3.5	-1.8	-0.9	6.6
United Kingdom	4.0	-4.4	8.1	9.9
Canada	2.6	-1.0	0.0	5.9
Australia	2.0	-0.2	3.5	7.7
Denmark	-0.3	1.8	6.7	5.5
Finland	2.2	-10.2	7.8	3.8
Ireland	1.7	1.0	17.6	7.8
Netherlands	0.8	4.6	10.8	2.6
New Zealand	1.6	2.8	1.7	9.8
Norway	0.3	-0.6	9.3	4.5
Spain	3.9	-1.6	2.6	12.2
Sweden	0.5	-5.8	6.3	6.0
Switzerland	2.2	-6.0	-2.7	1.5
Average	1.8	-1.6	4.2	5.4
Excluding Germany and Japan	1.9	-1.7	5.0	6.6

Source: Update of series reported in Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord and C. André, "Recent house price developments: the role of fundamentals", OECD Economics Department Working Papers, No. 475, 2006.

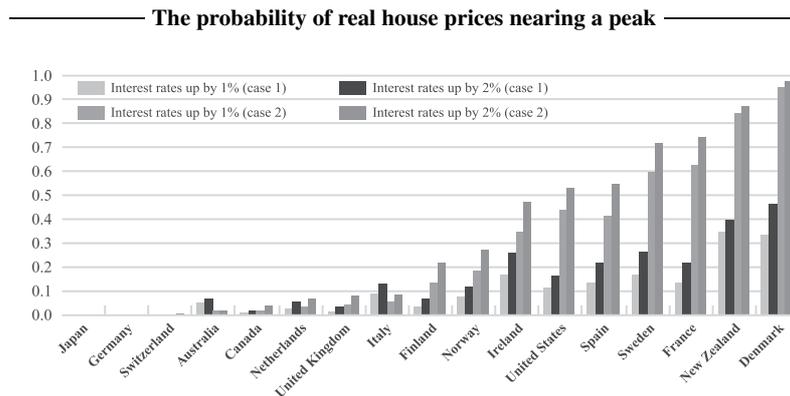
StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/065634854020>

Die realen Wohnimmobilienpreise haben im derzeitigen Konjunkturzyklus bisher nur in zwei Ländern ihre Höchststände erreicht, nämlich in Finnland im ersten Quartal 2000 und in Australien im ersten Quartal 2004, während sich der Preisanstieg in zwei anderen Ländern, dem Vereinigten Königreich und den Niederlanden, deutlich verlangsamt hat. In den meisten Ländern hielt der Aufwärtstrend jedoch an und beschleunigte sich teilweise sogar. Zur Quantifizierung der Wahrscheinlichkeit, dass der Preisauftrieb in der gegenwärtigen Situation zum Stillstand kommt, wurde für den Zeitraum 1970-2005 ein Probit-Modell geschätzt, wobei eine begrenzte Anzahl der gemeinhin als wichtigste Einflussfaktoren betrachteten Variablen zu Grunde gelegt wurde. Neben den Zinssätzen zählen hierzu Konjunkturüberhitzungsindikatoren, wie die Lücke zwischen den realen Wohnimmobilienpreisen und ihrem langfristigen Trend sowie die Veränderungen dieser Preise in der jüngsten Vergangenheit². Die abhängige Variable nimmt in den vier Quartalen im Vorfeld und im Quartal des Höchststands der realen Wohnimmobilienpreise selbst den Wert eins, ansonsten den Wert null an. Danach wurden Simulationen durchgeführt, in denen ein Anziehen der Zinssätze um 100 bzw. 200 Basispunkte unterstellt wurde. Die Ergebnisse wurden für zwei Fälle geliefert, einmal für den Fall, dass die realen Wohnimmobilienpreise auf ihrem zuletzt beobachteten Niveau verharren (Fall 1) und zum anderen den Fall, dass die realen Wohnimmobilienpreise noch ein weiteres Jahr in demselben Tempo steigen (oder sinken) wie 2005 (Fall 2). Fall 2 soll die bei der gegenwärtigen Preisentwicklung zunehmende Anfälligkeit der Wohnimmobilienmärkte gegenüber Zinsschocks veranschaulichen.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Die wichtigsten Ergebnisse sind nachstehend zusammengefasst (Abbildung)³. In den meisten Ländern würden die Wohnimmobilienmärkte einen Anstieg der Zinssätze um 1-2 Prozentpunkte bei dem derzeitigen realen Preisniveau für Wohnimmobilien elastisch verkraften. Eine Ausnahme bilden allerdings Dänemark und Neuseeland, wo die Wahrscheinlichkeit eines Rückgangs dieser Preise bei etwa 40% liegen würde. Natürlich würden die realen Wohnimmobilienpreise auch in anderen Ländern von einem derartigen Zinsschock nicht unberührt bleiben, die Wahrscheinlichkeit eines wirklichen Preiseinbruchs wäre aber begrenzt. Ein ganz anderes Bild ergibt sich hingegen, wenn davon ausgegangen wird, dass die realen Preise in den einzelnen Ländern noch ein weiteres Jahr lang in dem 2005 beobachteten Tempo steigen. In diesem Fall würde eine Anhebung der Zinssätze die Wahrscheinlichkeit eines Umschwungs am Wohnimmobilienmarkt auch in den Vereinigten Staaten, Frankreich, Irland, Spanien und Schweden auf 50% oder mehr erhöhen.



Note: Case 1 refers to the situation in which the interest rate shock kicks in at current real house prices. Case 2 assumes that real house prices further increase (or decrease) at the pace observed in 2005 for another year before the interest rate shock kicks in. To call a peak it is required that real prices fall over a period of at least six quarters after having risen by at least 15% cumulatively over a period of six quarters.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/600065857468>

1. N. Girourad, M. Kennedy, P. van den Noord und C. André, „Recent house price developments: the role of fundamentals“, *OECD Economics Department Working Papers*, Nr. 475, 2006.
2. Obwohl das Probit-Modell ursprünglich für Mikroapplikationen konzipiert wurde, kann es auch verwendet werden, um so genannte „Trigger-Effekte“ in gesamtwirtschaftlichen Datenreihen zu erfassen, wobei die Wahrscheinlichkeit eines nahenden Höchststands ab einem bestimmten Schwellenwert von gering auf hoch umschwenkt, wie dies zuweilen an Aktien- und Immobilienmärkten zu beobachten ist. Wegen näherer Einzelheiten vgl. „Are house prices nearing a peak? A probit analysis for 17 OECD countries“, *OECD Economics Department Working Papers*, Nr. 498. Ein Probit-Modell wurde bereits bei aggregierten Datenreihen über Wohnimmobilienpreise in einer von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich durchgeführten Studie mit einigem Erfolg angewandt. Vgl. C. Borio und P. McGuire, „Twin peaks in equity and house prices?“, *BIS Quarterly Review*, März 2004.
3. Die hier wiedergegebenen Simulationen basieren auf einer für alle 17 Länder geschätzten Modellversion. Es wurden auch Modelle für die einzelnen Länder geschätzt, die überwiegend ähnliche Resultate erbrachten. Berechnet wurden die Wahrscheinlichkeiten auf der Basis von Informationen bis zum Ende des vierten Quartals 2005.

schuss abnimmt oder die kurzfristigen Zinsen anziehen²⁰. Wenn die derzeitigen Risikoaufschläge auch relativ gut den Fundamentaldaten, wie günstige Konjunkturaussichten sowie (tatsächliche und erwartete) Ausfallquoten entsprechen, kommt es bei dieser Einschätzung doch entscheidend darauf an, dass die unterstellten Ausfallquoten nicht zu optimistisch sind und die Aussichten insgesamt weiter günstig bleiben, wofür es aber keine Garantie gibt.

20. Vgl. T. Sløk und M. Kennedy, „Explaining risk premia on bonds and equities“, *OECD Economic Studies*, Nr. 40, 2005/I.

Auch eine positivere Entwicklung ist möglich

Die bessere Rentabilität könnte sich in höheren Investitionen niederschlagen

Die Unternehmensrentabilität ist im gesamten OECD-Raum hoch, und obgleich bislang punktuelle Befunde darauf schließen lassen, dass die Unternehmen einen Teil ihres verbesserten Cashflow zur Sanierung ihrer Bilanzen nach der vorangegangenen Abschwungphase nutzten, dürfte dieser Prozess mittlerweile – zumindest weitgehend – abgeschlossen sein. Die Investitionen könnten daher stärker an Dynamik gewinnen, als im vorliegenden *Wirtschaftsausblick* projiziert wird.

Die Ölpreise könnten nachgeben, und die Wiederausgabe der Petrodollar könnte zunehmen

Die Spannungen an den Energiemärkten könnten schließlich nachlassen, andererseits könnte sich auch das Tempo der Wiederausgabe der Einnahmen der Ölförderländer beschleunigen und der Konjunktur zusätzliche Impulse verleihen. Jeder dieser Faktoren bzw. alle zusammengenommen hätten positive Effekte auf die Beschäftigung, was allerdings in Volkswirtschaften, die sich nahe an der Vollbeschäftigung befinden oder diese erreicht haben, einen Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben würde, mit den entsprechenden Konsequenzen für die Geldpolitik.

DIE WIRTSCHAFTLICHEN AUSSICHTEN SIND IMMER NOCH RECHT GUT

Die meisten Kurzzeitindikatoren sind günstig

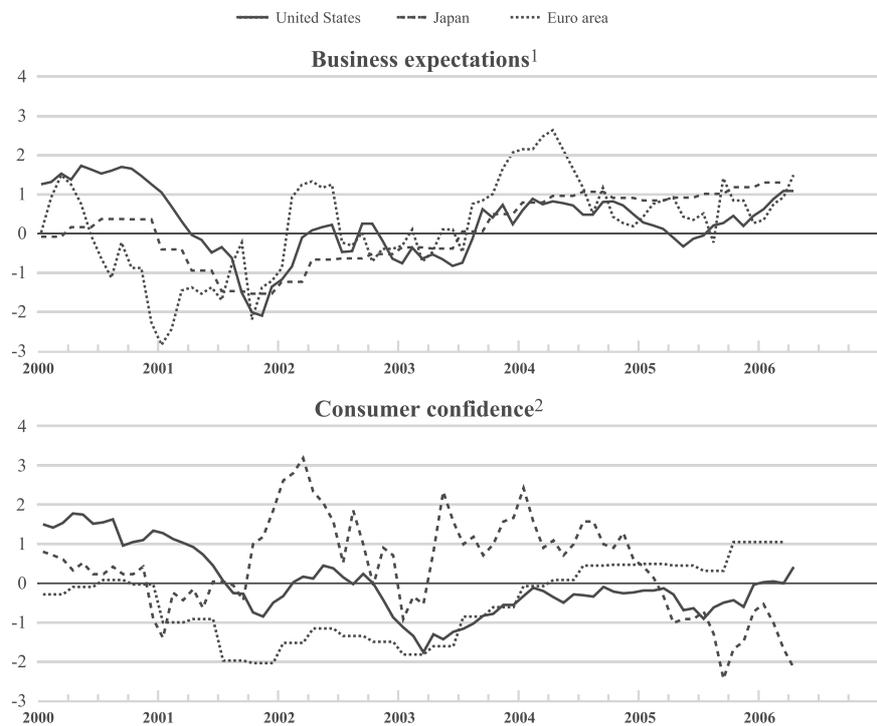
Alles in allem deutet der Ausblick für den OECD-Raum auf eine relativ lebhafte Entwicklung hin. In der Tat lassen die Kurzzeit-Frühindikatoren der Wirtschaftstätigkeit generell auf eine in nächster Zukunft vergleichsweise rasche Expansion schließen. Vor allem liegen die Indikatoren für das Geschäftsklima jetzt weit über ihrem langfristigen Durchschnitt, wenngleich die Konsumklimaindikatoren ein gemischteres Bild zeichnen (Abb. I.6). Selbst im Euroraum mit seiner langen Bilanz von „Fehlstarts“, wo sich die zukunftsorientierten Erhebungsdaten in den vergangenen Jahren meist als zu optimistisch erwiesen haben, scheinen sich die Anzeichen für eine kurzfristige Erstarung der Wirtschaft jetzt, da aus allen großen Ländern des Euroraums hohe Produktionserwartungen und Auftragseingänge in der Verarbeitenden Industrie gemeldet werden, zu mehren und konkreter zu werden. Zwischenzeitlich haben sich die Indikatoren des Verbrauchervertrauens gegenüber ihrem langfristigen Durchschnitt im Euroraum etwas und in Japan deutlich verbessert. Hingegen konnte sich das Konsumklima in den Vereinigten Staaten nicht ganz von den drastischen Einbußen im Gefolge der Wirbelstürme sowie der anschließenden Hausse der Benzinpreise erholen und hat sich jüngst sogar erneut eingetrübt.

Starkes Wachstum im ersten Halbjahr 2006

Gemäß den jüngsten Datenveröffentlichungen und Indikatormodellen der OECD – mit deren Hilfe Kurzzeitstatistiken in Punktschätzungen für das Wachstum in den folgenden ein bis zwei Quartalen umgemünzt werden²¹ – wachsen die sieben größten Volkswirtschaften als Gruppe in den ersten beiden Quartalen 2006 mit einer Jahresrate von rd. 3% (Tabelle I.4). Das bedeutet – vor allem in den Vereinigten Staaten und im Euroraum – eine starke Belebung gegenüber den weichen Daten des letzten Quartals 2005²². Besonders kräftig fällt die Beschleunigung in den Vereinigten Staaten aus, wo sich die Zuwachsraten den Schätzungen zufolge in einer Bandbreite von 4-5% bewegen. Unter den größeren Ländern des Euroraums hat sich das geschätzte Wachstum

21. Vgl. F. Sédillot und N. Pain, „Indicator models for real GDP growth in the major OECD economies“, *OECD Economic Studies*, No. 40, 2005/I.

22. Die Wachstumsstärke im ersten Quartal 2006 erklärt sich aus einer Trendwende bei mehreren Sonderfaktoren im letzten Quartal 2005. In den Vereinigten Staaten zählten hierzu die erratischen Automobilverkäufe infolge der reduzierten Rabatte, Schwankungen bei den Verteidigungsausgaben wie auch witterungsbedingte Probleme bei Konsum und Wohnungsbau.

Figure I.6. **Business confidence is improving**

Note: All series have been normalised at the average for the period starting in 1985 and are presented in units of standard deviation. Monthly data, seasonally adjusted except Japan (quarterly, s.a.).

1. USA: Purchasing Manager Index: Production Tendency (Institute for Supply Management); Japan: Business Survey (manufacturing): Prospect; Euro area: Business Survey (manufacturing): Future Production Tendency.
2. USA: Consumer Confidence Survey – Expected Economic Situation; (University of Michigan), Japan: Consumer Behaviour Survey index, Euro area: Consumer Opinion Surveys – Expected Economic Situation.

Source: OECD Main Economic Indicators.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/208716337466>

auch in Frankreich und Italien deutlich belebt, während Deutschland dahinter zurückbleibt²³. Japan erlebte eine Abschwächung gegenüber den außergewöhnlich guten Ergebnissen des vierten Quartals 2005 und die Wachstumsschätzungen für die ersten beiden Quartale von 2006 liegen bei über 2%.

Die Expansion scheint überall nachhaltig zu sein

Das Wachstum in den sieben größten Volkswirtschaften wird sich den Projektionen zufolge bis Ende 2006 sowie im Jahr 2007 geringfügig auf knapp über 2½% abflachen, im OECD-Raum insgesamt dürfte es aber bei nahezu 3% verharren, da die meisten kleinen Volkswirtschaften eine starke Wachstumsdynamik verzeichnen dürften. Der Welthandel bleibt einer der Hauptwachstumsmotoren, während die makroökonomische Politik eine leicht restriktive Ausrichtung erhält (Tabelle I.5, Kasten I.4). Die Binnennachfrage verlangsamt sich im Projektionszeitraum etwas, bleibt in den Vereinigten Staaten und Japan aber verhältnismäßig robust, während sie im Euroraum nach und nach zu einer wichtigeren Antriebskraft wird (Tabelle I.6):

23. Die Punktschätzungen wurden um etwaige anhand des Prognosefehlers in den vorangegangenen vier Quartalen ermittelte Prognoseverzerrungen bereinigt.

Table I.4. **Strong GDP growth in the first two quarters of 2006***Real GDP growth, per cent, quarter-on-quarter¹*

	Outcomes				Estimates ²	
	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4	2006 Q1	2006 Q2
United States	0.9	0.8	1.0	0.4	1.2	0.9 (+/- 0.5)
Japan	1.4	1.3	0.2	1.1	0.5	0.6 (+/- 0.5)
Euro area	0.3	0.4	0.7	0.3	0.6	0.7 (+/- 0.3)
Germany	0.6	0.4	0.6	0.0	0.4	0.5 (+/- 0.5)
France	0.1	0.0	0.6	0.3	0.5	0.7 (+/- 0.4)
Italy	-0.4	0.6	0.3	0.0	0.6	0.6 (+/- 0.4)
United Kingdom	0.2	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6 (+/- 0.3)
Canada	0.5	0.9	0.9	0.6	0.8 (+/- 0.1)	0.9 (+/- 0.4)
Major 7 countries	0.7	0.8	0.7	0.5	0.8 (+/- 0.01)	0.7 (+/- 0.3)

1. Based on GDP releases and high-frequency indicators published by 19 May 2006. Seasonally and in some cases also working-day adjusted.

2. These estimates are indicative of near-term GDP developments but do not necessarily coincide with the OECD projections. The one-standard-error range associated with the estimates is indicated in parentheses. Typically, OECD projections lie within that range.

Source: OECD Economic Outlook 79 database and OECD calculations.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/715887244435>

In der US-Wirtschaft sind alle Voraussetzungen für eine weiche Landung gegeben

- In den Vereinigten Staaten wird das BIP-Wachstum den Projektionen zufolge ab Mitte 2006 leicht hinter der Potenzialrate von 3¼% pro Jahr zurückbleiben. Das bedeutet eine geringfügige Verlangsamung gegenüber der dynamischen Entwicklung der ersten beiden Quartale 2006 und geht auf die höheren Energiepreise und Zinssätze zurück. Letztere schlagen sich in einem Wiederanstieg der Sparquote der privaten Haushalte nieder, im Verein mit einem schrittweisen Abklingen der Vermögenseffekte und einer geringeren Abschöpfung von Immobilienkapital bei nachlassendem Anstieg der realen Wohnimmobilienpreise. Wenn der negative Saldo der Handelsbilanz für Waren und Dienstleistungen auch voraussichtlich leicht zurückgehen wird, nehmen die Nettoabflüsse von Faktoreinkommen mit der anhaltenden Akkumulierung von Nettoauslandsverbindlichkeiten doch erheblich zu. Infolgedessen weitet sich das Leistungsbilanzdefizit bis zum Ende des Projektionszeitraums auf nahezu 8% des BIP aus²⁴. Die Arbeitslosigkeit verharrt unterhalb ihrer geschätzten strukturellen Quote, was eine Beschleunigung des Lohnwachstums auslöst. Dieses raschere Wachstum wird aber durch die Gewinnmargen weitgehend absorbiert, was dazu beiträgt, die Inflation weiter zu dämpfen.

Im Euroraum wird ein moderater Aufschwung erwartet

- Im Euroraum sind endlich doch die Voraussetzungen für eine sich stärker selbst tragende Konjunkturerholung gegeben, und die Wachstumsprojektionen lauten für den Rest dieses Jahres sowie für 2007 auf rd. 2¼% pro Jahr, womit die Potenzialrate geringfügig überschritten wird. Die privaten Investitionen werden sich dank sehr guter Erträge verstärken, während der private Konsum nur allmählich im Zuge eines wieder kräftigeren Beschäftigungszuwachses anziehen dürfte. Auf Grund der Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland könnte das Wachstum der

24. Die enormen Unterschiede zwischen Import- und Exportniveau bedeuten, dass die Exporte bedeutend rascher steigen müssten als die Importe, bevor die Nettoexporte einen Beitrag zum Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion leisten könnten.

— Table I.5. Strong world trade growth and widening external imbalances —

	2004	2005	2006	2007
Goods and services trade volume				
Percentage change from previous period				
World trade ¹	10.4	7.5	9.3	9.1
<i>of which:</i> OECD	8.5	5.8	7.4	7.2
NA FTA	9.4	6.4	7.1	6.9
OECD Asia-Pacific	12.8	6.8	8.3	8.3
OECD Europe	6.9	5.1	7.3	7.0
No n-OECD Asia	16.8	12.4	14.2	13.7
Other non-OECD	12.2	9.8	11.9	12.0
OECD exports	8.1	5.5	7.6	7.6
OECD imports	8.8	6.0	7.2	6.8
Trade prices²				
OECD exports	9.0	3.5	3.1	2.1
OECD imports	9.0	4.8	3.8	2.5
Non-OECD exports	10.9	9.5	7.2	3.9
Non-OECD imports	8.6	6.1	4.5	3.2
Current account balances				
Per cent of GDP				
United States	-5.7	-6.4	-7.2	-7.6
Japan	3.7	3.6	4.3	5.5
Euro area	0.8	-0.2	-0.4	-0.3
OECD	-1.2	-1.8	-2.1	-2.1
\$ billion				
United States	-668	-805	-965	-1069
Japan	172	166	195	256
Euro area	74	-15	-42	-37
OECD	-398	-646	-769	-814
Non-OECD	320	468	565	570
World	-78	-178	-204	-244

Note: Regional aggregates include intra-regional trade.

1. Growth rates of the arithmetic average of import volumes and export volumes.

2. Average unit values in dollars.

Source: OECD Economic Outlook 79 database.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/586254268451>

Verbrauchernachfrage Anfang 2007 einen vorübergehenden Dämpfer erfahren, der Effekt dürfte aber dadurch gemildert werden, dass die privaten Haushalte möglicherweise weniger sparen, als sie dies anderenfalls getan hätten²⁵. Wie dies durchweg seit Einführung der Gemeinschaftswährung zu beobachten war, werden die Wachstumsraten für Deutschland und Italien den Projektionen zufolge unter dem Durchschnitt des Euroraums liegen und in Frankreich etwa dem Durchschnitt entsprechen. Insgesamt gesehen werden die kleineren Länder besser abschneiden als die größeren. Die Inflation bleibt alles in allem gedämpft, selbst wenn die Anhebung der indirekten Steuern in Deutschland die derzeit noch moderate Kerninflation über den Projektionszeitraum etwas nach oben drücken wird.

25. Eine Senkung der Sozialversicherungsbeiträge, die einem Drittel der Mehrwertsteueranhebung entspricht, sowie eine Reihe von Subventionsprogrammen für Energiesparmaßnahmen und Renovierungsarbeiten in privaten Haushalten könnten dem Konsum einige zusätzliche Impulse verleihen.

Kasten I.4 Wirtschaftspolitische und sonstige Annahmen für die Projektionen

Die finanzpolitischen Hypothesen basieren soweit wie möglich auf den gesetzlich verankerten Steuer- und Ausgabenbeschlüssen (bisherige Politik oder „Basishaushalt“). Wo Politikänderungen angekündigt, aber noch nicht gesetzlich beschlossen sind, wurden sie in die Projektionen einbezogen, sofern davon ausgegangen wird, dass sie in einer Form umgesetzt werden, die der angekündigten sehr nahe kommt. Für die vorliegenden Projektionen bedeutet dies Folgendes:

- Was die Vereinigten Staaten betrifft, so scheint sich der unerwartet starke Anstieg der Steuereinnahmen bis in das Finanzjahr 2006 fortgesetzt zu haben und die höheren Ausgaben für die Arzneimittelkostenübernahme, die Landesverteidigung und die Hilfen für die Opfer der Hurrikan-Katastrophe zu kompensieren. Der jüngste Haushaltsentwurf enthält Vorschläge zur Verlängerung der Steuersenkungen, die ursprünglich in den kommenden Jahren auslaufen sollten, Entlastungen bei der alternativen Mindeststeuer für ein weiteres Jahr sowie starke Erhöhungen bei den Verteidigungsausgaben. Auf dieser Grundlage wird erwartet, dass das Defizit des Sektors Staat im Projektionszeitraum mehr oder minder stabil bei etwa 3¼% des BIP verharrt.
- In Japan wird sich das konjunkturbereinigte Haushaltsdefizit voraussichtlich von rd. 6% des BIP im Jahr 2005 (unter Ausklammerung einer Einmalmaßnahme) auf 5% im Jahr 2007 zurückbilden. Die Haushaltskonsolidierung soll über Ausgabenbegrenzungen erfolgen, die ihrerseits über weitere Kürzungen bei den öffentlichen Investitionen und einen Personalabbau im öffentlichen Dienst auf der Ebene der Zentralregierung erreicht werden sollen. Ferner dürfte die Streichung der 1999 eingeführten befristeten Einkommensteuersenkungen wie auch die geplante Anhebung der Rentenversicherungsbeiträge die Staatseinnahmen 2006 wie auch 2007 um etwa ½% des BIP erhöhen.
- Im Euroraum wird davon ausgegangen, dass die finanzpolitischen Maßnahmen mit den nationalen Stabilitätsprogrammen in Einklang stehen. Das bedeutet in den meisten Fällen eine nur geringe Haushaltskonsolidierung in den Jahren 2006 und 2007. Die für 2007 in Deutschland geplante Mehrwertsteuererhöhung um 3% wurde bei den Projektionen berücksichtigt, ebenso wie eine Reihe teilweise kompensierender Maßnahmen, darunter eine Senkung der Sozialversicherungsbeiträge.

Die unterstellten Leitzinsen entsprechen den erklärten Zielen der jeweiligen Währungsbehörden hinsichtlich Inflation und Wirtschaftswachstum:

- In den Vereinigten Staaten wird davon ausgegangen, dass die Federal Reserve die Zinssätze um weitere 25 Basispunkte anhebt, so dass sich der Tagesgeldsatz dann bei 5¼% stabilisiert. Bei anhaltend gedämpfter Inflation und der im Projektionszeitraum unterstellten Konjunkturverlangsamung wird für das zweite Quartal 2007 eine Senkung um 25 Basispunkte erwartet.
- Für den Euroraum wird unterstellt, dass der Hauptrefinanzierungssatz, der Anfang 2006 um 25 Basispunkte auf 2½% angehoben wurde, zunächst unverändert bleibt und dann schrittweise um insgesamt 125 Basispunkte steigt.
- Für Japan wird davon ausgegangen, dass der kurzfristige Leitzins bis Ende 2006 bei null verharrt und dann bis Ende 2007 schrittweise auf 1% ansteigt.

Die Projektionen gehen von unveränderten Wechselkursen gegenüber ihrem Stand vom 4. Mai 2006 aus, d.h. einem US-Dollar-Wechselkurs von 113,50 Yen und 0,79 Euro (bzw. einem Eurokurs von 1,26 US-\$). Für die Türkei wird ein dem projizierten Inflationsgefälle gegenüber den Vereinigten Staaten entsprechender Wechselkursrückgang unterstellt.

Die Ölpreise sind seit der Veröffentlichung der vorigen Ausgabe des *Wirtschaftsausblicks* erheblich gestiegen. Als Arbeitshypothese wird davon ausgegangen, dass der Preis der Rohölsorte Brent zwischen dem zweiten Quartal 2006 und dem Ende des Projektionszeitraums konstant bei durchschnittlich 70 \$ pro Barrel verharrt. Die Teuerung bei den Rohstoffpreisen wird voraussichtlich nach der vorübergehenden Entspannung im Spätjahr 2005 in raschem Tempo wieder einsetzen, insbesondere bei Metallen, dürfte im letzten Teil des Projektionszeitraums dann aber, bedingt durch das wachsende Angebot, erneut nachlassen.

Redaktionsschluss für die in den Projektionen zu Grunde gelegten Daten war der 17. Mai 2006. Einzelheiten zu den länderspezifischen Annahmen sind Kapitel II „Entwicklung in den einzelnen OECD-Ländern und in ausgewählten Nicht-OECD-Volkswirtschaften“ zu entnehmen.

Die Expansion in Japan hält an

- In Japan wird sich das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Projektionszeitraum wohl mit Jahresraten von etwa 2¼% fortsetzen, da die Exporte weiterhin vom Aufschwung in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und dem schwächeren Wechselkurs profitieren. Gleichzeitig werden die Unternehmensinvestitionen durch die starke Ausweitung der Gewinne angekurbelt, während die

Table I.6. **The upswing is broadening**

Contributions to GDP growth, per cent of GDP in previous period¹

	2004	2005	2006	2007
United States				
Final domestic demand	4.6	4.1	3.9	3.2
<i>of which: Business investment</i>	1.0	1.0	1.0	0.8
Stockbuilding	0.3	-0.3	0.1	0.1
Net exports	-0.7	-0.3	-0.4	-0.2
GDP	4.2	3.5	3.6	3.1
Japan				
Final domestic demand	1.7	2.3	1.6	1.4
<i>of which: Business investment</i>	0.7	1.1	0.6	0.5
Stockbuilding	-0.2	0.2	0.0	0.0
Net exports	0.8	0.2	1.1	0.9
GDP	2.3	2.7	2.8	2.2
Euro area				
Final domestic demand	1.5	1.6	2.0	2.0
<i>of which: Business investment</i>	0.3	0.3	0.5	0.6
Stockbuilding	0.4	0.1	0.2	0.0
Net exports	0.0	-0.3	0.0	0.1
GDP	1.8	1.4	2.2	2.1
OECD				
Final domestic demand	3.3	3.2	3.1	2.8
<i>of which: Business investment</i>	0.7	0.8	0.8	0.7
Stockbuilding	0.3	-0.2	0.1	0.0
Net exports	-0.3	-0.2	-0.1	0.1
GDP	3.3	2.8	3.1	2.9

1. Chain-linked calculation for stockbuilding and net exports in USA and Japan.

Source: OECD Economic Outlook 79 database.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/766054632436>

Zunahme von Löhnen und Beschäftigung auch bei den besser bezahlten regulären Arbeitsverhältnissen dem Konsum der privaten Haushalte Impulse verleiht, wengleich mit einem moderat negativen Effekt auf das verfügbare Realeinkommen infolge der Straffung der Finanzpolitik zu rechnen ist. Da die Produktionslücke wahrscheinlich positiv werden wird (die massiven strukturellen Anpassungen der letzten Jahre erschweren indessen eine Evaluierung des genauen Umfangs), werden die meisten Preisindizes den Projektionen zufolge ab Mitte 2006 nach oben tendieren.

**Andernorts ist die
Entwicklung im
Allgemeinen positiv ...**

**... so im Vereinigten König-
reich und in Kanada ...**

Andernorts – sowohl innerhalb als auch außerhalb des OECD-Raums – entwickelt sich die Wirtschaft generell positiv:

- Das Wachstum im Vereinigten Königreich wird den Projektionen zufolge an Dynamik gewinnen, da sich die Investitionen beleben werden und der Konsum durch eine leichte Erholung an den Wohnimmobilienmärkten stimuliert wird. Dank der umfangreichen positiven Terms-of-Trade-Schocks der vergangenen Jahre wird in Kanada, Australien, Norwegen und Mexiko mit einem soliden Wachstum gerechnet, das in einigen Fällen (wie Australien und Norwegen) bereits zu restriktiven geldpolitischen Maßnahmen zur Dämpfung der Inflation geführt hat.

... in den meisten kleineren europäischen Ländern ...

- Unter den übrigen OECD-Ländern weisen die neuen Mitgliedsländer der Europäischen Union (EU) – Polen, Slowakische Republik, Tschechische Republik und Ungarn – weiterhin ein rasches Wachstum auf, was namentlich der sich beschleunigenden Expansion der Ausfuhren in andere Teile der Europäischen Union sowie den dynamischen Anlageinvestitionen, vor allem seitens ausländischer Investoren, zu verdanken ist. Die nordischen EU-Länder – Dänemark, Finnland und Schweden – dürften bei günstigen makroökonomischen Rahmenbedingungen und in einigen Fällen auch dank boomender Wohnimmobilienmärkte ebenfalls kräftig expandieren. Die Schweiz wird voraussichtlich ein im historischen Vergleich hohes Wachstum verbuchen, und in der Türkei dürfte es vorbehaltlich eines Vertrauensschocks zu einer weichen Landung kommen. Hingegen wird in Island und Neuseeland im Jahresverlauf 2006 und bis in das Jahr 2007 hinein mit einer erheblichen Wachstumsverlangsamung gerechnet, nicht zuletzt deshalb, weil der jüngste Druck auf die Wechselkurse den Spielraum für geldpolitische Impulse eingeengt hat.

... und auch in den Schwellenländern

- Die großen Schwellenländer werden wahrscheinlich wichtige Wachstumspole für die Weltwirtschaft bleiben. China wird weiterhin zweistellige Wachstumsraten verzeichnen, was den hochgradig wettbewerbsfähigen Arbeitskosten des Landes zuzuschreiben ist – wenn dieser Vorteil auch im Zuge der rasch steigenden Durchschnittslöhne abzuschmelzen beginnt.

HERAUSFORDERUNGEN FÜR DIE MAKROÖKONOMISCHE POLITIK

Die Politik sollte sich gegen eine Verschärfung der Risiken wappnen

Die Geldpolitik hat die inflationären Impulse, die von den Spannungen an den Energiemärkten ausgingen, bislang recht gut abgewehrt, was ihr auch weiter gelingen dürfte. Im Fiskalbereich bleibt noch viel zu tun: Die erklärten Ziele fiskalischer Tragfähigkeit müssen erreicht werden, nicht nur um ihrer selbst willen, sondern auch zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit der OECD-Volkswirtschaften im Fall weiterer negativer Schocks.

Erhöhung der Effizienz der Geldpolitik

Die geldpolitischen Impulse werden schrittweise entzogen

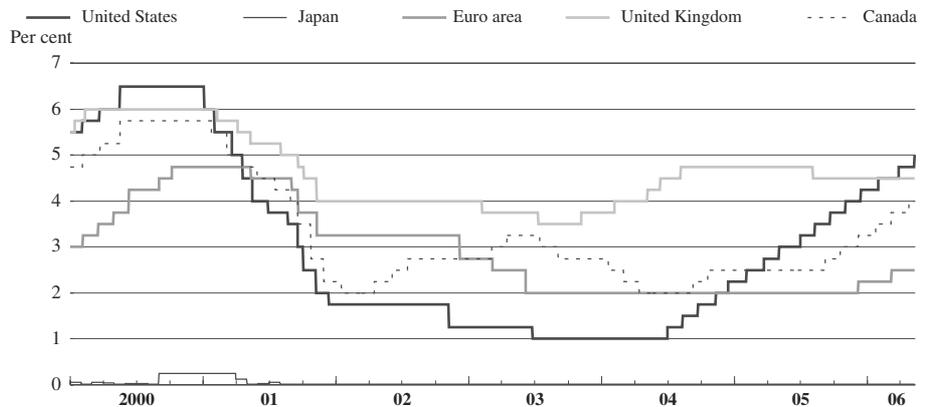
Die meisten Zentralbanken des OECD-Raums sind – in jeweils unterschiedlichen Stadien – dabei, die Phase monetärer Lockerung allmählich zum Abschluss zu bringen (Abb. I.7). Die Gründe dafür sind die fortgesetzte – bzw. in einigen Fällen neu zu beobachtende – Stärke des Wirtschaftswachstums, die kräftige Ausweitung der Kreditaggregate sowie in Japan die größer gewordene Zuversicht, dass die Deflation nun zu Ende ist. Die monetäre Straffung in dieser Aufschwungphase war bisher weniger aggressiv als in ähnlichen Stadien vergangener Konjunkturzyklen, die Inflation ist aber trotz der Energiepreishausse vergleichsweise gedämpft geblieben²⁶.

Die Inflation wird zunehmend durch globale Faktoren bestimmt

In der Tat häufen sich die Anzeichen, dass der Inflationsprozess in den vergangenen zehn Jahren einen tiefgreifenden Wandel erfahren hat, was stabilere Inflationserwartungen, ein schwächeres Durchschlagen negativer Preisschocks auf Verbraucherpreise und Löhne sowie eine geringere Reagibilität der Inflation auf lokale Kapazitäts-

26. Im Vereinigten Königreich haben die Leitzinsen ihren höchsten Punkt bereits bei einem Niveau erreicht, das in vergleichbaren Phasen der Vergangenheit nicht als Zeichen eines besonders restriktiven geldpolitischen Kurses gewertet worden wäre.

Figure I.7. Most policy rates are moving up



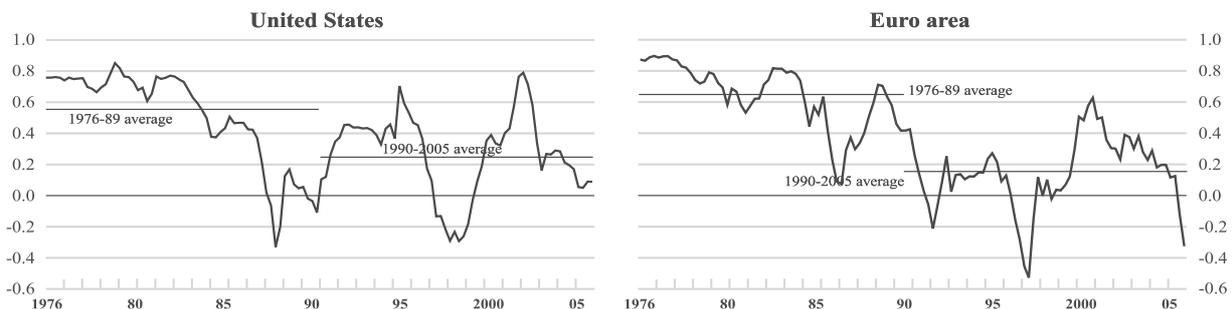
Source: US Federal Reserve Board, Bank of Japan, European Central Bank, Bank of England, Bank of Canada.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/082167086300>

engpässe beinhaltete. Dies äußerte sich u.a. in einer Abschwächung der Korrelation zwischen den Änderungen der Inflation und den Produktionslücken in großen Volkswirtschaften (Abb. I.8). Diese Entwicklungen hängen bis zu einem gewissen Grad mit Verbesserungen des geldpolitischen Rahmens zusammen, aber zweifelsohne spielte auch die Globalisierung eine Rolle²⁷. Der „mechanische“ Effekt, den der Handel mit den asiatischen Schwellenländern auf die Teuerung in den großen Industriestaaten ausübt, scheint sich in den Vereinigten Staaten und im Euroraum um -0,1 bzw. -0,3 Prozentpunkte pro Jahr bewegt zu haben (Kasten I.5). Zudem gibt es Belege für einen wesentlich größeren „indirekten“ Inflationsdämpfungseffekt auf den Produkt- und

Figure I.8. The link between local demand pressure and inflation is weakening

Correlation between changes in inflation and output gaps



Note: The inflation rate is measured as the year-on-year change in the consumer price index for the United States and in the private consumption deflator for the euro area.
Source: OECD Economic Outlook 79 database.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/505367682668>

27. In der Tat könnte die Globalisierung ein wichtiger Faktor für die Einführung niedriger Inflationsziele gewesen sein (vgl. hierzu K. Rogoff, *Globalisation and global disinflation*, Arbeitsdokument für die Konferenz der Federal Reserve Bank of Kansas zum Thema „Monetary policy and uncertainty: adapting to a changing economy“, Jackson Hole, 2003).

Kasten I.5 Wie wirkt sich die Globalisierung auf die Inflation aus?

Die zunehmende Bedeutung billiger Importe aus aufstrebenden Volkswirtschaften hat einen Effekt auf die Inflationsraten der reifen OECD-Volkswirtschaften. In diesem Kasten werden empirische Arbeiten wiedergegeben, die die Schätzung dieses Effekts für die Vereinigten Staaten und den Euroraum zum Gegenstand haben. Bei den hier untersuchten aufstrebenden Volkswirtschaften handelt es sich um China und die anderen Dynamischen Volkswirtschaften Asiens, darunter Chinesisch Taipeh, Hongkong, Indonesien, Malaysia, die Philippinen, Singapur und Thailand.

In einem einfachen Berechnungsrahmen, der die Weltwirtschaft in reife und aufstrebende Volkswirtschaften unterteilt, kann der Effekt, den billige Importe aus letzteren auf die Inflation in ersteren haben, in drei Komponenten zerlegt werden: *a*) den Effekt höherer Importanteile bei einer gegebenen Konstellation relativer Erzeugerpreise in den reifen und den aufstrebenden Volkswirtschaften (Importquoteneffekt), *b*) den Effekt von Veränderungen in der Konstellation dieser Preise bei gegebenen Importanteilen (importierter Desinflationseffekt) und *c*) den Rückgang der Erzeugerpreise in den reifen Volkswirtschaften infolge globalen Wettbewerbsdrucks (Wettbewerbseffekt):

$$\frac{\Delta P^M}{P_{t-1}^M} = \Delta S \left(\frac{C_t^E - C_t^M}{C_t^M} \right) + S_{t-1} \left(\frac{\Delta C^E}{C_{t-1}^E} - \frac{\Delta C^M}{C_{t-1}^M} \right) + \frac{\Delta C^M}{C_{t-1}^M}$$

wobei P^M der Deflator der Binnennachfrage in den reifen Volkswirtschaften, S der Anteil der Importe aus den aufstrebenden Volkswirtschaften an der Binnennachfrage der reifen Volkswirtschaften, C^E der Preis der Importe aus den aufstrebenden Volkswirtschaften und C^M der Preis der Inlandsproduktion in den reifen Volkswirtschaften ist und Δ für die erste Differenz der jeweiligen Variablen steht. Alle Variablen sind in den Währungen der reifen Volkswirtschaften ausgedrückt (in Schwankungen von C^E spiegeln sich somit Wechselkursbewegungen ebenso wie Kostenentwicklungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften wider)¹.

Die hier wiedergegebenen Berechnungen beziehen sich ausschließlich auf die deflatorischen Effekte der Importquoten und die importierten deflatorischen Effekte.

Die erste nachstehende Tabelle zeigt die Entwicklung des Anteils der Importe aus den aufstrebenden Volkswirtschaften an der gesamten Binnennachfrage der Vereinigten Staaten und des Euroraums, das heißt S , wie auch die entsprechenden Preisdifferenziale, den obigen Term $(C^E - C^M)/C^M$. Die Importanteile Chinas befinden sich auf einem steilen Aufwärtstrend (sie haben sich binnen 15 Jahren vervierfacht), in den anderen Dynamischen Volkswirtschaften Asiens ist eine ähnliche Tendenz jedoch nicht zu erkennen. Offenbar ging die Zunahme des Anteils der Importe aus China, insbesondere in den Vereinigten Staaten, z.T. auf Kosten der Importanteile der anderen Dynamischen Volkswirtschaften Asiens. Die Preisdifferenziale stützen sich auf für 1995 vorliegende Schätzungen, die von den Exportpreisreihen für China und die Dynamischen Volkswirtschaften Asiens der analytischen Datenbank der OECD-Hauptabteilung Wirtschaft abgeleitet und aktualisiert wurden².

Die Ergebnisse sind in der zweiten nachstehenden Tabelle wiedergegeben. Im Zeitraum 1996-2000 führten die Importe aus China zu einer mechanischen Senkung der Jahresrate der Inflation in den Vereinigten Staaten um 0,1 Prozentpunkte, wohingegen im Euroraum kein erkennbarer Effekt festzustellen war. In der ersten Hälfte dieses Jahrzehnts ist der negative Inflationsbeitrag der Importe aus China im Euroraum Schätzungen zufolge auf 0,2 Prozentpunkte hochgeschwungen, während er in

(Fortsetzung nächste Seite)

Arbeitsmärkten, der von dem verstärkten internationalen Wettbewerb ausgeht²⁸. Es sind auch gewisse Indizien dafür vorhanden, dass Produktionslücken auf globaler Ebene infolge der Integration der Weltwirtschaft wachsende Bedeutung als Determinanten der

28. Das diesbezügliche Fragenspektrum ist weitgefächert und die Zahl der wissenschaftlichen Abhandlungen nimmt rasch zu, wegen eines neueren Überblicks vgl. „How has globalisation affected inflation“, Kapitel II, *IMF World Economic Outlook*, April 2006. Beispielsweise liegen empirische Belege dafür vor, dass der zunehmende internationale Handel einen Effekt auf die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften in EU-Ländern hatte, der mit erklären könnte, warum sich der Anteil der Gewinne am BIP dort auf einem Aufwärtstrend befindet, vgl. M. Dumont, G. Rayp und P. Willemé, „Does internationalization affect union bargaining power? An empirical study for five EU countries“, *Oxford Economic Papers*, Vol. 58, 2005.

(Fortsetzung)

den Vereinigten Staaten unverändert blieb. Ein ähnliches, wenn auch allgemein schwächer ausgeprägtes Muster kann für den Inflationsbeitrag der Importe aus den anderen Dynamischen Volkswirtschaften Asiens abgeleitet werden. Der Gesamteffekt lag in der ersten Hälfte dieses Jahrzehnts schätzungsweise bei rd. -0,3 Prozentpunkten im Euroraum, gegenüber -0,1 Prozentpunkte in den Vereinigten Staaten.

————— **Computing the mechanical globalisation impact on inflation: basic assumptions** —————

	Imports from China		Imports from other dynamic Asia	
	Share in total domestic demand of destination economy (per cent) ¹	Price-level differential against destination economy (per cent) ²	Share in total domestic demand of destination economy (per cent) ¹	Price-level differential against destination economy (per cent) ²
United States				
1991-1995	0.50	-57	1.18	-35
1996-2000	0.85	-56	1.31	-39
2001-2005	1.48	-60	1.02	-47
Euro area				
1991-1995	0.43	-53	0.86	-32
1996-2000	0.64	-46	1.03	-25
2001-2005	1.28	-49	1.02	-31

1. Equivalent to S in the identity.2. Equivalent to the term $(C^E - C^M)/C^M$ in the identity.

Source: OECD calculations.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/750222763137>

————— **Computing the mechanical globalisation impact on inflation: results** —————

	Percentage points						Total A + B
	A. Imports from China			B. Imports from other dynamic Asia			
	Import penetration effect ¹	Imported inflation effect ²	Total effect	Import penetration effect ¹	Imported inflation effect ²	Total effect	
United States							
1991-1995	-0.04	0.02	-0.02	-0.02	0.01	-0.01	-0.03
1996-2000	-0.04	-0.04	-0.09	0.00	-0.04	-0.04	-0.12
2001-2005	-0.12	0.00	-0.11	0.03	-0.03	0.00	-0.11
Euro area							
1991-1995	-0.03	0.01	-0.02	-0.01	0.00	-0.01	-0.03
1996-2000	-0.02	0.02	0.00	0.00	0.05	0.05	0.05
2001-2005	-0.13	-0.06	-0.19	-0.02	-0.07	-0.09	-0.28

1. Equivalent to the term $\Delta S[(C^E - C^M)/C^M]$ in the identity.2. Equivalent to the term $S_{-1}(\Delta C^E/C_{-1}^E - \Delta C^M/C_{-1}^M)$ in the identity.

Source: OECD calculations.

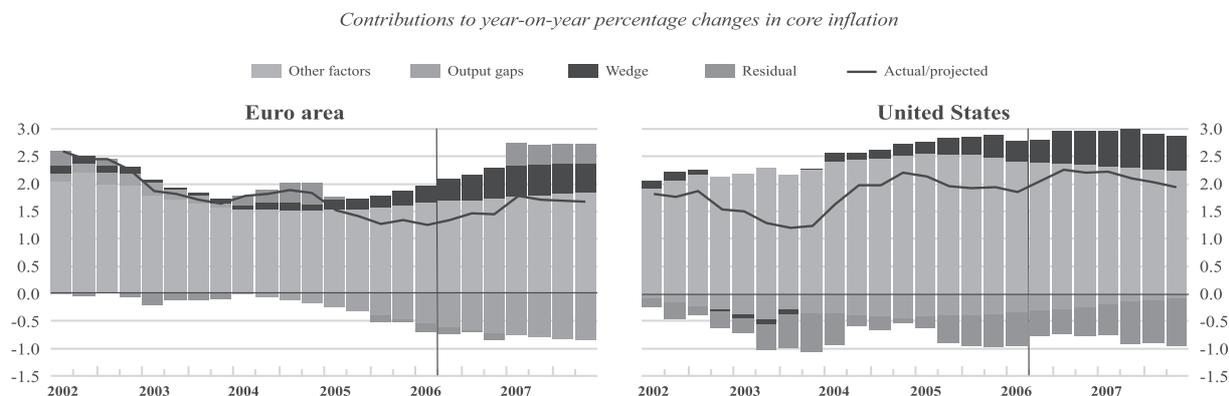
StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/667122033870>

1. Zur Erstellung der Gleichung wurde die erste Ableitung der Cobb-Douglas-Relation $\log P^M = S \log C^E + (1-S) \log C^M$ verwendet.
2. K. Motohashi, *Assessing Japan's industrial competitiveness by international productivity level comparison with China, Korea, Taiwan and United States*, Research Institute of Economy, Trade and Industry, Tokyo, 2005.

Inflation auf lokaler Ebene erlangen²⁹. Zugleich verstärkt das kräftige globale Wachstum tendenziell den Druck auf den Energie- und Rohstoffmärkten. Die Währungsbehörden sollten diese externen Inflationsursachen daher im Auge behalten.

29. Regressionsanalysen für ein Panel von Ländern des Euroraums, in die die lokalen Produktionslücken ebenso wie die Produktionslücken des Euroraums insgesamt als Erklärungsvariable für verschiedene Schätzzeiträume einbezogen wurden, zeigen beispielsweise, dass erstere im Lauf der Zeit an Bedeutung verloren, während letztere an Bedeutung gewannen. Ähnliche Ergebnisse für eine größere Gruppe von Ländern liefern C. Borio und A. Filardo in *Globalisation and inflation: new cross-country evidence of the global determinants of inflation*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2006.

Figure I.9. Factors shaping core inflation



Note: The simulation results shown are based on regression equations of the following type:

$$PCORE_t = b_0 + \sum_i b_{1i} PCORE_{t-i} + b_2 GAP_{t-j} + \sum_j b_{3j} (PHEAD - PCORE)_{t-j} - \sum_k b_{4k} REER_{t-k} + \varepsilon_t$$

in which: *PCORE* is the core inflation rate (PCE excluding food and energy in the United States and the *HICP* excluding unprocessed food and energy for the euro area); *PHEAD* is the headline inflation rate (PCE in the United States and *HICP* in the euro area); *GAP* is the output gap; and *REER* is the rate of change of the real effective exchange rate. *PHEAD-PCORE*, or the “wedge”, captures the impact of food and energy prices on headline inflation. The decomposition into the contributions of the respective explanatory variables, including that of the residual term ε , incorporates their impact via the lagged dependent variable. The impact of the constant term (which could be interpreted as a proxy of long-term inflation expectations) and the real effective exchange rate are combined in the item labelled “other factors”. See for further details, Box 1.4 in *OECD Economic Outlook*, No. 78.

Source: OECD Economic Outlook 79 database and OECD calculations.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/276631500434>

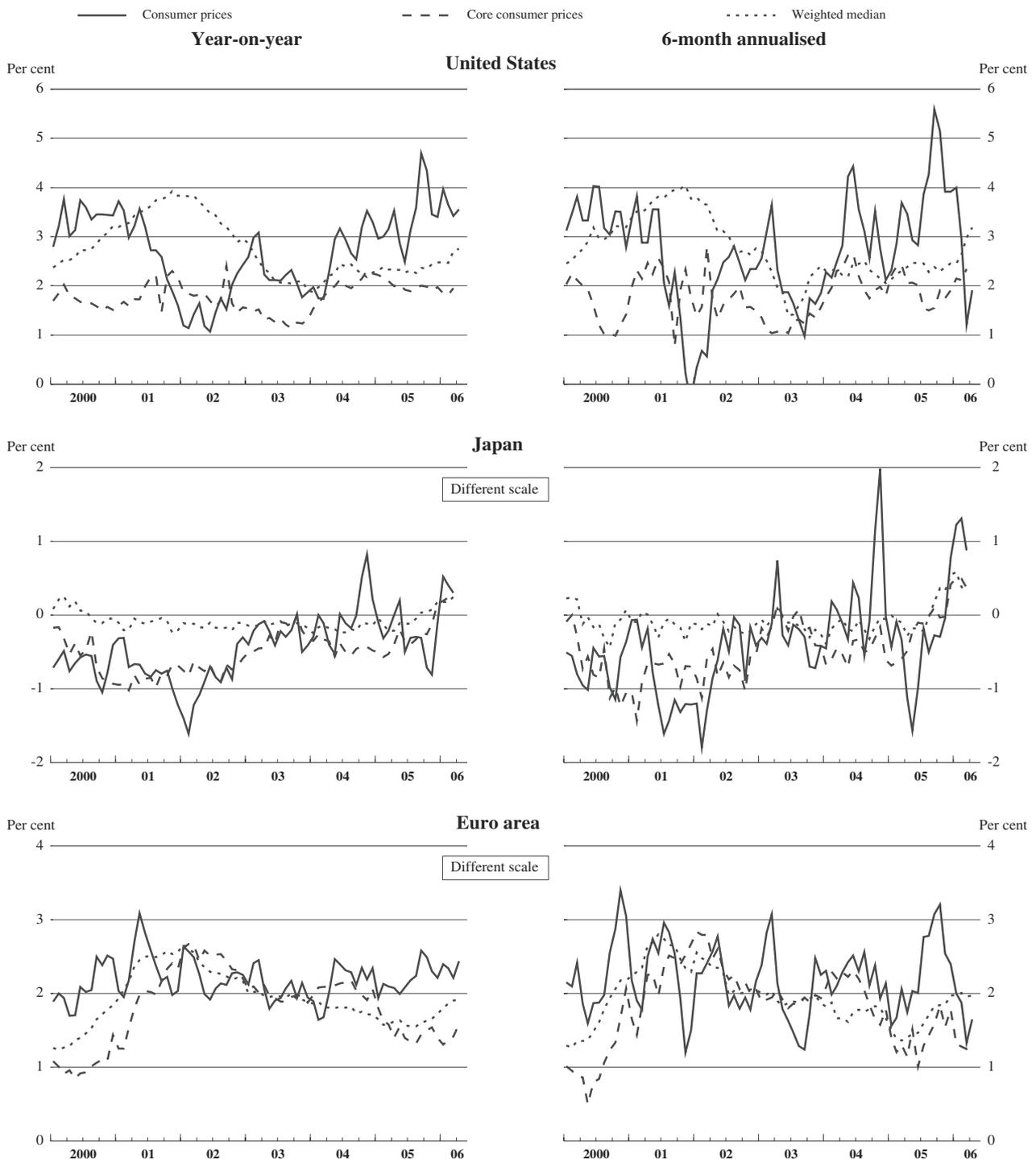
In den Vereinigten Staaten könnte eine gewisse weitere Straffung notwendig sein

In den Vereinigten Staaten wird der Anstieg des Kernpreisindex für die privaten Konsumausgaben (PCE-Index) voraussichtlich auf 2¼% anziehen, was z.T. auf Übergreifeffekte der Energiepreiserhöhungen zurückzuführen ist, mit dem Abklingen dieser Effekte dürfte er 2007 jedoch wieder auf unter 2% zurückgehen (Abb. I.9). Bei den mit höherer Frequenz erfassten Gesamtinflationsraten zeigt sich eine Tendenz, gegen die Kernraten zu konvergieren (Abb. I.10). Da aber, wenn überhaupt, nur noch ein begrenzter Kapazitätsüberhang besteht, könnte 2006, je nach Entwicklung der neu eingehenden Daten, eine weitere Straffung angezeigt sein.

Im Euroraum sollte die Geldpolitik konjunkturstützend bleiben

Im Euroraum verharrt die Gesamtinflation bedingt durch die wiederholten Ölpreiserhöhungen oberhalb der 2%-Marke. Angesichts der nach wie vor negativen Produktionslücke und der Tatsache, dass die vergangenen Energiepreiserhöhungen auf der Einzelhandelsstufe nach und nach aus den Daten herausfallen, dürfte sie sich nun jedoch auf den 1½-2%-Bereich zubewegen, wenngleich die meisten kleineren und dynamischeren Länder des Euroraums höhere Inflationsraten ausweisen. Mit höherer Frequenz erhobene Messgrößen deuten darauf hin, dass die Gesamtinflation tatsächlich bereits begonnen hat, gegenüber ihrer über der 2%-Marke liegenden Rate nachzugeben (Abb. I.10). Wie in den Vereinigten Staaten war bei den statistischen Messgrößen der Kernrate, wie dem Medianwert und dem getrimmten Mittelwert der Inflationsrate, seit Mitte 2005 eine bescheidene Aufwärtsbewegung zu beobachten, doch bleiben sie auf Zwölfmonatsbasis immer noch deutlich unter den Gesamtinflationsraten, was auch für die Inflation ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise gilt (Abb. I.9). Das Lohnwachstum ist ebenfalls weiterhin sehr gedämpft und liegt in realer Rechnung bei null, obwohl es innerhalb des Euroraums auch hier erhebliche Divergenzen gibt. So sind die Bruttostundenlöhne und die Lohnstückkosten in Deutschland rückläufig, wohingegen sie in Frankreich und Italien um rd. 2% bzw. 4% zugelegt

Figure I.10. **Headline and underlying inflation are converging**



Note: For the euro area, consumer prices refer to the harmonised index of consumer prices (HICP) and core consumer prices refer to the HICP excluding energy and unprocessed food. For the United States, consumer prices refer to the consumer price index (CPI) and core consumer prices refer to the private consumption deflator excluding food and energy. The weighted median is, each month, the middle element in the distribution of consumer price index component changes, that is, the one leaving 50% of the components (in terms of weights of the consumer price index) on each side.

Source: OECD Main economic indicators and OECD calculations.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/422675246378>

haben³⁰. Da mit einem Absinken der Inflation unter die 2%-Marke gerechnet wird und sich die Produktionslücke erst nach Ende des Projektionszeitraums schließen dürfte, können die monetären Impulse allmählich entzogen werden, wenn sich die Anzeichen für einen effektiven Rückgang der Kapazitätsüberhänge mehren.

In Japan sollte mit einer Straffung gewartet werden, bis das Ende der Deflation gesichert ist

In Japan erhöhten sich sowohl die Gesamtinflation als auch die von der Zentralbank beobachtete offizielle Messgröße der Kerninflation (bei der lediglich frische Nahrungsmittel ausgeklammert sind) im Januar auf 0,5% (wenn Energie ebenfalls herausgerechnet wird, stieg der Kernindex nur auf 0,1%). Andere Indikatoren für die Grundtendenz der Verbraucherpreise – wie der Medianwert und der getrimmte Mittelwert der Inflation – gingen in den letzten Monaten ebenfalls in den positiven Bereich über, und den jüngsten Konsenserwartungen zufolge werden sich die Gesamtinflationen in diesem und im nächsten Jahr in etwa auf ihren derzeitigen Niveaus stabilisieren. Japan könnte somit endlich den Weg aus der Deflation gefunden haben. Die Bank von Japan beendete dementsprechend im März 2006 ihre Politik der quantitativen Lockerung, die 2001 eingeführt worden war³¹. Sie gab bekannt, dass sie auf mittlere Sicht eine Inflationsrate von 0-2% mit Preisstabilität für vereinbar hält, wenn dies auch nicht als ein Konzept der direkten Inflationssteuerung (*inflation targeting*) gewertet wird. Die Anvisierung einer Bandbreite von 0-2% kann jedoch insofern riskant sein, als die Wirtschaft im Fall eines negativen Preisschocks bei einer Inflation, die sich an der Untergrenze des Zielkorridors bewegt, wieder in die Deflation abgleiten könnte. Zudem könnte diese Bandbreite insofern nach unten verzerrt sein, als sie die historischen Inflationswerte – einschließlich deflationärer Phasen – widerspiegelt. Aus diesem Grund sollte die Untergrenze des Korridors angehoben werden. Doch selbst wenn die Bandbreite als operationeller Maßstab angenommen wird, sollte die Abkehr von der Nullzinspolitik erst beginnen, wenn die Teuerung hoch genug ist, um die Gefahr einer erneuten Deflation vernachlässigbar gering erscheinen zu lassen.

In der Fiskalpolitik bleibt viel zu tun

Die fiskalischen Belastungen steigen mit der Bevölkerungsalterung

Auf der Grundlage der bisher umgesetzten bzw. verabschiedeten Haushaltsmaßnahmen werden im OECD-Raum insgesamt nur begrenzte Fortschritte bei der fiskalischen Konsolidierung erwartet (Tabelle I.7). Das ist besonders enttäuschend angesichts der Stärke des derzeitigen Aufschwungs sowie vor dem Hintergrund der negativen Auswirkungen der Alterung auf die öffentlichen Finanzen wie auch der Wahrscheinlichkeit eines fortgesetzt starken Kostendrucks im Gesundheits- und Pflegebereich (vgl. Kapitel III der endgültigen Fassung dieses *Wirtschaftsausblicks* wegen näherer Einzelheiten)³². Diese Faktoren unterstreichen die Notwendigkeit,

30. So genannte „Zweitrundeneffekte“ der Energiepreise bei den Löhnen sind außer in einigen wenigen Ländern, in denen die Arbeitsmarktlage angespannt ist oder immer noch Indexierungsmechanismen bestehen, so gut wie nicht festzustellen, vgl. Europäische Kommission, „The impact of higher oil prices on inflation“, *Quarterly report on the euro area*, Vol. 4, Nr. 4, 2005.

31. Im Rahmen dieses Konzepts verwendete die Bank von Japan die Zentralbankeinlagen der Geschäftsbanken als Zielgröße, während sie die kurzfristigen Zinsen bei null hielt. Diese Politik hatte einen positiven Effekt auf die Wirtschaft, indem sie im Finanzsektor für Stabilität sorgte und so dazu beitrug, dass die langfristigen Zinsen auf niedrigem Niveau verharrten. Tatsächlich lagen die nominalen langfristigen Zinsen in den fünf Jahren der quantitativen Lockerung trotz großer Haushaltsdefizite und steigender Verschuldung im Durchschnitt bei unter 1½%. Zur Verwirklichung ihrer Politik der quantitativen Lockerung kaufte die Bank von Japan große Mengen an Staatsanleihen auf, in einem Umfang von insgesamt einem Viertel des Defizits im Staatshaushalt. Inzwischen hat die Bank von Japan begonnen, überschüssige Liquidität zu absorbieren, und sie gedenkt, diesen Vorgang wenige Monate nach Beendigung der quantitativen Lockerung im März 2006 abgeschlossen zu haben.

32. In diesem Kontext ist festzuhalten, dass der alterungsbedingte Schock nur z.T. als vorübergehend betrachtet werden kann, d.h. insoweit, als er aus der Alterung der Baby-Boom-Generation resultiert. Hinzu kommt noch ein permanenter Schock, der durch die langfristige Zunahme der Lebenserwartung bedingt ist und dem nur durch eine Korrektur der in den Sozialausgabenprogrammen eingebauten Parameter der Leistungsansprüche beizukommen ist.

Table I.7. Not enough fiscal consolidation

	2003	2004	2005	2006	2007
	Per cent of GDP / Potential GDP				
United States					
Actual balance	-5.0	-4.7	-3.8	-3.6	-3.7
Cyclically-adjusted balance	-4.2	-4.4	-3.7	-3.7	-3.9
Cyclically-adjusted primary balance	-2.4	-2.6	-1.8	-1.8	-1.9
Japan					
Actual balance	-8.0	-6.3	-5.2	-5.2	-4.7
Cyclically-adjusted balance	-7.0	-5.6	-4.9	-5.3	-5.2
Cyclically-adjusted primary balance	-5.6	-4.3	-3.5	-3.7	-3.4
Euro area					
Actual balance	-3.1	-2.8	-2.4	-2.3	-2.1
Cyclically-adjusted balance	-2.6	-2.3	-1.6	-1.6	-1.5
Cyclically-adjusted primary balance	0.3	0.4	1.0	0.9	1.0
OECD ¹					
Actual balance	-4.0	-3.5	-2.7	-2.6	-2.6
Cyclically-adjusted balance	-3.7	-3.3	-2.7	-2.8	-2.8
Cyclically-adjusted primary balance	-1.7	-1.4	-0.8	-0.9	-0.9

Note: Actual balances are in per cent of nominal GDP. Cyclically-adjusted balances are in per cent of potential GDP.

The primary cyclically-adjusted balance is the cyclically-adjusted balance less net debt interest payments.

1. Total OECD excludes Mexico and Turkey.

Source: OECD Economic Outlook 79 database.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/724101801511>

unverzüglich Haushaltsrestriktionen umzusetzen, die sich auf das gesamte Spektrum der Leistungsansprüche erstrecken, um auf mittlere Sicht ein besseres Ergebnis zu gewährleisten³³.

Der Aufschwung ist kein Grund für eine fiskalische Lockerung

Vor diesem Hintergrund ist es wichtig, dass vorübergehende Mehreinnahmen in wirtschaftlichen Aufschwungsphasen nicht als Vorwand für dauerhafte Steuersenkungen und Ausgabenerhöhungen genutzt werden, die inflationäre Spannungen verstärken und zur Entstehung einer Erblast hoher „struktureller“ Haushaltsdefizite führen können, die erst in späteren Abschwungsphasen sichtbar werden. Insbesondere in den Ländern des Euroraums spiegeln sich in der derzeitigen Konfiguration der Haushaltsdefizite die schlechten Erfahrungen der Aufschwünge der späten neunziger Jahre wider, als die Haushaltspolitik genau solchen kurzfristigen Taktiken folgte (Kasten I.6)³⁴. Durch diese Erblast versteckter Defizite erhöhte sich der Sanierungsdruck in den Jahren nach 2000, einer Zeit, in der die Wirtschaftstätigkeit bereits schwach war. In anderen OECD-Ländern, darunter den Vereinigten Staaten und Japan, war die Fiskalpolitik während des Abschwungs konjunkturstützend, dabei erreichten die strukturellen Haushaltsdefizite jedoch hohe Niveaus, die eine auf Dauer nicht tragbare Erblast für die Zukunft darstellen.

33. Vgl. Anhang I.2 wegen einer Erörterung des mittelfristigen Referenzszenarios.

34. Diese Tendenzen könnten durch den Kalender der allgemeinen Wahlen verstärkt worden sein, die weitgehend in diese Periode fielen, vgl. M. Buti und P. van den Noord, „Fiscal discretion and elections in the early years of EMU“, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 42, Nr. 5, 2004. Die Situation stellt sich ungünstiger dar, wenn Einmalmaßnahmen und kreative Buchführung berücksichtigt werden, vgl. V. Koen und P. van den Noord, „Fiscal gimmickry in Europe: one-off measures and creative accounting“, in P. Wierts, S. Deroose, E. Flores und A. Turrini (Hrsg.), *Fiscal Policy Surveillance in Europe*, Palgrave Macmillian, 2006.

Kasten I.6 Welchen Beitrag leistete die Fiskalpolitik zur Stabilisierung konjunktureller Schwankungen?

Bei Betrachtung einfacher zeitgleicher Korrelationen zwischen Veränderungen der konjunkturbereinigten Salden im Primärhaushalt und Veränderungen der Produktionslücken lassen sich einige grundlegende stilisierte Fakten in Bezug auf die Interaktion der diskretionären Fiskalpolitik mit dem Konjunkturzyklus identifizieren¹. Solche Korrelationen, die ausgehend von Jahresdaten ab 1980 berechnet wurden, zeigen, dass der Kurs der diskretionären Fiskalpolitik in den Euroländern offenbar prozyklisch und in den nordischen Ländern sowie anderen nicht dem Euroraum angehörenden OECD-Volkswirtschaften antizyklisch ist, wie die nachstehende Tabelle verdeutlicht.

The stance of fiscal policy over the cycle

	Euro area countries ¹		Nordic countries ²		Other OECD countries ³	
	Pro- or counter-cyclical	Correlation coefficient ⁴	Pro- or counter-cyclical	Correlation coefficient ⁴	Pro- or counter-cyclical	Correlation coefficient ⁴
Expenditure	neutral	0.08	counter	-0.29	neutral	-0.04
Revenue	pro	-0.22	counter	0.26	counter	0.18
Balance	pro	-0.23	counter	0.40	counter	0.17

1. Excluding Finland.

2. Denmark, Finland, Norway and Sweden.

3. United States, Japan, United Kingdom, Canada, Australia, Korea, New Zealand and Switzerland.

4. Contemporaneous correlation between changes in the cyclically-adjusted primary expenditure, primary revenue or primary balance and the output gap over the period 1981-2004 (1991-2004). If the correlation is not significant the predominant stance is labelled "neutral".

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/033305138055>

Die diskretionäre Fiskalpolitik wird weithin als ein eher unhandliches Stabilisierungsinstrument betrachtet, einmal wegen der Zeitverzögerungen bei der Umsetzung und zum anderen weil politischer Druck häufig verhindert, dass sie symmetrisch über den ganzen Konjunkturzyklus angelegt werden kann. Deshalb wird üblicherweise vor allem auf die automatischen Stabilisatoren gesetzt. Indessen scheinen die stilisierten Fakten die A-priori-Annahme zu widerlegen, wonach die Notwendigkeit diskretionärer fiskalischer Impulse bei starken automatischen Stabilisatoren, die mit einem großen öffentlichen Sektor assoziiert werden, geringer ist. In der Praxis verhält es sich so, dass Länder mit einem großen öffentlichen Sektor die automatischen Stabilisatoren häufig durch erhebliche diskretionäre Maßnahmen ergänzt haben.

Eine Vielzahl von Gründen kann dazu führen, dass die Fiskalpolitik prozyklisch wirkt. In diskretionären Aktionen kann sich eine zu starke Fokussierung der Fiskalpolitik auf die Stabilisierung des nicht konjunkturbereinigten Haushaltssaldos über den Konjunkturzyklus ausdrücken². Eine andere Möglichkeit ist, dass einmalige Erhöhungen der konjunkturbereinigten Einnahmehasis irrtümlicherweise als strukturell eingestuft werden, was zu kompensierenden Anpassungen der Steuersätze und (manchmal) der Ausgaben führen kann. Durch eine expansive Fiskalpolitik während konjunktureller Aufschwungsphasen steigt die Wahrscheinlichkeit, dass in schwierigeren Zeiten Korrekturmaßnahmen vorgenommen werden müssen, die prozyklische Effekte haben. Und wenn eine prozyklische Fiskalpolitik in Aufschwungsphasen nicht in gleichem Umfang durch prozyklische Maßnahmen in Abschwungsphasen ausgeglichen wird, entwickelt sich eine Tendenz zu überhöhten Defiziten (*deficit bias*). Durch eine gesonderte Ermittlung der Reaktionen des strukturellen Haushaltssaldos auf positive und negative Veränderungen der Produktionslücke kann das Vorhandensein solcher Tendenzen nachgewiesen werden. Die Verhaltensmuster unterscheiden sich zwar diesbezüglich, sowohl im Zeitverlauf als auch im Ländervergleich, die empirische Analyse liefert jedoch effektiv Belege für das Bestehen einer solchen Tendenz in den Euroländern während der Aufschwungsphase der Jahre 1998-2000 sowie während des anschließenden Abschwungs, wie die nachstehende Tabelle zeigt.

Ein möglicher Einflussfaktor in Bezug auf die Ausrichtung und den Umfang diskretionärer fiskalischer Maßnahmen könnte der politische Druck sein, der auf eine Senkung der Steuersätze in Zeiten mit dynamischer Einnahmenentwicklung hinwirkt. Die Verhaltensmuster divergieren jedoch auch hier. In den Euroländern war das Verhalten der konjunkturbereinigten Einnahmen im Primärhaushalt tendenziell prozyklisch und wurde im Allgemeinen nicht durch antizyklische Ausgabenänderungen kompensiert. In den nordischen OECD-Ländern wurden die antizyklischen Veränderungen der konjunkturbereinigten Ausgaben im Primärhaushalt in der Regel durch antizyklische Einnahmeveränderungen verstärkt, wohingegen die antizyklische Ausrichtung der Fiskalpolitik in anderen OECD-Ländern ausschließlich auf antizyklische Einnahmenentwicklungen zurückging.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Euro area countries: the stance of fiscal policy in upturns and downturns

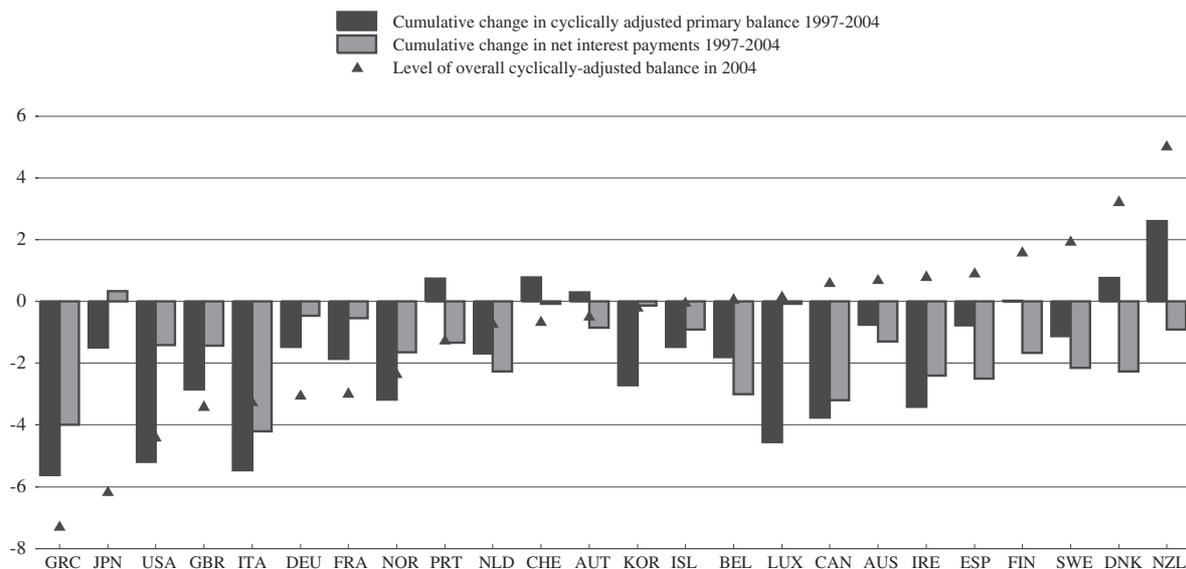
	1981-2004		1992-1997		1998-2004	
Primary fiscal balance						
upturns	-0.22 **	pro	0.06	neutral	-0.37 **	pro
downturns	-0.23 ***	pro	-0.27 **	pro	0.16	neutral

Note: Semi-elasticity of changes in the cyclically-adjusted primary balance with respect to change in the output gap; *, ** and *** denote significance at the 10, 5 or 1% levels, respectively.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/743472676185>

Auch Schwankungen der auf die Staatsschulden zu leistenden Zinszahlungen können einen – wenn auch graduellen – Einfluss auf den diskretionären fiskalischen Kurs haben, denn es gibt Belege dafür, dass sich der Primärsaldo bei abnehmendem Zinsaufwand über mehrere Jahre tendenziell verschlechtert (Abbildung). Bei Betrachtung des Zeitraums 1997-2004 zeigt sich, dass die kumulierten Veränderungen des konjunkturbereinigten Primärsaldos in der Regel dasselbe Vorzeichen und häufig auch eine ähnliche Größenordnung aufweisen wie die kumulierten Veränderungen der Zinszahlungen und ungefähr mit dem Niveau des konjunkturbereinigten Gesamtdefizits zum Ende des Betrachtungszeitraums korrelieren.

Cumulative change in interest payments and cyclically adjusted primary balances 1997-2004

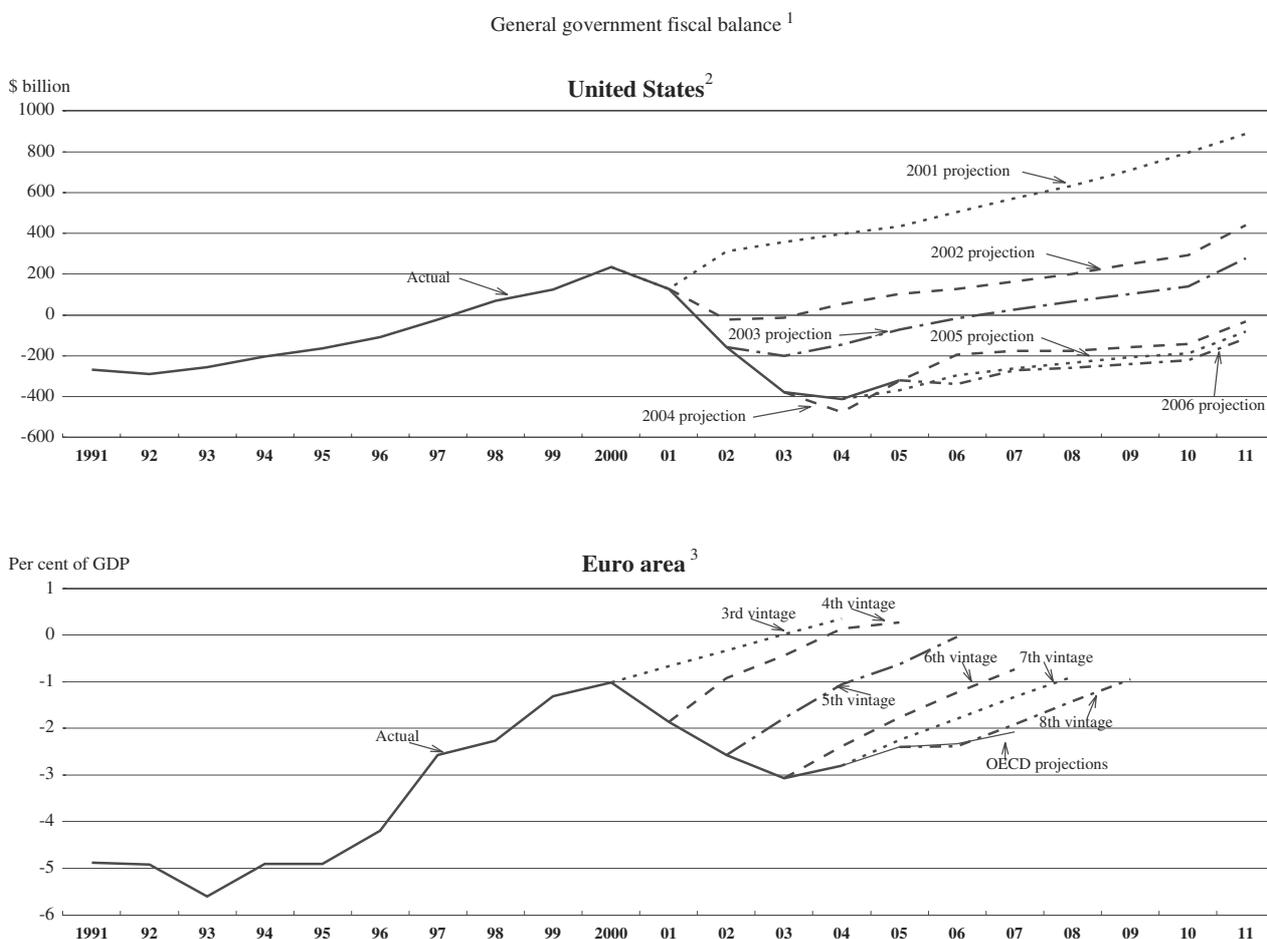


Source: OECD.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/600211881717>

- Die Korrelationskoeffizienten für einzelne Länder sind in mehreren Fällen nicht statistisch signifikant, was nicht überrascht angesichts des geringen Umfangs der Stichprobe und der Tatsache, dass Veränderungen des fiskalpolitischen Kurses nicht nur durch konjunkturelle Erwägungen bedingt sind. Die anhand der Gesamtbeobachtungen für jeweils mehrere Länder berechneten Korrelationen sind allerdings in den meisten Fällen hoch signifikant, wie in der Tabelle gezeigt wird. Diese Korrelationskoeffizienten können nicht als Verhaltenszusammenhänge (Reaktionsfunktionen) interpretiert werden, weil sie durch Kollinearitätsfehler beeinträchtigt sind. Insbesondere wird der Grad der antizyklischen Ausrichtung – in dem Maße, wie sich ein restriktiverer fiskalpolitischer Kurs negativ auf die laufende gesamtwirtschaftliche Produktion auswirkt – möglicherweise unterschätzt.
- Dieses statistische Ergebnis könnte theoretisch auch auf Probleme beim Konjunkturbereinigungsverfahren zurückzuführen sein. Eine zu starke Konjunkturbereinigung kann dazu führen, dass die bereinigten Datenreihen eine prozyklische Ausrichtung aufweisen.

Figure I.11. Fiscal targets keep moving



1. Net lending, excluding third generation telephone licence proceeds.

2. US Congressional Budget Office projections for fiscal year federal government fiscal balance.

3. The various vintages of the Stability Programmes were released over the following periods: 3rd 2000/01, 4th 2001/02, 5th 2002/03, 6th 2003/04, 7th 2004/05 and 8th 2005/06.

Source: US Congressional Budget Office, Statistical Office of the European Communities (Eurostat) and OECD Economic Outlook 79 database.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/578384081306>

Das Defizit der Vereinigten Staaten verharrt bei knapp 4% des BIP

Bei genauerer Betrachtung der fiskalischen Entwicklungen zeigt sich, dass das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit in den Vereinigten Staaten während des Projektionszeitraums mit rd. 3¾% des BIP voraussichtlich nahe an seinem Niveau von 2005 verharren wird, da das starke Einnamewachstum durch die zusätzlichen Ausgaben für verschreibungspflichtige Arzneimittel, die weiterhin hohen Kosten der militärischen Intervention im Irak und die Hurrikanhilfe kompensiert werden wird. Die mittel- und langfristigen Haushaltsprojektionen wurden mehrmals revidiert, hauptsächlich auf Grund politischer Entscheidungen zu Gunsten von Steuersenkungen und Ausgabenerhöhungen (Abb. I.11). In der Tat sind diese Aussichten wahrscheinlich schlechter, als aus den derzeitigen amtlichen Projektionen hervorgeht, insofern diese nämlich unterstellen, dass die 2001 verabschiedeten Steuersenkungen wie ursprüng-

lich geplant Ende 2008 bzw. 2010 auslaufen werden³⁵. Vor diesem Hintergrund wäre es sinnvoll, wenn die zuständigen Behörden wieder formelle Haushaltsregeln zur Erzielung langfristig tragfähiger öffentlicher Finanzen einführen würden. Um das langfristige Wachstum aufrechtzuerhalten (und wenn möglich zu erhöhen) und die unvermeidbare Leistungsbilanzkorrektur zu erleichtern, mit der sich die Vereinigten Staaten in den kommenden Jahren wohl konfrontiert sehen werden, wären Änderungen im Steuersystem erforderlich. Besonders hilfreich wären in diesem Zusammenhang die Beseitigung einiger wohlbekannter, der Sparneigung entgegenwirkender Verzerrungen in der Steuergesetzgebung – wie die Absetzbarkeit von Hypothekenzinszahlungen von der Einkommensteuer – sowie generell eine Entwicklung hin zu einer Verbrauchsteuer.

Auch im Euroraum dürften die Haushaltspositionen verbessert werden

Im Euroraum wurde der Schritt hin zu einem „nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt“, auf den sich die Länder mit der Unterzeichnung des Stabilitäts- und Wachstumspakts verpflichtet haben, mit der neuesten Auflage der Stabilitätsprogramme, die im Winter 2005/2006 vorgelegt wurde, nach bereits bekanntem Muster erneut um ein Jahr verschoben (Abb. I.11). Die Projektionen dieses *Wirtschaftsausblicks* sind etwas ungünstiger als die, die den Stabilitätsprogrammen zu Grunde liegen, wie dies ebenfalls schon wiederholt der Fall war.

Insbesondere die größeren Länder sollten ihre Anstrengungen verstärken

In der Gruppe der großen Euroländer wird Deutschland 2007 den Projektionen zufolge endlich die im Pakt verankerte Defizitgrenze von 3% des BIP einhalten, während Frankreich die 3%-Marke 2005 zum ersten Mal seit 2001 unterschritt und wohl auch weiter unter diesem Niveau bleiben wird. In Deutschland wird dies durch die Entscheidung unterstützt, die Ausgabenkürzungen 2007 durch eine Erhöhung des Mehrwertsteuerregelsatzes um 3 Prozentpunkte zu ergänzen. In Frankreich soll dies durch Ausgabenbegrenzungen im Bereich der öffentlichen Beschäftigung im Verein mit konjunkturell bedingten Mehreinnahmen erreicht werden. In beiden Fällen werden jedoch weitere Anstrengungen erforderlich sein, um wieder zu dauerhaft tragfähigen öffentlichen Finanzen zu gelangen. In Italien dürfte das Haushaltsdefizit – sowohl nominal als auch konjunkturbereinigt – während des Projektionszeitraums weit über der Marke von 3% des BIP verharren, was angesichts der hohen und weiter steigenden Bruttoschuldenquote Anlass zu Besorgnis gibt. Die Haushaltskonsolidierung sollte in den größeren Euroländern daher weiterhin zu den obersten Prioritäten zählen. Wie sich an den Erfahrungen einer Reihe kleinerer Euroländer gezeigt hat, kann dieser Prozess durch Fortschritte bei den Strukturreformen beschleunigt werden, selbst wenn politische Anreize dem u.U. entgegenstehen.

Japan sollte bestrebt sein, seine Schuldenlast auf einen Abwärtstrend zu bringen

In Japan wird das konjunkturbereinigte Haushaltsdefizit den Projektionen zufolge von 6% des BIP im Jahr 2005 auf knapp 5% im Jahr 2007 sinken, was durch die partielle Abschaffung der 1999 eingeführten vorübergehenden Einkommensteuersenkung, die geplante Erhöhung des Beitragssatzes zur Rentenversicherung und die fortgesetzte Kürzung der öffentlichen Investitionen bedingt ist. Das offizielle Haushaltsziel ist die Erreichung eines „Überschusses im Primärhaushalt Anfang des zweiten Jahrzehnts dieses Jahrhunderts“³⁶. Die günstige Konjunkturlage schafft jedoch Spielraum für das ehrgeizigere Ziel, einen ausreichend großen Überschuss im Primär-

35. Die Entscheidung, die Steuersenkungen aufrechtzuerhalten und den Effekt der alternativen Mindeststeuer zu verringern, könnte zur Folge haben, dass sich an den Haushaltsdefiziten auf Bundesebene bis zum Ende des Jahrzehnts kaum etwas ändert. Vgl. A.J. Auerbach, W.G. Gale und P.R. Orszag, „New Estimates of the budget outlook: plus ça change, plus c'est la même chose“, The Brookings Institution, *Issues in Economic Policy*, No. 3, Februar 2006. Die Autoren weisen auch darauf hin, dass zur Bewältigung dieser Probleme letztlich „Ausgabenkürzungen oder Steuererhöhungen in einer Größenordnung nötig sein werden, die weit über alles hinausgeht, was derzeit als politisch tragbar betrachtet wird“.

36. Gemäß den derzeitigen Plänen dürfte der BIP-Anteil des Überschusses im Primärhaushalt im Zeitraum 2003-2007 jährlich um durchschnittlich 1 Prozentpunkt zurückgehen, bis er am Ende der Periode dann rd. 3% erreicht.

haushalt zu erreichen, um die Schuldenquote auf einen Abwärtstrend zu lenken. Dies könnte durch eine Erhöhung der Staatseinnahmen erzielt werden, die sich auf eine Verbreiterung der Bemessungsgrundlage der Einkommens- und der Körperschaftsteuer sowie eine Anhebung des Verbrauchsteuersatzes stützen würde. Ein detaillierter mittelfristiger Plan mit bindenden Zielvorgaben für die Staatsausgaben wäre ebenfalls hilfreich. Da die Erholung nun anscheinend festen Tritt gefasst hat, sollte ein solches Programm eher früher als später umgesetzt werden.

ANHANG I.1

REVIDIERTE ANGEBOTSEITIGE SCHÄTZUNGEN DER OECD: EIN ANSATZ AUF DER BASIS DER KAPITALLEISTUNGEN

Wie andere nationale und internationale Projektionen und Evaluierungen geht auch der *OECD-Wirtschaftsausblick* bei seinen kurz- und mittelfristigen Analysen häufig von Schätzungen des Produktionspotenzials und der Produktionslücke aus; sie dienen als:

- Orientierungshilfe für die Ermittlung der gegenwärtigen und künftigen konjunkturellen Position der Wirtschaft und damit zusammenhängender inflationärer Tendenzen;
- Mittel zur Beurteilung des konjunkturbereinigten oder fundamentalen Kurses der Finanz- und Haushaltspolitik im Zeitverlauf;
- Hilfe für Vergleiche der Produktivitäts- und Wachstumsergebnisse sowie des Einflusses grundlegender struktureller Bestimmungsfaktoren, politischer Einflussgrößen und Erfordernisse;
- Referenz für Projektionen des wirtschaftlichen Potenzials und Wachstums über die kurzfristige Perspektive hinaus auf der Basis alternativer angebotsseitiger Hypothesen.

Da es sich beim Wirtschaftspotenzial jedoch um eine fiktive Größe handelt, sind solche Schätzungen zwangsläufig ungenau und daher mit Vorsicht und in Verbindung mit anderen einschlägigen Indikatoren zu verwenden.

Die OECD-Hauptabteilung Wirtschaft hat die seit den vorherigen Projektionen verstrichene Zeit als Gelegenheit genutzt, ihre Methoden zur Schätzung des potenziellen BIP zu überprüfen und zu revidieren³⁷. Die revidierte Methode ähnelt im Großen und Ganzen dem zuvor verwendeten Ansatz der Produktionsfunktion für Unternehmen³⁸, mit den folgenden wichtigen Unterschieden:

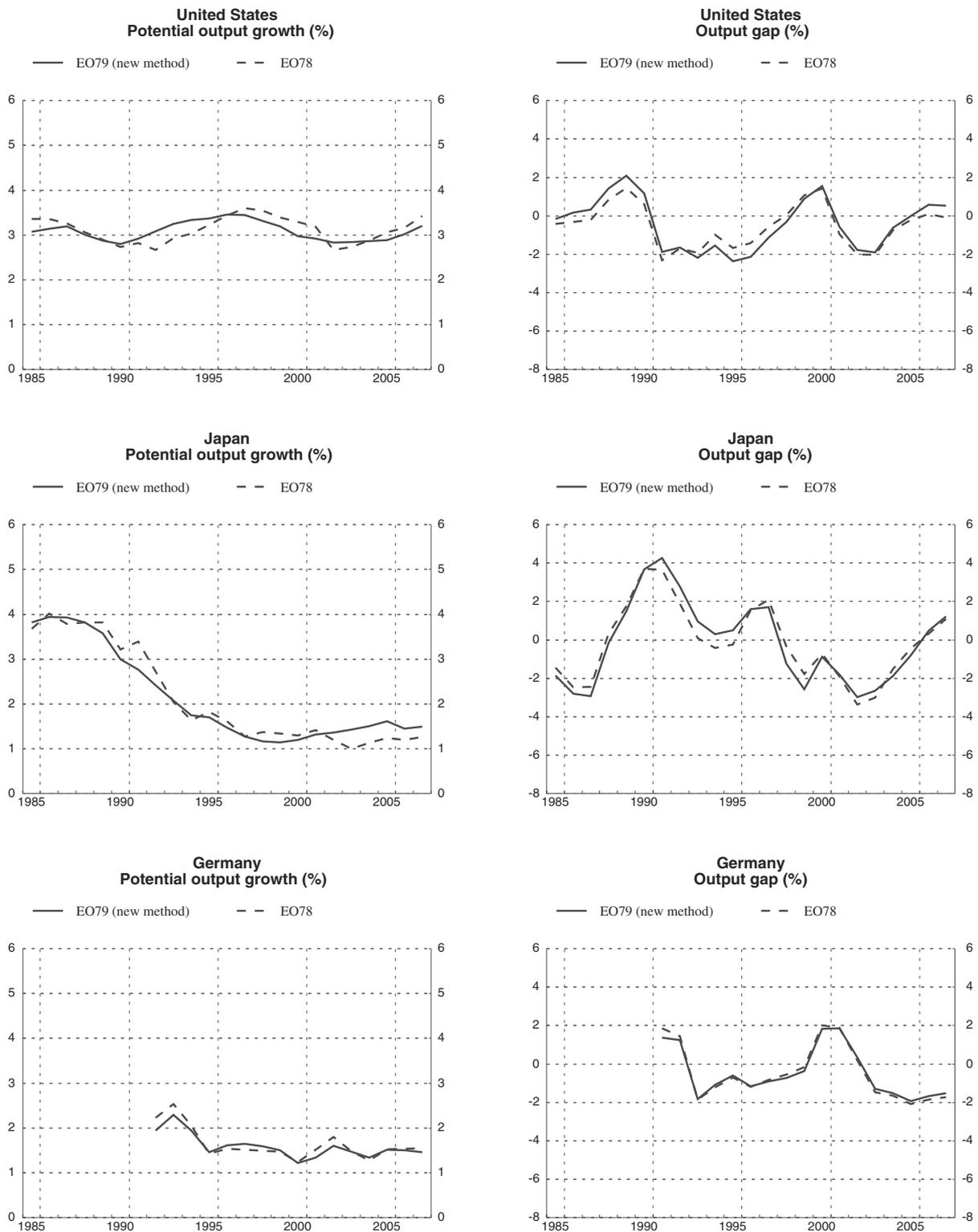
- Die Methode bezieht nunmehr spezifisch die neuen OECD-Schätzungen für die Kapitaleleistungen ein, die den Bewegungen des produktiven Einsatzes der unterschiedlichen Kategorien von Kapitalvermögen (ohne Wohnimmobilien) mit verschiedenen altersbezogenen Effizienzprofilen besser Rechnung tragen³⁹. Insbesondere berücksichtigen diese Schätzungen explizit die relativen Grenz-

37. Eine detailliertere Beschreibung der revidierten Methoden zur Schätzung des Produktionspotenzials und der Produktionslücke sowie deren Verwendung bei den mittelfristigen Evaluierungen geben P.-O. Beffy, P. Ollivaud, P. Richardson und F. Sédillot, „New OECD methods for supply side and medium-term assessments: a capital services approach“, *OECD Economics Department Working Papers*, Nr. 482, erscheint demnächst.

38. Der allgemeine Hintergrund für die Entwicklung der früheren vom Unternehmenssektor ausgehenden Methoden ist beschrieben in C. Giorno, P. Richardson, D. Roseveare und P. van den Noord, „Estimating potential output, output gaps and structural budget balances“, *OECD Economic Department Working Papers*, Nr. 152, 1995.

39. Eine allgemeine Beschreibung des Hintergrunds für die OECD-Schätzungen der Kapitaleleistungen und der verwendeten Methoden enthalten P. Schreyer, „Capital stocks, capital service and multi-factor productivity measures“, *OECD Economic Studies*, Nr. 37, 2003/2; E. Dean und M. Hopper, „The BLS productivity measurement program“, Büro für Arbeitsmarktstatistik, Februar 1998; und M. Timmer, G. Ypma und B. van Ark, „IT in the European Union: Driving productivity divergence?“, *GGDC Research Memorandum GD-67*, Oktober 2003.

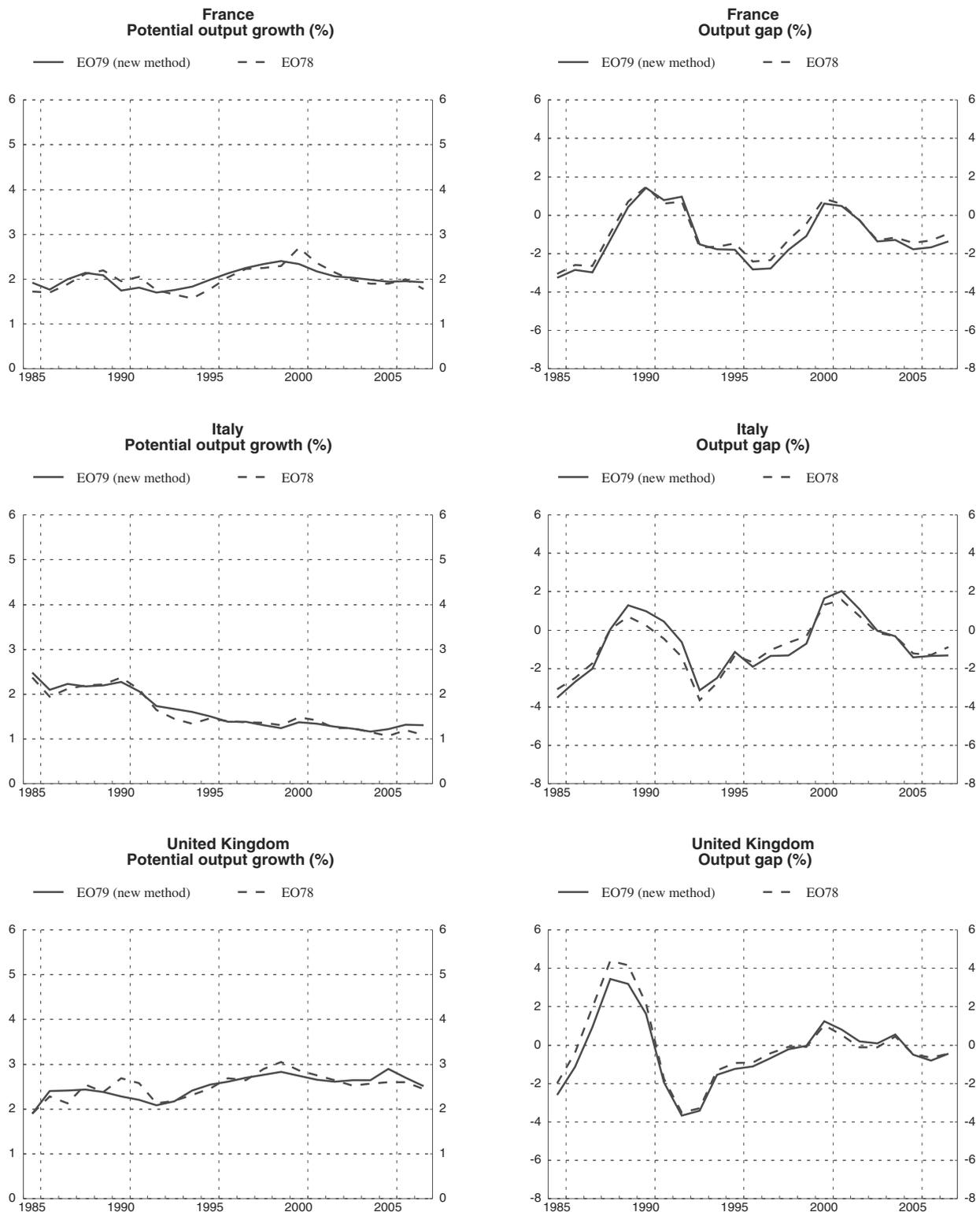
Figure I.12. Total economy potential and output gaps



Note: EO79 and EO78 refer to the present and previous *Economic Outlook*, respectively. Scales differ in some cases.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/357881402145>

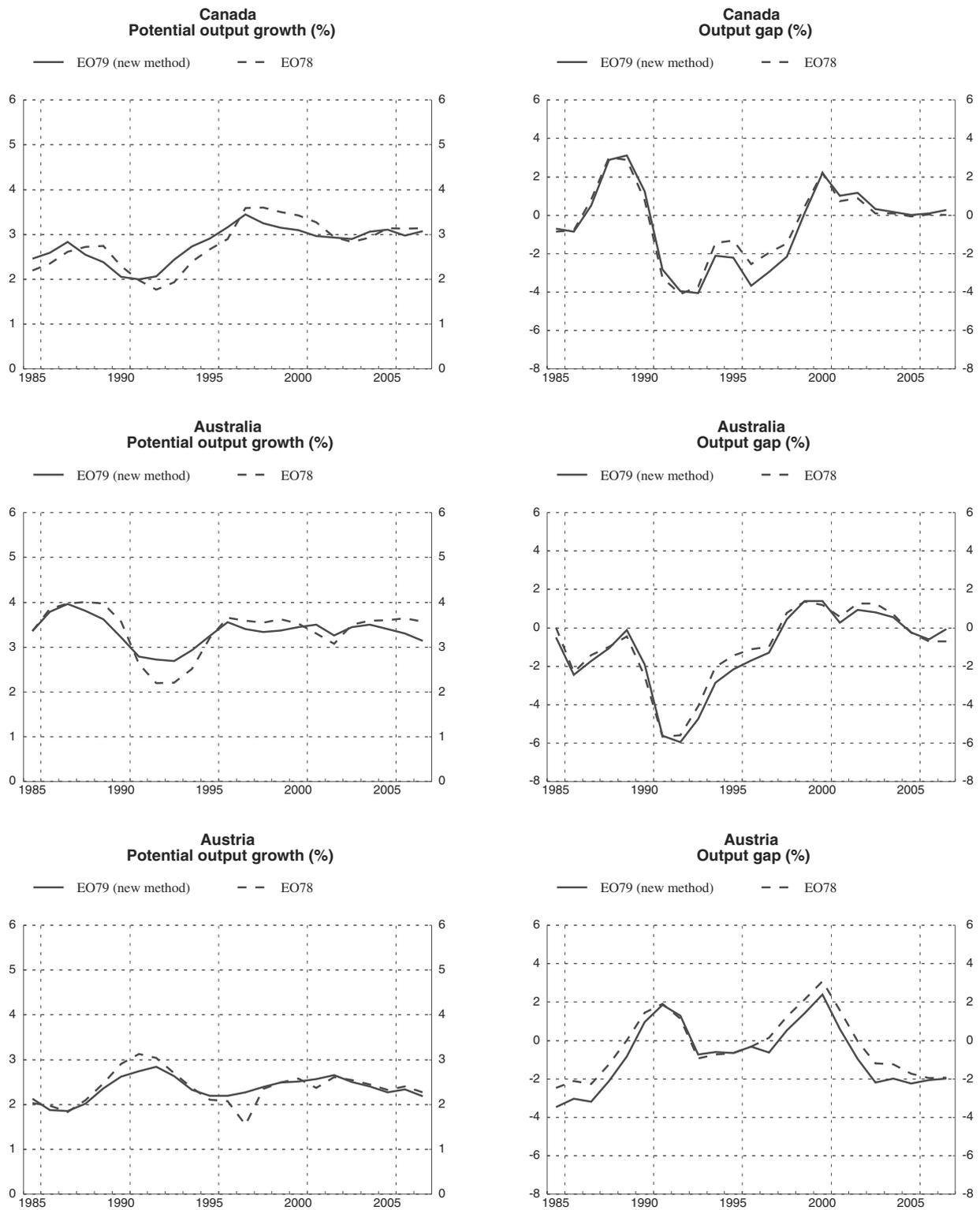
Figure I.12. Total economy potential and output gaps (cont.)



Note: EO79 and EO78 refer to the present and previous *Economic Outlook*, respectively. Scales differ in some cases.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/357881402145>

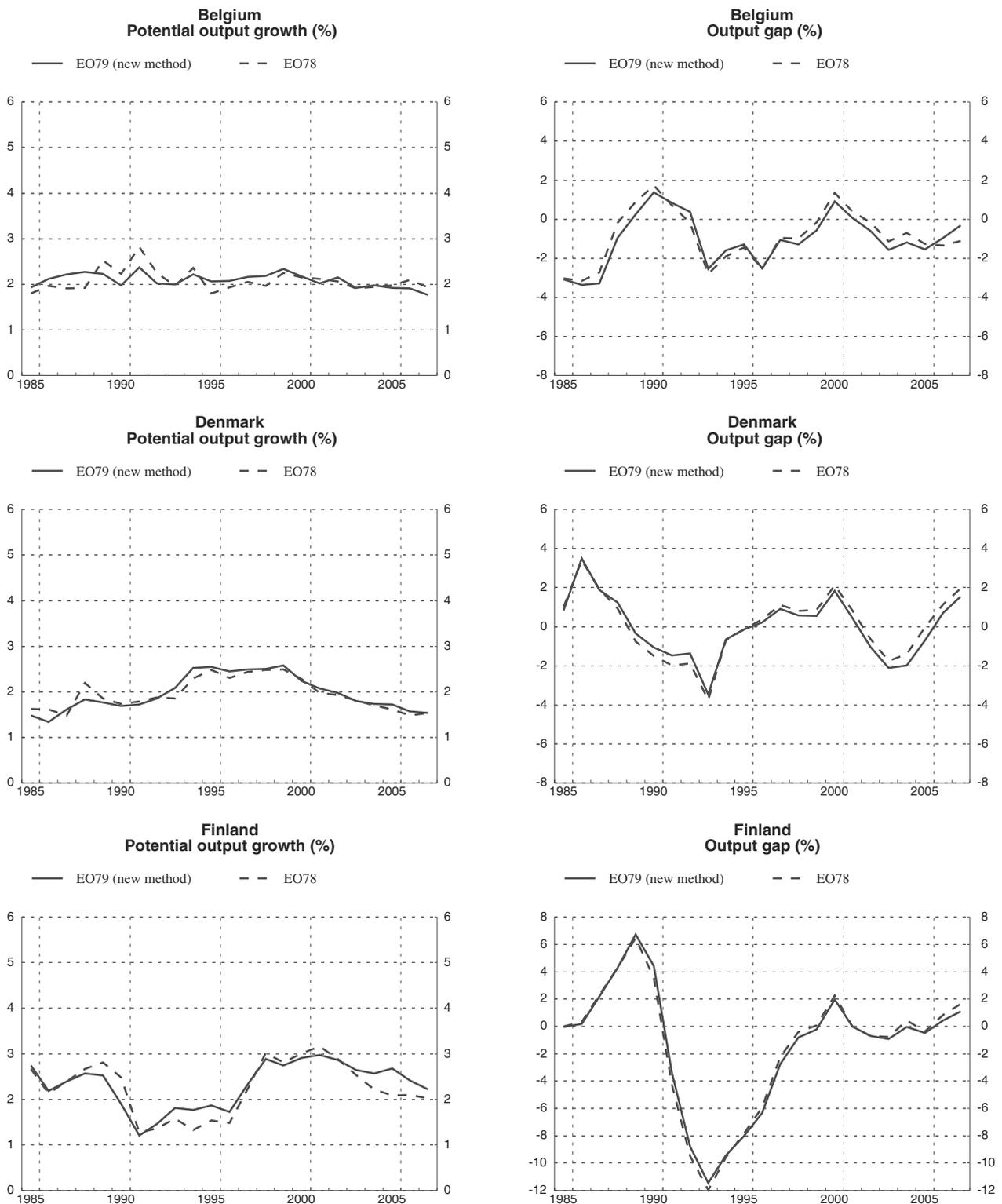
Figure I.12. Total economy potential and output gaps (cont.)



Note: EO79 and EO78 refer to the present and previous *Economic Outlook*, respectively. Scales differ in some cases.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/357881402145>

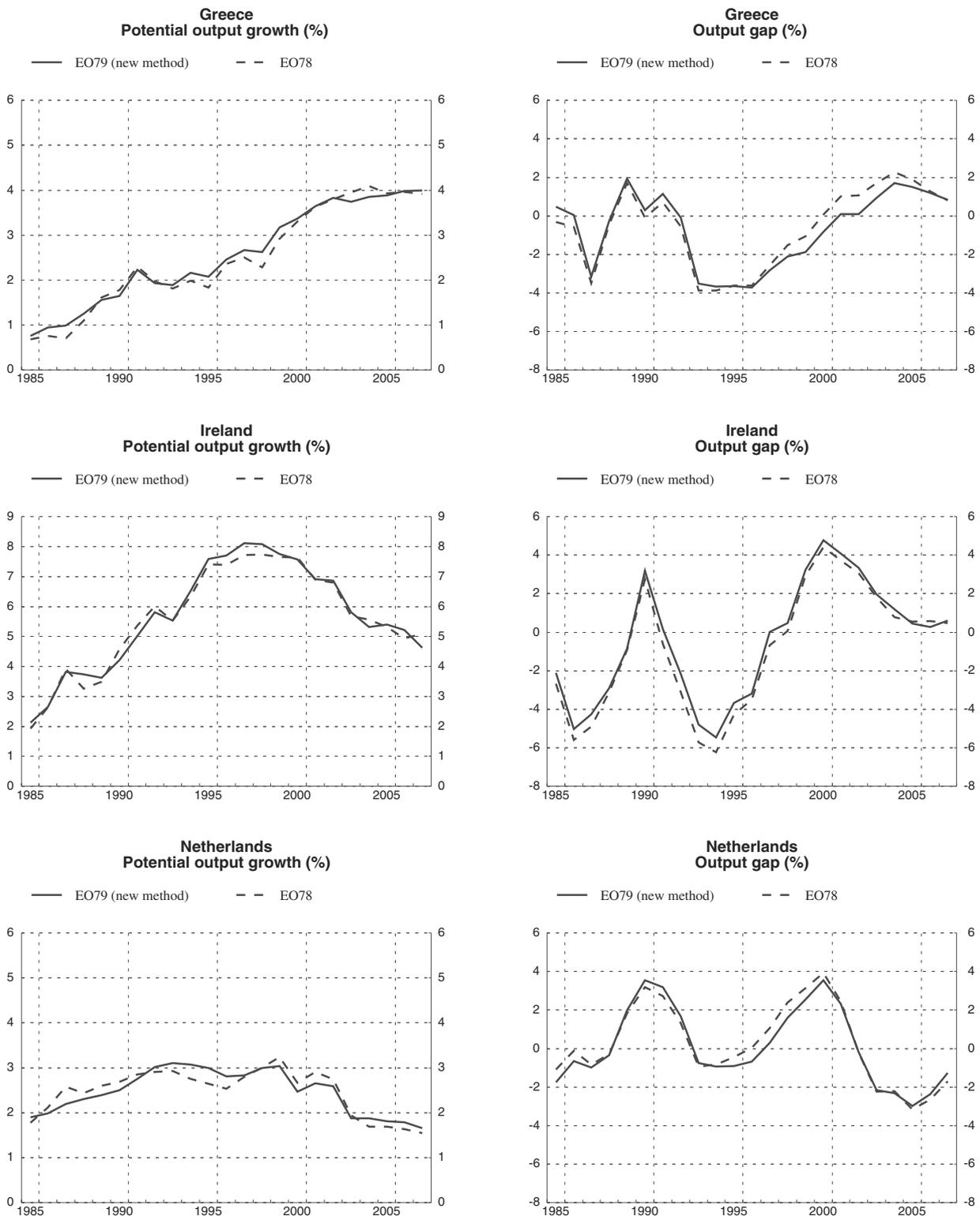
Figure I.12. Total economy potential and output gaps (cont.)



Note: EO79 and EO78 refer to the present and previous *Economic Outlook*, respectively. Scales differ in some cases.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/357881402145>

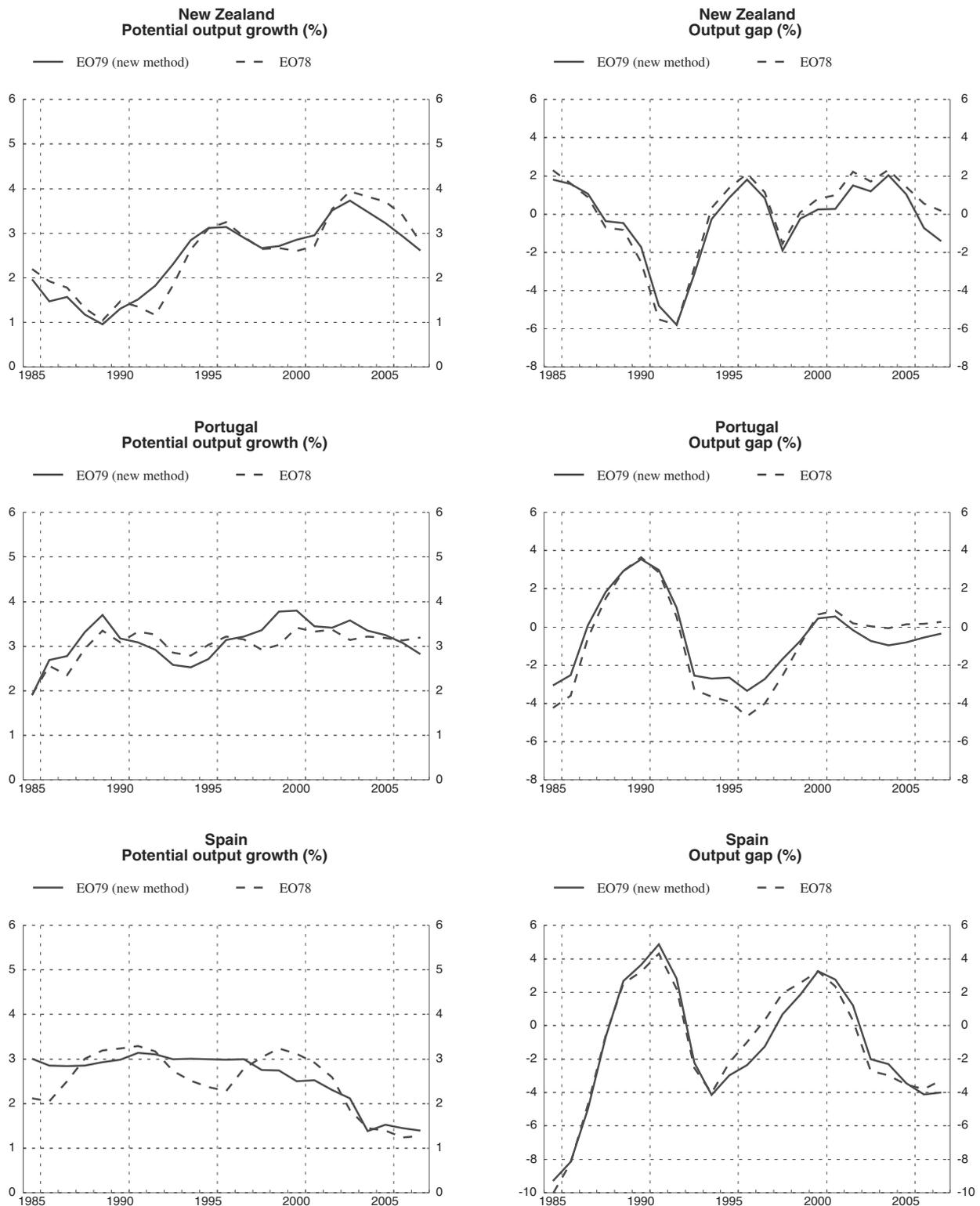
Figure I.12. Total economy potential and output gaps (cont.)



Note: EO79 and EO78 refer to the present and previous *Economic Outlook*, respectively. Scales differ in some cases.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/357881402145>

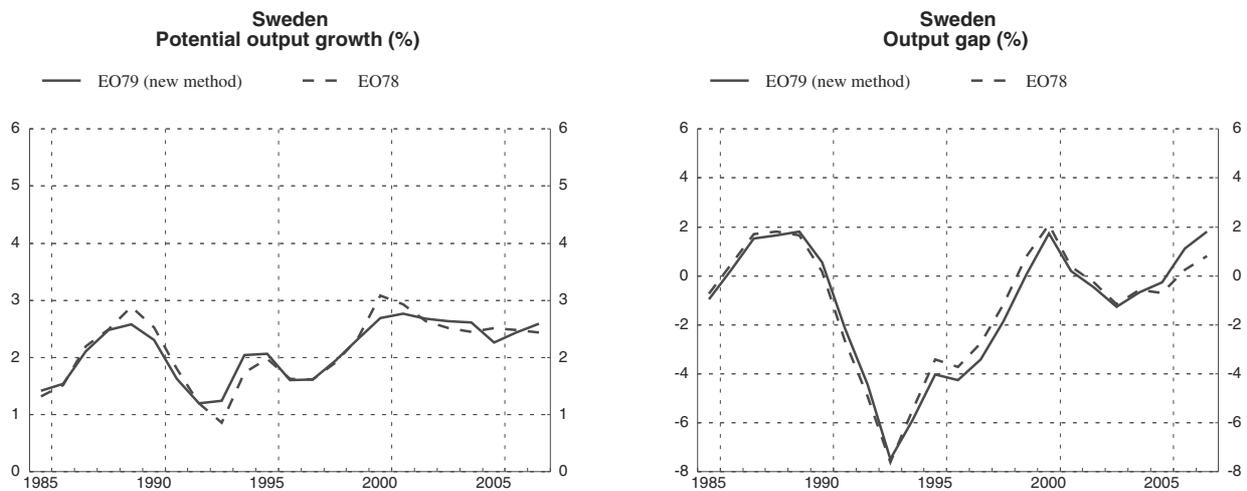
Figure I.12. Total economy potential and output gaps (cont.)



Note: EO79 and EO78 refer to the present and previous *Economic Outlook*, respectively. Scales differ in some cases.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/357881402145>

Figure I.12. Total economy potential and output gaps (cont.)



Note: EO79 and EO78 refer to the present and previous *Economic Outlook*, respectively. Scales differ in some cases.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/357881402145>

Table I.8. Trend growth decomposition with revised method

(Average growth rates 2000 to 2005)

	Trend growth	Trend employment growth	Trend labour productivity	Contribution from		
				Trend hours	Capital deepening	Trend MFP
United States	2.9	0.7	2.1	-0.2	1.1	1.1
Japan	1.4	-0.1	1.5	-0.3	0.6	1.1
Germany	1.4	0.2	1.2	-0.3	0.6	0.8
France	2.1	0.9	1.2	-0.5	0.6	1.1
Italy	1.3	0.5	0.8	-0.1	1.0	0.0
United Kingdom	2.7	0.8	1.9	-0.3	0.8	1.3
Canada	3.0	1.6	1.3	-0.1	0.8	0.6
Australia	3.4	1.8	1.6	-0.2	0.7	1.1
Austria	2.5	0.8	1.7	-	0.5	1.1
Belgium	2.0	0.7	1.3	-0.2	0.7	0.7
Denmark	1.9	0.1	1.8	0.2	1.2	0.5
Spain	3.5	3.1	0.4	-0.1	0.9	-0.3
Finland	2.8	0.8	2.0	-0.1	-0.1	2.2
Greece	3.7	0.9	2.8	0.0	1.6	1.4
Ireland	6.3	3.3	2.9	-0.7	0.8	2.9
Netherlands	2.2	1.1	1.1	0.0	0.4	0.6
New Zealand	3.3	2.2	1.1	0.0	0.9	0.4
Portugal	2.1	0.8	1.2	-	0.7	0.4
Sweden	2.6	0.4	2.2	0.0	0.6	1.4

Source: OECD Economic Outlook 79 database.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/161734087652>

produkte der verschiedenen Kategorien von Kapitalgütern und bieten daher einen besseren Ausgangspunkt für die Schätzung des Kapitaleinsatzes in der Produktion als die früheren Kapitalstocksätzungen in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen.

- Die neuen Schätzungen gehen nicht mehr vom Unternehmenssektor, sondern von der Gesamtwirtschaft aus, was sich einerseits durch den Erfassungsbereich der verfügbaren Daten über Kapitaleistungen und andererseits den gegenwärtigen Mangel an kohärenten Daten über den Unternehmenssektor aus den Quellen der Mitgliedsländer erklärt.

Die Gesamtergebnisse für die neunzehn Länder, für die Daten über Kapitaleistungen vorliegen, sind in Abbildung I.12 weiter unten dargestellt, zusammen mit einigen ausgewählten Vergleichen mit früheren Schätzungen auf der Basis des *Wirtschaftsausblick 78*. Tabelle I.8 enthält darüber hinaus eine Zerlegung des geschätzten BIP-Trendwachstums der jüngsten Vergangenheit in seine Schlüsselkomponenten. Allgemein gesehen führt diese Methode wohl zu glatteren Schätzungen des Produktionspotenzials (worin sich z.T. eine Glättung des Kapitaleinsatzes widerspiegelt). Für viele Länder verringert sich das durchschnittliche BIP-Trendwachstum geringfügig, vor allem zu Beginn des laufenden Jahrzehnts, was z.T. auf eine Verlangsamung des Wachstums der Kapitaleistungen gegen Ende der jüngsten IT-Blase zurückzuführen ist. Zwar gibt es eine Reihe von Unterschieden gegenüber den auf dem *Wirtschaftsausblick 78* basierenden Messgrößen (die auch Datenänderungen der jüngsten Zeit zum Ausdruck bringen), die aber als Durchschnitt für den Zeitraum seit dem Jahr 2000 berechnet nicht besonders groß sind. Unterschiede bei den Schätzungen der Produktionslücke sind auf die Revisionen der Schätzungen des Produktionspotenzials wie auch des effektiven BIP zurückzuführen, die sich in einigen Fällen im Zeitverlauf kumulieren.

ANHANG I.2

DAS MITTELFRISTIGE REFERENZSZENARIO

Im OECD-Raum insgesamt wird sich die Potenzialwachstumsrate voraussichtlich verlangsamen

Das mittelfristige Referenzszenario (Tabelle I.9-I.11) ist eine angebotsbestimmte Ausdehnung⁴⁰ der aktuellen kurzfristigen Projektionen bis zum Jahr 2012 auf der Basis der in Kasten I.7 beschriebenen Annahmen⁴¹. Dieses Szenario dient als Vergleichsmaßstab bei der Analyse einiger im Haupttext erörterter Spannungen, wie globale Ungleichgewichte und hartnäckig fortbestehende öffentliche Defizite. Das für die einzelnen Länder nach 2008 unterstellte Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion ergibt sich hauptsächlich aus dem Zuwachs des Produktionspotenzials und der Schließung der Produktionslücke. Während des Betrachtungszeitraums wird für den OECD-Raum insgesamt damit gerechnet, dass sich das Potenzialwachstum auf Grund einer erwarteten Verlangsamung des Wachstums der Erwerbsbevölkerung und der trendmäßigen Erwerbsquoten, die durch einen leichten Anstieg der trendmäßigen Arbeitsproduktivität teilweise kompensiert werden, auf knapp unter 2½% jährlich verringert.

Die Teuerung bleibt niedrig, allerdings bestehen in den großen Volkswirtschaften Haushaltsdefizite fort

Da die Produktionslücke für den OECD-Raum insgesamt 2007 nahezu bei null liegen dürfte, wird das BIP den Projektionen zufolge mittelfristig mehr oder minder im Einklang mit der Potenzialrate wachsen, obgleich die Trendentwicklungen innerhalb der Region, wie weiter unten erörtert wird, recht signifikant voneinander abweichen. Es wird davon ausgegangen, dass die OECD-weite Arbeitslosigkeit bis 2012 schrittweise auf eine strukturelle Rate von rd. 5¾% der Erwerbsbevölkerung sinken wird. Unter der Annahme eines im Betrachtungszeitraum unveränderten Ölpreises von 70 \$ pro Barrel (Kasten I.7) verharrt die Teuerung im OECD-Raum bei etwa 1¾% pro Jahr, zumal OECD-weit keine Spannungen infolge einer etwaigen signifikanten Nachfrageüberhitzung bestehen. Die Haushaltssalden für den OECD-Raum insgesamt bleiben auf Grund der nach wie vor hohen strukturellen Defizite in den großen Volkswirtschaften bei etwa 2¾% des BIP negativ.

Das reale Wachstum schwankt erheblich: In den Vereinigten Staaten ist es robust ...

Den Projektionen zufolge verharrt das Produktionspotenzial in den Vereinigten Staaten mittelfristig bei einer Zuwachsrate von leicht über 3% jährlich, wobei geringfügige Rückgänge von Produktivität und Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter durch günstige Trendentwicklungen in der Erwerbsbeteiligung mehr oder minder ausgeglichen werden. Bei einer 2007 geringfügig über der Potenzialrate liegenden gesamtwirtschaftlichen Produktion wird sich das BIP-Wachstum den Projektionen zufolge im Betrachtungszeitraum bis 2012 moderat auf eine Jahresrate von 3% verlangsamen. Die Inflation wird unter dem Einfluss der schwindenden Effekte der höheren Ölpreise und auch angesichts der mäßigenden Effekte der höheren Realzinssätze auf etwa 1½% jährlich zurückgehen. In Ermangelung einer Haushaltskonsolidierung bleibt das gesamtstaatliche Defizit erheblich und weitet sich bis 2012 auf nahezu 4% des BIP aus, was zu einer kontinuierlichen Verschlechterung des öffentlichen Schuldenstands führt, wobei die finanziellen Bruttoverbindlichkeiten des Staatssektors im selben Zeitraum auf etwa 70% des BIP steigen.

40. Die angebotsseitigen Annahmen sind gemäß den in Anhang I.1 „Revidierte angebotsseitige Schätzungen in der OECD: ein Ansatz auf der Basis der Kapitaleistungen“ beschriebenen Methoden erstellt worden.

41. Eine detaillierte Beschreibung des für die Erstellung der mittelfristigen Projektionen zu Grunde gelegten Rahmens findet sich in P.-O. Befy, P. Ollivaud, P. Richardson und F. Sédillot, „Revised OECD methods for supply-side and medium-term assessments: a capital services approach“, *OECD Economics Department Working Paper*, No. 482.

Table I.9. Medium-term reference scenario summary

	Per cent								
	Real GDP growth	Inflation rate ¹		Unemployment rate ²		Current balance ³		Long-term interest rate	
	2008-2012	2007	2012	2007	2012	2007	2012	2007	2012
Australia	2.9	2.5	2.5	4.7	5.0	-5.3	-3.5	5.7	5.6
Austria	2.4	1.8	1.5	5.9	4.9	1.8	1.7	4.3	4.5
Belgium	1.9	1.7	1.5	7.7	7.2	1.4	1.2	4.3	4.5
Canada	2.6	1.6	1.9	6.2	6.9	3.3	4.3	4.6	4.7
Czech Republic	3.8	3.7	1.9	7.5	8.5	-0.9	0.6	3.9	5.1
Denmark	1.1	2.6	1.5	3.9	4.8	2.5	2.4	4.4	4.5
Finland	1.5	1.7	1.6	7.7	8.0	2.0	0.0	4.3	4.5
France	2.1	1.2	1.5	9.2	8.8	-2.3	-1.4	4.3	4.5
Germany	2.0	2.1	1.5	8.1	7.3	4.6	4.6	4.2	4.5
Greece	3.1	3.1	1.5	9.7	9.7	-7.6	-6.5	4.4	4.5
Hungary	3.0	2.9	2.7	7.1	4.9	-7.3	-6.1	6.9	5.8
Iceland	2.4	4.2	2.7	2.2	2.8	-10.4	-6.4	10.5	6.2
Ireland	3.6	3.0	1.6	4.4	5.0	-0.5	0.2	4.3	4.5
Italy	1.4	2.2	1.6	7.6	8.1	-2.2	-2.0	4.6	4.6
Japan	1.2	0.7	0.8	3.5	3.8	5.5	6.0	2.3	3.2
Korea	4.3	3.2	2.4	3.5	3.5	0.2	-3.6	6.5	5.3
Luxembourg	4.0	2.0	1.5	5.2	2.9	9.7	9.9	3.8	4.5
Mexico	4.1	3.3	3.1	3.3	2.4	-1.1	-1.0	6.9	6.6
Netherlands	2.1	1.3	1.7	3.4	3.2	10.1	9.1	4.3	4.5
New Zealand	2.7	2.8	1.9	4.9	4.4	-8.6	-8.0	5.8	5.6
Norway	2.5 ⁴	2.6	2.4	3.8	4.1	23.1	24.9	4.8	4.8
Poland	4.5	1.7	2.3	15.7	15.0	-1.7	-2.1	4.3	4.9
Portugal	2.0	1.9	1.5	7.7	4.8	-9.7	-9.0	4.4	4.5
Slovak Republic	5.5	2.2	1.5	14.7	13.0	-7.0	-4.7	4.4	4.6
Spain	2.5	2.9	2.0	8.6	8.1	-9.8	-9.6	4.2	4.5
Sweden	1.8	2.3	1.9	4.2	5.1	6.7	5.4	4.2	5.2
Switzerland	1.6	1.2	1.1	3.5	2.3	14.2	20.9	3.0	2.8
Turkey	7.2	3.6	4.5	10.4	8.0	-7.0	-6.3	12.9	8.9
United Kingdom	2.5	2.1	1.9	5.2	5.3	-2.9	-2.9	4.8	4.9
United States	3.0	2.2	1.5	4.7	4.8	-7.6	-7.9	5.2	5.1
Euro area	2.1	2.0	1.6	7.9	7.5	-0.3	-0.2	4.3	4.5
Total OECD	2.6	2.0 ⁵	1.6 ⁵	6.0	5.7	-2.1	-2.2	4.6 ⁵	4.8 ⁵

Note: For further details see *OECD Economic Outlook Sources and Methods* (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Percentage change from the previous period in the private consumption deflator.

2. Per cent of labour force.

3. Per cent of nominal GDP.

4. Including oil-sector.

5. Excluding Turkey.

Source: OECD Economic Outlook 79 database.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/225674878056>

... in Europa hingegen bescheidener

Im Euroraum ist die Zuwachsrates des Produktionspotenzials mit etwa 1¾% jährlich wesentlich geringer als in den Vereinigten Staaten, worin sich weniger günstige Trendentwicklungen in Bezug auf die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter wie auch die Arbeitsproduktivität widerspiegeln. Bei einer 2007 deutlich unter der Potenzialrate liegenden gesamtwirtschaftlichen Produktion wird das BIP den Projektionen zufolge im Betrachtungszeitraum mit durchschnittlich 2% jährlich rascher expandieren als die Potenzialrate. Die Arbeitslosigkeit sinkt auf eine strukturelle Quote von 7½%, und der Preisaufrtrieb geht auf 1½% jährlich zurück, da sich der Ölpreis-

Table I.10. **Fiscal trends in the medium-term reference scenario***As a percentage of nominal GDP*

	Financial balances ¹		Net financial liabilities ²		Gross financial liabilities ³		Gross public debt (Maastricht definition) ⁴	
	2007	2012	2007	2012	2007	2012	2007	2012
Australia	0.5	0.4	-2	-3	14	8	..	..
Austria	-1.5	-0.6	42	39	69	62	63	56
Belgium	-1.0	-0.8	78	71	91	81	86	76
Canada	1.8	1.6	15	4	58	38	..	..
Czech Republic	-3.5	-3.0	3	16	39	43	..	..
Denmark	3.8	2.6	0	-15	36	16	28	9
Finland	1.9	1.5	-61	-62	50	36	42	28
France	-2.6	-1.9	43	46	75	73	66	64
Germany	-2.2	-1.0	61	57	71	66	69	64
Greece	-3.3	-3.7	90	87	121	110	103	93
Hungary	-5.8	-4.8	42	47	66	65	..	..
Iceland	-0.1	-0.7	9	9	24	21	..	..
Ireland	-0.5	-0.8	9	9	31	26	28	23
Italy	-4.6	-4.5	101	109	123	128	108	113
Japan	-4.7	-6.4	92	112	177	190	..	..
Korea	2.8	2.4	-30	-34	32	12	..	..
Luxembourg	-1.2	-0.1	10	8	10	8	..	..
Netherlands	-0.1	0.5	37	30	62	51	52	41
New Zealand	4.0	4.7	-3	-22	25	0	..	..
Norway	18.5	13.4	-161	-192	49	25	..	..
Poland	-2.6	-2.6	21	25	57	50	..	..
Portugal	-4.5	-2.5	51	58	77	79	68	71
Slovak Republic	-1.8	-1.1	-19	-36	32	1	..	..
Spain	0.9	1.1	26	15	45	30	38	23
Sweden	2.2	1.2	-23	-27	49	33	40	25
Switzerland	0.2	0.5	20	16	54	45	..	..
United Kingdom	-3.2	-2.9	46	51	53	56	49	53
United States	-3.7	-3.9	48	56	65	69	..	..
Euro area	-2.1	-1.5	56	54	78	72	70	66
Total of above OECD countries	-2.6	-2.7	48	52	79	78	..	..

Note: For further details see *OECD Economic Outlook Sources and Methods* (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. General government fiscal surplus (+) or deficit (-) as a percentage of GDP.

2. Includes all financial liabilities minus financial assets, as defined by the System of National Accounts (where data availability permits) and covers the general government sector, which is a consolidation of central government, state and local government and the social security sector.

3. Includes all financial liabilities, as defined by the System of National Accounts (where data availability permits) and covers the general government sector, which is a consolidation of central government, state and local government and the social security sector.

4. Debt ratios are based on debt figures for 2002, provided by Eurostat, and GDP figures from national authorities, projected forward in line with the OECD projections for GDP and general government financial liabilities.

Source: OECD Economic Outlook 79 database.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/330252604746>

schock nicht mehr im System niederschlägt und davon ausgegangen wird, dass 2007 den Ausgangspunkt für einen deutlichen Angebotsüberschuss markiert. Das Haushaltsdefizit für den Euroraum insgesamt schrumpft von etwa 2% des BIP im Jahr 2007 auf 1½% des BIP im Jahr 2012, wobei aber ein Großteil dieses Abbaus dem zyklischen Beitrag des über der Potenzialrate liegenden Wachstums und nicht der strukturellen

Table I.11. Growth in total economy potential output and its components

Annual averages, percentage points

	Output gap	Potential GDP growth		Potential labour productivity growth (output per employee)		Potential employment growth		Components of potential employment ¹					
								Trend participation rate		Working age population		Structural unemployment ²	
		2003-2007	2008-2012	2003-2007	2008-2012	2003-2007	2008-2012	2003-2007	2008-2012	2003-2007	2008-2012	2003-2007	2008-2012
Australia	-0.1	3.4	2.9	1.7	2.1	1.6	0.8	0.1	0.0	1.3	0.8	0.2	0.0
Austria	-2.0	2.3	2.0	1.6	1.7	0.7	0.3	0.1	0.1	0.6	0.2	0.0	0.0
Belgium	-0.2	1.9	1.8	1.3	1.7	0.6	0.1	0.3	0.0	0.4	0.1	0.0	0.0
Canada	0.3	3.0	2.5	1.4	1.9	1.6	0.6	0.3	0.0	1.2	0.7	0.1	0.0
Denmark	1.5	1.7	1.4	1.7	1.6	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0
Finland	1.1	2.5	1.7	2.2	2.3	0.3	-0.6	0.0	-0.3	0.2	-0.3	0.2	0.0
France	-1.4	2.0	1.8	1.4	1.8	0.6	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.1	0.0
Germany	-1.5	1.5	1.7	1.2	1.6	0.2	0.1	0.5	0.2	-0.3	-0.1	0.0	0.0
Greece	0.8	3.9	3.3	3.0	2.9	0.8	0.3	0.6	0.4	0.2	-0.1	0.1	0.0
Iceland	1.2	3.6	2.6	2.7	1.8	0.9	0.8	0.0	0.0	0.9	0.8	0.0	0.0
Ireland	0.6	5.3	3.7	2.2	2.0	3.0	1.6	0.7	0.4	2.0	1.2	0.2	0.0
Italy	-1.3	1.3	1.1	0.8	1.3	0.4	-0.2	0.4	0.2	-0.1	-0.4	0.2	0.0
Japan	1.2	1.5	1.4	1.8	2.2	-0.3	-0.7	0.2	0.2	-0.5	-0.9	0.0	0.0
Netherlands	-1.3	1.8	1.8	1.2	1.5	0.6	0.3	0.2	0.2	0.4	0.1	0.0	0.0
New Zealand	-1.4	3.2	2.4	1.1	1.7	2.0	0.7	0.3	0.0	1.4	0.6	0.3	0.0
Norway ³	1.0	2.9	2.6	2.1	2.1	0.9	0.4	0.0	0.0	0.9	0.4	0.0	0.0
Spain	-0.3	3.2	2.5	0.4	1.2	2.8	1.3	0.8	0.2	1.7	1.0	0.4	0.1
Sweden	1.8	2.5	2.2	2.2	2.2	0.3	0.0	-0.1	-0.1	0.6	0.0	-0.1	0.0
Switzerland	0.1	1.5	1.7	0.7	1.4	0.8	0.3	0.1	0.2	0.7	0.0	0.0	0.0
United Kingdom	-0.4	2.7	2.4	1.9	2.1	0.8	0.3	0.0	0.0	0.7	0.3	0.0	0.0
United States	0.5	3.0	3.1	2.3	2.1	0.7	1.0	-0.5	-0.1	1.2	1.1	0.0	0.0
Euro area	-1.2	1.9	1.8	1.2	1.6	0.8	0.1	0.6	0.2	0.3	0.1	0.1	0.0
Total of above OECD countries	0.0	2.4	2.4	1.7	1.9	0.7	0.4	0.1	0.0	0.8	0.6	0.0	0.0

1. Percentage point contributions to potential employment growth.

2. Estimates of the structural rate of unemployment are based on the concepts and methods described in "Revised OECD measures of structural unemployment", *Economic Outlook*, No. 68, 2000.

3. Excluding oil-sector.

Source: OECD Economic Outlook 79 database.

StatLink: <http://dx.doi.org/10.1787/880716678411>

Konsolidierung zu verdanken ist. Auf der Basis der derzeitigen Politik bleiben daher in Frankreich, Italien, Griechenland und Portugal sowie in geringerem Maße in Deutschland signifikante strukturelle Defizite bestehen. Mit Ausnahme des Vereinigten Königreichs und einer Reihe neuer Mitgliedsländer, deren strukturelle Haushaltsdefizite im Betrachtungszeitraum ebenfalls erheblich bleiben, bewegen sich die Finanzpositionen der meisten anderen Länder innerhalb der Europäischen Union stetig auf einen Ausgleich zu oder weisen weiterhin beträchtliche Überschüsse auf.

Kasten I.7 Dem mittelfristigen Referenzszenario zu Grunde liegende Annahmen

Dem mittelfristigen Referenzszenario liegen folgende vereinfachte Hypothesen für die über den kurzfristigen Projektionshorizont hinausgehende Periode zu Grunde:

- Die Lücken zwischen effektiver und potenzieller Produktion werden bis 2012 in allen OECD-Ländern geschlossen.
- Die Arbeitslosigkeit kehrt bis 2012 in allen OECD-Ländern auf ihre geschätzte strukturelle Rate (NAIRU) zurück¹.
- Die Rohstoffpreise bleiben in realer Rechnung mehr oder weniger konstant, während davon ausgegangen wird, dass die Ölpreise unverändert bei 70 \$ pro Barrel (Sorte Brent) verharren.
- Die Wechselkurse bleiben in nominaler Rechnung konstant.
- Die Geldpolitik ist darauf ausgerichtet, die Inflationsrate niedrig zu halten bzw. sie auf ein den mittelfristigen Zielvorgaben entsprechendes Niveau zu senken.
- Es wird davon ausgegangen, dass die Finanzpolitik im Großen und Ganzen unverändert bleibt (wobei das Defizit/der Überschuss im Primärhaushalt konjunkturbereinigt von einem Jahr zum anderen annähernd konstant gehalten wird)², vorbehaltlich der Einschätzung der aus den derzeit gesetzlich festgelegten Steuer- und Ausgabenrahmen resultierenden Sondereinflüsse durch das Sekretariat.

Das mittelfristige Referenzszenario soll in erster Linie als Grundlage für Vergleiche mit anderen auf alternativen Annahmen beruhenden Szenarien dienen und soll Aufschlüsse darüber vermitteln, welche spezifischen Ungleichgewichte und Spannungen in der Weltwirtschaft mittelfristig entstehen bzw. abgebaut werden könnten. Das Referenzszenario enthält keine spezifischen Annahmen hinsichtlich der Art und zeitlichen Abfolge künftiger Konjunkturentwicklungen.

1. Konzept und Messung der strukturellen Arbeitslosenquote werden eingehender in Kapitel V, „Revidierte OECD-Indikatoren der strukturellen Arbeitslosigkeit“, des *OECD-Wirtschaftsausblicks 68*, Dezember 2000, behandelt.
2. Dies setzt implizit voraus, dass staatliche Maßnahmen getroffen werden, um tendenzielle Veränderungen des strukturellen Saldo im Primärhaushalt zu kompensieren.

In Japan verlangsamt sich das Wachstum parallel zur Potenzialrate

Für Japan wird unterstellt, dass sich das Potenzialwachstum im Betrachtungszeitraum von etwa 1½% im Jahr 2007 auf unter 1¼% im Jahr 2012 abschwächen wird, da die Effekte der Bevölkerungsalterung den projizierten Anstieg der trendmäßigen Arbeitsproduktivität, der sich vor dem Hintergrund einer Erhöhung der Kapitalintensität vollzieht, mehr als wettmachen. In dem Maße, wie die japanische Wirtschaft 2007 etwas über der Potenzialrate operiert, wird sich das BIP-Wachstum den Projektionen zufolge mittelfristig bis 2012 auf unter 1% jährlich verlangsamen, wobei der Verbraucherpreisauftrieb mit etwa ¾% während des größten Teils des Zeitraums im positiven Bereich bleiben wird. Auf mittlere Sicht wird in Japan mit einer deutlichen Verschlechterung des Staatsdefizits gerechnet, dieses dürfte sich von 4¾% des BIP im Jahr 2007 auf etwa 6½% des BIP im Jahr 2012 ausweiten und die Bruttostaatsverschuldung im Jahr 2012 auf rd. 190% des BIP in die Höhe treiben. Diese Verschlechterung ist weitgehend struktureller Natur und erklärt sich aus einem Anstieg der alterungsbedingten Ausgaben, wengleich davon ausgegangen wird, dass im Betrachtungszeitraum auch die Sozialversicherungsbeiträge jedes Jahr etwas angehoben werden.

Der Welthandel bleibt robust, die Leistungsbilanzungleichgewichte bestehen aber fort

Vor dem Hintergrund eines recht robusten OECD-weiten Wachstums wird der Welthandel den Projektionen zufolge mit einer Jahresrate von rd. 9% auf mittlere Sicht stetig expandieren. Diese Rate liegt etwas über dem historischen Durchschnitt der neunziger Jahre, was sich mit der Annahme eines weiterhin robusten Wachstums in China und den Dynamischen Volkswirtschaften Asiens deckt. Für den OECD-Raum insgesamt bleiben die Leistungsbilanzdefizite verhältnismäßig stabil bei etwa

2% des BIP, aber bei weitgehend unveränderten nominalen Wechselkursen und sofern es zu keinen größeren Veränderungen in der Potenzialwachstumsrate, beim Öffnungsgrad gegenüber dem Handel oder im Sparverhalten kommt, werden die zwischen den Regionen bestehenden Ungleichgewichte kaum korrigiert. Im Euro-raum bleiben die Leistungsbilanzen nahezu ausgeglichen. Den Projektionen zufolge wird das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten fortbestehen und sich bis zu 2012 auf nahezu 8% des BIP ausweiten, was durch eine fortgesetzte negative Ersparnis des öffentlichen Sektors und eine nur geringe Korrektur der Sparsalden des privaten Sektors bedingt ist. Diese Entwicklung wird durch die anhaltend großen Überschüsse in Japan, die auf 6% des BIP steigen, wie auch moderat wachsende Überschüsse in einer Reihe kleinerer Länder z.T. ausgeglichen.

Verzeichnis der Sonderkapitel in den letzten Ausgaben des *OECD-Wirtschaftsausblick*

Nr. 78, Dezember 2005

Jüngste Entwicklungen bei den Wohnimmobilienpreisen: Die Rolle der wirtschaftlichen Fundamentaldaten

Nr. 77, Juni 2005

Messung und Evaluierung des grundlegenden Preistrends

Nr. 76, Dezember 2004

Ölpreisentwicklung: Antriebsfaktoren, wirtschaftliche Konsequenzen und Politikreaktionen
Sparverhalten und Effizienz der Fiskalpolitik

Nr. 75, Juni 2004

Wohnimmobilienmärkte, Vermögensentwicklung und Konjunkturzyklus
Die Problematik einer Verringerung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits
Vermögenspreiszyklen, Einmalfaktoren und strukturelle Haushaltssalden
Stärkere Einkommenskonvergenz in Mitteleuropa nach dem EU-Beitritt

Nr. 74, Dezember 2003

Die Finanzpolitik im Konjunkturzyklus: Die Rolle von Verschuldung, Institutionen und Budgetrestriktionen
Die Finanzbeziehungen zwischen den einzelnen Ebenen der staatlichen Verwaltung
Verbesserung der Kosteneffizienz der öffentlichen Ausgaben

Nr. 73, Juni 2003

Nach dem Platzen der Telekommunikationsblase
Strukturpolitik und Wachstum
Trends der ausländischen Direktinvestitionen im OECD-Raum
Beschränkungen für ausländische Direktinvestitionen in OECD-Ländern
Einfluss der Politik auf ausländische Direktinvestitionen

Nr. 72, Dezember 2002

Tragfähigkeit der Haushaltspositionen: Welchen Beitrag können Budgetregeln hierzu leisten?
Erhöhung der Beschäftigung: Die Rolle eines späteren Renteneintritts
Produktmarkt Wettbewerb und Wirtschaftsleistung
Die Verfestigung der Inflation im Euroraum

Nr. 71, Juni 2002

Die wirtschaftlichen Konsequenzen des Terrorismus
Kontinuierliche Veränderungen des Konjunkturzyklus
Intraindustrieller und konzerninterner Handel und die Internationalisierung der Produktion
Produktivität und Innovation: Der Einfluss von Produkt- und Arbeitsmarktpolitik

INHALTSVERZEICHNIS

Einführung: Das Wachstum bleibt kräftig, ist jedoch störanfällig	vii
I. Gesamtbeurteilung der Wirtschaftslage	1
Überblick	1
Die Expansion erstarkt	2
Es bauen sich jedoch weiter Spannungen auf	7
Die wirtschaftlichen Aussichten sind immer noch recht gut	20
Herausforderungen für die makroökonomische Politik	26
Anhang I.1: Revidierte angebotsseitige Schätzungen der OECD: ein Einsatz auf der Basis der Kapitalleistungen	39
Anhang I.2: Das mittelfristige Referenzszenario	48
II. Entwicklung in den einzelnen OECD-Ländern und ausgewählten Nicht-OECD-Volkswirtschaften	55
Vereinigte Staaten	55
Japan	60
Euroraum	65
Deutschland	70
Frankreich	75
Italien	80
Vereinigtes Königreich	85
Kanada	90
Australien	95
Belgien	98
Dänemark	101
Finnland	104
Griechenland	107
Irland	110
Island	113
Korea	116
Luxemburg	119
Mexiko	122
Neuseeland	125
Niederlande	128
Norwegen	131
Österreich	134
Polen	137
Portugal	140
Schweden	143
Schweiz	146
Slowakische Republik	149
Spanien	152
Tschechische Republik	155
Türkei	158
Ungarn	161
Brasilien	164
China	168
Indien	172
Russische Föderation	176
III. Künftige Haushaltsbelastungen durch Ausgaben für Gesundheit und Langzeitpflege	181
Anhang: Überblick über Kostendämpfungsmaßnahmen in den OECD-Ländern	192
Verzeichnis der Sonderkapitel in den letzten Ausgaben des <i>OECD-Wirtschaftsausblick</i>	196
Statistischer Anhang	197
Ländereinstufung	198
Gewichtungsschema für aggregierte Messgrößen	198
Unwiderruflich festgelegte Euro-Umrechnungskurse	198
National accounts reporting systems and latest data updates	197
Anhangstabellen (englische Fassung)	201
Kästen	
I.1 Wie schwach sind die Unternehmensinvestitionen in diesem Zyklus?	4
I.2 Warum sind die Anleiherenditen so niedrig?	16
I.3 Nähern sich die Wohnimmobilienpreise einem historischen Höchststand?	18
I.4 Wirtschaftspolitische und sonstige Annahmen für die Projektionen	24
I.5 Wie wirkt sich die Globalisierung auf die Inflation aus?	28

I.6	Welchen Beitrag leistete die Fiskalpolitik zur Stabilisierung konjunktureller Schwankungen?	34
I.7	Dem mittelfristigen Referenzszenario zu Grunde liegende Annahmen	52
III.1	Den Projektionen zu Grunde liegende exogene Hypothesen	184

Tabellen (englische Fassung)

I.1	The expansion should continue	1
I.2	Real wages lag productivity	3
I.3	Labour markets are recovering	6
I.4	Strong GDP growth in the first two quarters of 2006	22
I.5	Strong world trade growth and widening external imbalances	23
I.6	The upswing is broadening	25
I.7	Not enough fiscal consolidation	33
I.8	Trend growth decomposition with revised method	46
I.9	Medium-term reference scenario summary	49
I.10	Fiscal trends in the medium-term reference scenario	50
I.11	Growth in total economy potential output and its components	51
III.1	Summary projections of public health and long-term care spending	182
III.2	Decomposition of projected GDP per capita	185

Abbildungen (englische Fassung)

I.1	The expansion has recently become less lopsided	3
I.2	Energy markets are hot	8
I.3	Imports of oil producers lag exports	10
I.4	Current account imbalances are growing and official reserves soaring	11
I.5	Financial conditions are still easy	15
I.6	Business confidence is improving	21
I.7	Most policy rates are moving up	27
I.8	The link between local demand pressure and inflation is weakening	27
I.9	Factors shaping core inflation	30
I.10	Headline and underlying inflation are converging	31
I.11	Fiscal targets keep moving	36
I.12	Total economy potential and output gaps	40
III.1	Total increase in health and long-term care spending by country, 2005-2050	183
III.2	Demography effects on health care spending	186
III.3	Demography effects on long-term care spending	187

Dieser Bericht enthält ...**StatLinks**

Ein Service für OECD-Veröffentlichungen, der es ermöglicht, Dateien im Excel-Format herunterzuladen.

Suchen Sie die StatLinks rechts unter den in diesem Bericht wiedergegebenen Tabellen und Abbildungen. Um die entsprechende Datei im Excel-Format herunterzuladen, genügt es, den jeweiligen Link, beginnend mit *http://dx.doi.org*, in den Internetbrowser einzugeben.

Wenn Sie die elektronische PDF-Version online lesen, dann brauchen Sie nur den Link anzuklicken. Sie finden StatLinks in weiteren OECD-Publikationen.

Verwendete Zeichen

\$	US-Dollar	.	Dezimalstelle
¥	Japanischer Yen	I, II	Kalenderhalbjahre
£	Pfund Sterling	Q1, Q4	Quartale
€	Euro	Billion	Milliarden
mb/d	Millionen Barrel/Tag	Trillion	Billionen
..	Keine Angaben verfügbar	s.a.a.r.	Saisonbereinigte Jahresraten
0	Null oder nahe null	n.s.a.	Nicht saisonbereinigt
–	Nicht zutreffend		

Summary of projections

	2005	2006	2007	2006		2007				Fourth quarter			
				Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2005	2006	2007
Per cent													
Real GDP growth													
United States	3.5	3.6	3.1	4.0	3.4	3.2	3.0	3.0	3.0	2.9	3.2	3.9	3.0
Japan	2.7	2.8	2.2	2.7	2.4	2.5	2.1	2.1	2.2	2.0	4.3	2.2	2.1
Euro area	1.4	2.2	2.1	2.2	2.3	2.2	1.7	2.3	2.4	2.4	1.8	2.3	2.2
Total OECD	2.8	3.1	2.9	3.3	3.0	2.9	2.7	2.9	3.0	2.9	3.0	3.1	2.9
Inflation													
United States	2.8	3.0	2.3	3.0	2.0	2.2	2.2	2.3	2.3	2.2	3.1	2.6	2.3
Japan	-1.3	-0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	-1.7	0.1	0.6
Euro area	1.7	1.6	2.0	1.4	1.6	1.5	2.5	2.1	2.1	2.0	1.9	1.3	2.2
Total OECD	2.0	2.2	2.0	2.1	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	1.9	2.0
Unemployment rate													
United States	5.1	4.7	4.7	4.7	4.6	4.7	4.7	4.7	4.7	4.8	5.0	4.7	4.8
Japan	4.4	4.0	3.5	4.1	3.9	3.8	3.6	3.5	3.4	3.3	4.5	3.8	3.3
Euro area	8.6	8.2	7.9	8.2	8.1	8.2	8.1	8.0	7.9	7.8	8.4	8.2	7.8
Total OECD	6.5	6.2	6.0	6.2	6.1	6.1	6.1	6.0	6.0	5.9	6.4	6.1	5.9
World trade growth	7.5	9.3	9.1	7.8	8.5	8.9	9.3	9.4	9.5	9.5	8.3	8.9	9.4
Current account balance													
United States	-6.4	-7.2	-7.6										
Japan	3.6	4.3	5.5										
Euro area	-0.2	-0.4	-0.3										
Total OECD	-1.9	-2.1	-2.1										
Cyclically-adjusted fiscal balance													
United States	-3.7	-3.7	-3.9										
Japan	-4.9	-5.3	-5.2										
Euro area	-1.6	-1.6	-1.5										
Total OECD	-2.7	-2.8	-2.8										
Short-term interest rate													
United States	3.5	5.1	5.1	5.0	5.2	5.3	5.3	5.1	5.1	5.0	4.3	5.3	5.0
Japan	0.0	0.1	0.7	0.1	0.1	0.1	0.3	0.6	0.9	1.1	0.0	0.1	1.1
Euro area	2.2	2.7	3.4	2.6	2.7	2.9	3.2	3.4	3.5	3.7	2.3	2.9	3.7

Note: Real GDP growth, inflation (measured by the increase in the GDP deflator) and world trade growth (the arithmetic average of world merchandise import and export volumes) are seasonally and working-day-adjusted annual rates. The "fourth quarter" columns are expressed in year-on-year growth rates where appropriate and in levels otherwise. The unemployment rate is in per cent of the labour force while the current account balance is in per cent of GDP. The cyclically-adjusted fiscal balance is in per cent of potential GDP. Interest rates are for the United States: 3-month eurodollar deposit; Japan: 3-month certificate of deposits; euro area: 3-month interbank rate.

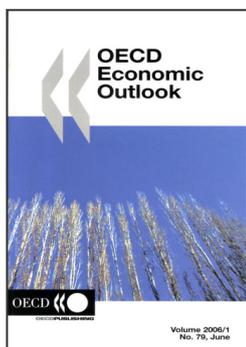
Assumptions underlying the projections include:

- no change in actual and announced fiscal policies;

- unchanged exchange rates as from 4 May 2006; in particular 1\$ = 113.50 yen and 0.79 euro.

The cut-off date for other information used in the compilation of the projections is 17 May 2006.

Source: OECD Economic Outlook 79 database.



From:
OECD Economic Outlook, Volume 2006 Issue 1

Access the complete publication at:
https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2006-1-en

Please cite this chapter as:

OECD (2006), "Gesamtbeurteilung der Wirtschaftslage", in *OECD Economic Outlook, Volume 2006 Issue 1*, OECD Publishing, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2006-1-3-de

Das vorliegende Dokument wird unter der Verantwortung des Generalsekretärs der OECD veröffentlicht. Die darin zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Argumente spiegeln nicht zwangsläufig die offizielle Einstellung der OECD-Mitgliedstaaten wider.

This document and any map included herein are without prejudice to the status of or sovereignty over any territory, to the delimitation of international frontiers and boundaries and to the name of any territory, city or area.

You can copy, download or print OECD content for your own use, and you can include excerpts from OECD publications, databases and multimedia products in your own documents, presentations, blogs, websites and teaching materials, provided that suitable acknowledgment of OECD as source and copyright owner is given. All requests for public or commercial use and translation rights should be submitted to rights@oecd.org. Requests for permission to photocopy portions of this material for public or commercial use shall be addressed directly to the Copyright Clearance Center (CCC) at info@copyright.com or the Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) at contact@cfcopies.com.