

II. Entwicklung in den fortgeschrittenen Industrieländern

Schwerpunkte

Trotz erheblicher Konjunkturimpulse in den fortgeschrittenen Industrieländern erholte sich die Wirtschaft 2002 nur geringfügig (Tabelle II.1). Während die Ausgaben der privaten Haushalte stabil blieben, schraubten die Unternehmen ihre Investitionen weiter zurück. Im ersten Quartal 2003 war die Nachfrage unerwartet schleppend, doch ist schwer abschätzbar, inwieweit dies auf geopolitische Unsicherheiten zurückzuführen war und in welchem Maße grundlegendere Einflussfaktoren das Wachstum bremsen. In den Prognosen wird allgemein davon ausgegangen, dass die Konjunktur im späteren Jahresverlauf leicht an Fahrt gewinnen wird. Im Unternehmensbereich sind der jüngste Anstieg der Gewinne, die Konsolidierung der Bilanzen und der anhaltende technische Fortschritt günstige Voraussetzungen für eine Belebung der Investitionen. Doch die Schuldenlast der privaten Haushalte ist größer geworden, und das Konsumwachstum dürfte sich verlangsamen. In Japan und Europa – und dort vor allem in Deutschland – ist die Inlandsnachfrage immer noch schwach.

Angesichts des Abwärtsdrucks auf die Güterpreise weltweit sind Befürchtungen über eine mögliche globale Deflation und die damit verbundenen Gefahren geäußert worden.

Für die politischen Entscheidungsträger bleiben noch weitere zentrale Herausforderungen bestehen. Die Haushaltsdefizite haben sich zuletzt ausgeweitet, und die sich nach oben verschiebende Altersstruktur der Bevölkerung

Wachstum und Inflation								
Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent								
	Reales BIP				Verbraucherpreise ¹			
	1991–2000	2001	2002	2003 ²	1991–2000	2001	2002	2003 ²
Fortgeschrittene Industrieländer	2,5	0,9	1,7	1,7	2,4	2,1	1,5	1,9
USA	3,2	0,3	2,4	2,3	2,8	2,8	1,6	2,4
Euro-Raum	2,1	1,4	0,8	1,0	2,4	2,4	2,2	2,0
Japan	1,4	0,4	0,3	0,8	0,8	-0,7	-0,9	-0,6
Vereinigtes Königreich	2,3	2,1	1,8	2,0	3,2	2,1	2,2	2,8
Kanada	2,8	1,5	3,4	2,7	2,0	2,5	2,2	3,1
Australien	3,4	2,7	3,8	3,0	2,2	4,4	3,0	3,0
Übrige Länder ³	2,1	1,3	1,5	1,3	2,1	2,2	1,8	2,1

¹ Euro-Raum: harmonisierter Verbraucherpreisindex; Vereinigtes Königreich: Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinszahlungen. ² Im Mai veröffentlichter Prognosemittelwert aus Expertenbefragungen. ³ Dänemark, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz.

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

in den fortgeschrittenen Industrieländern wird die öffentlichen Ausgaben längerfristig stärker belasten. Die Gestaltung der fiskalpolitischen Rahmenbedingungen und die Notwendigkeit einer Haushaltskonsolidierung auf mittlere Sicht rücken somit entscheidend in den Blickpunkt. Die anhaltende Ausweitung der Leistungsbilanzungleichgewichte in den Industrieländern seit Mitte der neunziger Jahre ist mit Verlagerungen in der weltweiten Ersparnis einhergegangen, die sich künftig bemerkbar machen dürften.

Weltweite Konjunkturbelebung 2002

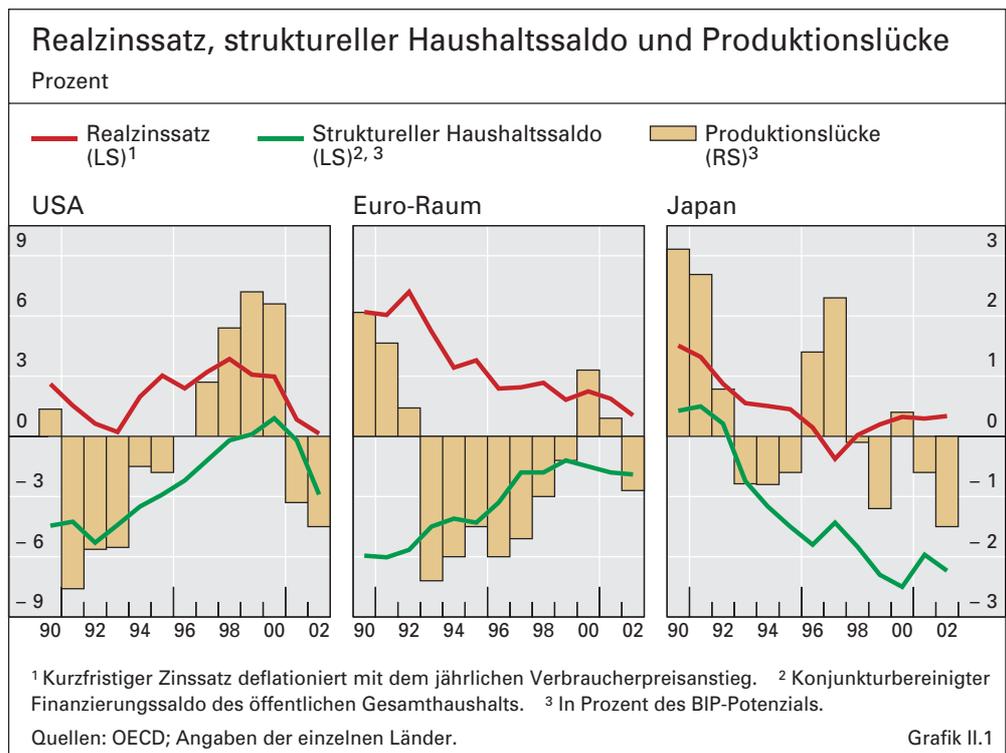
Enttäuschendes Wachstum trotz Unterstützung durch die Wirtschaftspolitik

Nach einem relativ flachen Abschwung 2001 zog die Konjunktur in den fortgeschrittenen Industrieländern im Jahr 2002 wieder an. Die Weltwirtschaft verlor jedoch rasch an Fahrt und zeigte sich am Jahresende schwach; in den meisten Regionen weiteten sich die Produktionslücken aus. Insbesondere in den USA verlangsamte sich das Wachstum der Endnachfrage. Einige andere Industrieländer schnitten besser ab; lebhaft war die inländische Endnachfrage vor allem in Australien sowie – in geringerem Maße – in Kanada. Die japanische Wirtschaft expandierte 2002 nur leicht, obwohl die Exporte deutlich an Dynamik gewannen. Im Euro-Raum blieb das Wachstum weit hinter den Erwartungen zurück, und in Deutschland kam es beinahe zum Stillstand.

Angesichts der erheblichen Konjunkturimpulse waren diese Entwicklungen besonders enttäuschend. In den USA waren die Leitzinsen drastisch gesenkt worden, und der Haushaltssaldo kehrte sich in ein großes und weiter anwachsendes Defizit (Grafik II.1). In den übrigen Industrieländern

Weltwirtschaft im Jahresverlauf 2002 schwächer ...

... trotz erheblicher Konjunkturimpulse

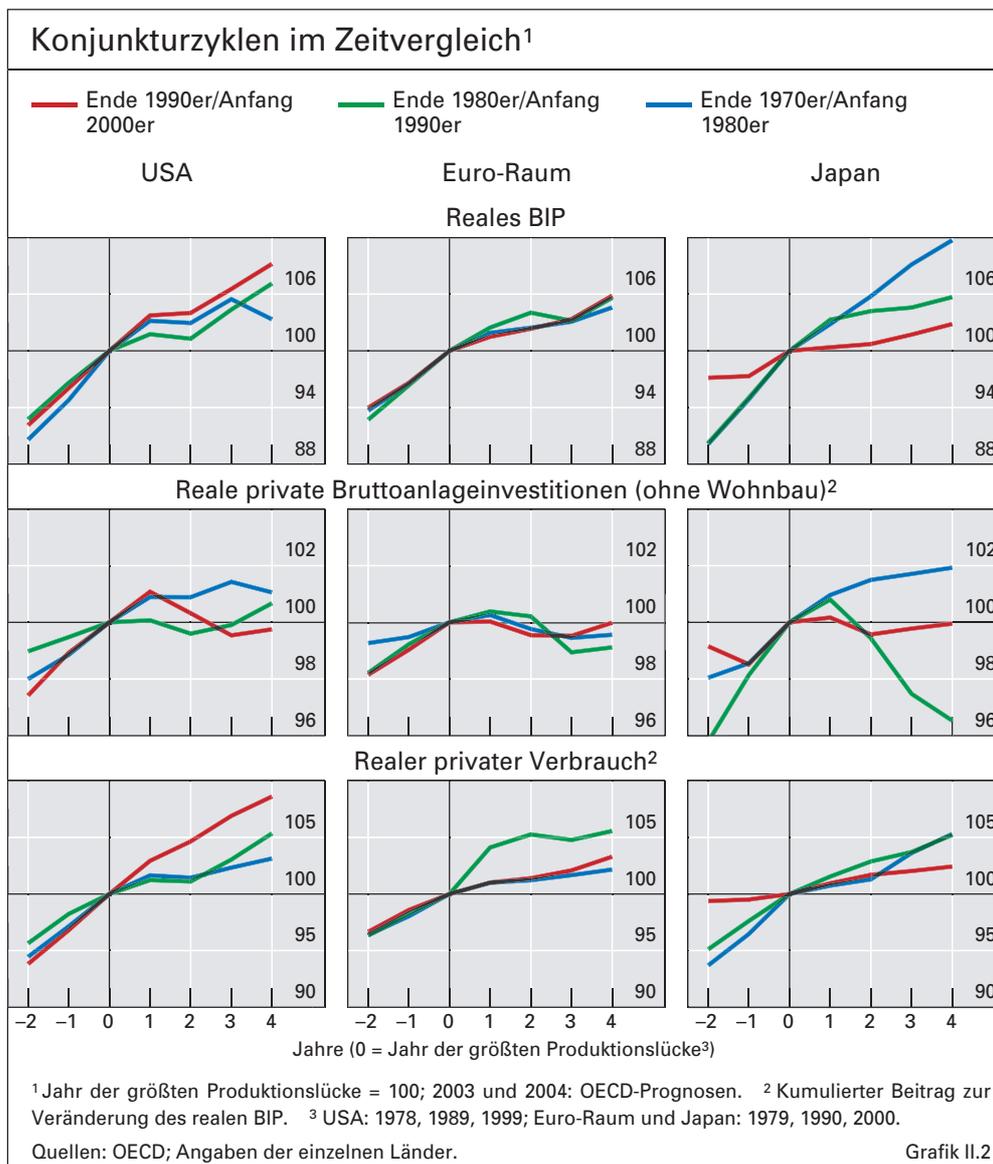


war die Wirtschaftspolitik weniger expansiv ausgerichtet. Die Haushaltspolitik verfolgte zumeist einen neutralen Kurs, wobei zwar die automatischen Stabilisatoren wirken konnten, diskretionäre Maßnahmen jedoch im Euro-Raum sowie vor allem in Japan durch große Budgetdefizite und eine hohe öffentliche Verschuldung begrenzt wurden. Zudem wurde der Spielraum für eine geldpolitische Lockerung im Euro-Raum durch die Inflationsträgheit und in Japan durch die Nullzinsgrenze bei den Nominalzinssätzen eingeschränkt (Kapitel IV). Einige Länder (insbesondere Australien und Kanada) strafften die Geldpolitik vor dem Hintergrund einer soliden gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und eines gewissen Inflationsdrucks.

Keine Erholung bei den Unternehmensinvestitionen

Die Investitionstätigkeit der Unternehmen war in den fortgeschrittenen Industrieländern 2002 rückläufig (Grafik II.2). Die ungewöhnlich niedrigen Investitionen waren zum Teil eine Reaktion auf den vorangegangenen Investitionsboom, als übermäßig optimistische Gewinnerwartungen zu überhöhten

Rückläufige Investitionen bei Bilanzkonsolidierung



Preissteigerungen bei Krediten und Vermögenswerten geführt hatten. Wegen der sich abzeichnenden beträchtlichen Kapazitätsüberhänge in mehreren Branchen – insbesondere in der Informationstechnologie (IT) – und der schlechten Absatzaussichten nahm die Nachfrage nach neuen Ausrüstungsgütern ab. Darüber hinaus waren die Unternehmen nach dem Rückgang der Preise von Vermögenswerten gezwungen, ihre Bilanzen zu konsolidieren und ihre Gewinnsituation wieder zu verbessern. Zusätzlich beeinträchtigt wurde das Vertrauen der Investoren, als mehrere viel beachtete Rechnungslegungs-skandale sowie einige bedeutende Konkurse die Besorgnis hinsichtlich der Führungs- und Überwachungsmechanismen der Unternehmen schürten. Niedrigere Aktienkurse, eine Straffung der Kreditkonditionen und die Ausweitung der Renditenaufschläge auf ihre Anleihen erschwerten den Unternehmen zudem die Mittelbeschaffung. In einigen wichtigen europäischen Ländern sowie in Japan war das Kreditangebot in gewissem Umfang eingeschränkt, insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen.

Ausgaben der privaten Haushalte robust

Die privaten Haushalte in den fortgeschrittenen Industrieländern hielten ihre Ausgaben 2002 allerdings im Durchschnitt relativ stabil, obwohl sich ihr Finanzvermögen erheblich verringerte und sich die Lage am Arbeitsmarkt verschlechterte. Der private Konsum und die Wohnbauinvestitionen waren in mehreren Ländern recht lebhaft, und zwar insbesondere in den USA und im Vereinigten Königreich. Ein wesentlicher Grund hierfür war, dass die privaten Haushalte stark auf die Konjunkturimpulse in diesen Ländern reagierten. Sie profitierten von der expansiven haushaltspolitischen Ausrichtung z.B. über Steuersenkungen, Lohnsteigerungen im öffentlichen Sektor oder höhere Sozialleistungen. Zugleich reduzierten sich die Kosten für die Kreditaufnahme infolge der allgemeinen Leitzinssenkungen und des Rückgangs der langfristigen Zinssätze beträchtlich. So fiel etwa der durchschnittliche Kreditzinssatz für die privaten Haushalte in den USA im Jahresverlauf 2002 um fast 1 Prozentpunkt, und großzügige Kreditkonditionen begünstigten den Pkw-Absatz. Im Euro-Raum waren die Ausgaben der privaten Haushalte weit weniger dynamisch; hier stiegen die Sparquoten deutlich an. In Japan war der Verbrauch relativ stabil, doch die Wohnbauinvestitionen gingen weiter zurück.

Strukturelle Änderungen an den Finanzmärkten vieler Länder erleichterten die Kreditaufnahme und ermöglichten es den privaten Haushalten, sich höher zu verschulden. Auch die kräftigen Wertsteigerungen von Immobilien, die sich im Jahr 2002 fortsetzten und sich in einigen Ländern sogar beschleunigten, begünstigten die Liquiditätsbeschaffung (Kapitel VII, Tabelle VII.2). Der Anstieg der Immobilienpreise scheint die Verluste an den Aktienmärkten zum Teil aufgefangen zu haben, insbesondere in Nordamerika, im Vereinigten Königreich und in einigen Ländern Kontinentaleuropas. Dort war es dank eines stärkeren Wettbewerbs und Innovationen an den Hypothekenmärkten einfacher, Wertzuwächse beim Wohneigentum für die Beschaffung liquider Mittel zu nutzen. Zudem sind die Transaktionskosten bei der Kreditrefinanzierung gesunken, sodass die Kreditnehmer leichter von niedrigeren Zinssätzen profitieren können.

Ausgaben der privaten Haushalte robust ...

... gestützt durch steigende Immobilienpreise und Hypothekenrefinanzierungen

Ausblick für die Weltwirtschaft

Uneinheitliche, aber stetige Expansion

Rezessive Kräfte
2003 möglicherweise
schwindend ...

Die erhöhte Besorgnis über die Entwicklung im Nahen Osten gilt als entscheidender Bremsfaktor für die Expansion in letzter Zeit, da sie die Ölpreise nach oben trieb und das Vertrauen dämpfte. Zwar ist die Lage derzeit noch immer von geopolitischen Unsicherheiten überschattet, doch wird allgemein erwartet, dass die früheren rezessiven Kräfte nachlassen. Die Lageranpassungen scheinen abgeschlossen zu sein, wobei die Lagerbestände im Verhältnis zu den Umsätzen in den USA im langfristigen Vergleich sehr niedrig sind. Mehrere Faktoren deuten darauf hin, dass auch bei den Anlageinvestitionen eine Wende stattfindet. Nach zwei Jahren rückläufiger Investitionen dürften Neuanschaffungen nötig sein, zumal Ausrüstungsgüter der Hochtechnologie rasch veralten. Weitere Impulse für die Investitionsausgaben versprechen die Unternehmensgewinne, die sich 2002 auf der Basis des Volkseinkommens gerechnet verbesserten, und solidere Unternehmensbilanzen. Die Finanzierungsbedingungen sind in jüngerer Zeit ebenfalls besser geworden.

... doch bisher
kaum Anzeichen
einer nachhaltigen
Erholung

Dennoch ist das Wirtschaftswachstum in den meisten Regionen im Jahr 2003 bisher schwach, und es gibt kaum Anzeichen für eine Belebung des Welthandels. Ebenso wenig deuten die aktuellen Umfragen darauf hin, dass die Stimmung bei den Unternehmen allgemein positiver geworden wäre. An den Finanzmärkten ist jedoch eine gewisse Verbesserung zu erkennen: Die Renditenstrukturkurven spiegeln die Erwartung eines Aufschwungs im weiteren Jahresverlauf wider, die Renditenaufschläge von Anleihen haben sich verringert, und die Aktienkurse haben die kriegsbedingten Einbußen weitgehend wettgemacht. Mit ihren raschen Stimmungsumschwüngen im Jahr 2002 waren die Märkte allerdings keine zuverlässigen Vorlaufindikatoren.

Allgemeine
Einschätzung
fragwürdig

Die allgemeine Erwartung, dass die Ausgaben der privaten Haushalte robust bleiben und die Schwächephase überbrücken werden, bis sich die Investitionen erholen, ist mit mehreren Fragezeichen verbunden. Einerseits könnte eine rasche Beseitigung der geopolitischen Unsicherheiten das Vertrauen und die Ausgabebereitschaft sowohl bei den privaten Haushalten als auch bei den Unternehmen wiederherstellen. Dies könnte eine kräftigere Expansion zur Folge haben, als derzeit angenommen wird. Andererseits könnte der Effekt vorangegangener Konjunkturimpulse nachlassen, bevor sich die Aufwärtsentwicklung der Endnachfrage selbst tragen kann. Insbesondere die öffentlichen Ausgaben und die zinsreagiblen Komponenten der Nachfrage der privaten Haushalte bewegen sich bereits auf hohem Niveau und könnten in naher Zukunft etwas nachgeben. In den USA scheint bei den langlebigen Konsumgütern schon eine schwächere Phase begonnen zu haben. In den Ländern, in denen die Ausgaben der privaten Haushalte von der Dynamik am Markt für Wohneigentum gestützt wurden, könnte die expansive Wirkung der Hypothekenrefinanzierung nachlassen. In einigen Ländern scheinen die Preise für Wohneigentum ihren Höhepunkt bereits erreicht zu haben, und die langfristigen Zinssätze sinken offenbar nicht mehr.

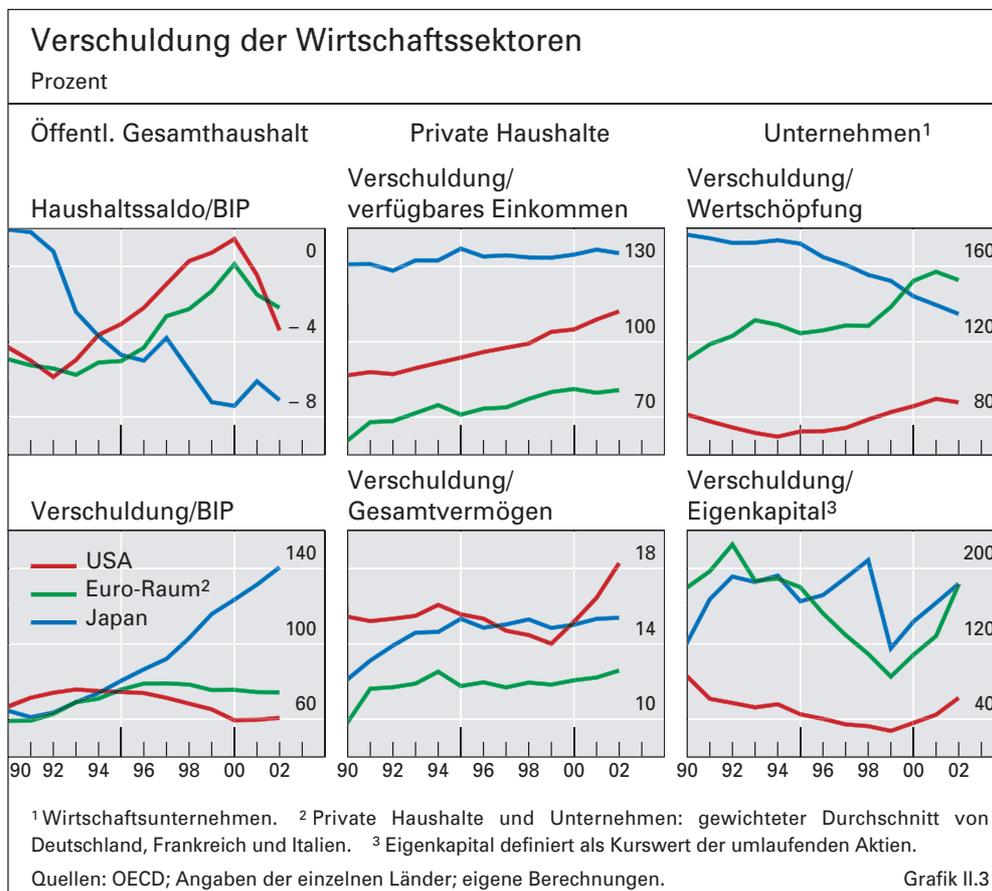
Eine weitere Gefahr ist, dass sich die konjunkturpolitischen Impulse sogar umkehren könnten. Die sich verschlechternden Aussichten für die öffentlichen

Finanzen haben nicht nur in vielen Ländern weitere nennenswerte Konjunkturimpulse verhindert, sondern in Europa sowie auf bundesstaatlicher und lokaler Ebene in den USA auch zu einiger Zurückhaltung geführt. Der Spielraum für weitere geldpolitische Impulse ist in Ländern, in denen sowohl die Leitzinssätze als auch die Zinsen für Staatsanleihen inzwischen historische Tiefstände erreicht haben, weitgehend erschöpft. Bisweilen wurde die Besorgnis geäußert, dass die langfristigen Zinssätze wieder aufwärts tendieren könnten, falls sich die Kurse oder die öffentlichen Finanzen in den Augen der Anleger ungünstig entwickeln. Ferner könnten neue Schwierigkeiten im Unternehmensbereich oder verborgene Schwachstellen im Finanzsektor mancher Länder die Kreditvergabe für einige Zeit einschränken.

Vermögenspositionen des privaten Sektors

Inwieweit das Wirtschaftswachstum noch dadurch gebremst wird, dass die Unternehmen zur Konsolidierung ihrer Bilanzen gezwungen sind, ist nach wie vor unklar, doch es besteht Anlass zu Optimismus. Wegen ihrer gedämpften Anlageinvestitionen hat sich der Finanzierungssaldo der Unternehmen (d.h. die Differenz zwischen ihrer Ersparnis und ihren Investitionen) in Japan, den USA und Europa erheblich verbessert. In Japan setzten die rentablen Unternehmen die Tilgung ihrer hohen Schuldenlast aus früheren Jahren fort; im letzten Jahrzehnt ist die Verschuldung der Unternehmen gemessen an ihrer Wertschöpfung um über 30 Prozentpunkte zurückgegangen (Grafik II.3). In den USA war der Finanzierungssaldo des Unternehmenssektors 2002 beinahe

Unternehmensbilanzen etwas solider ...



ausgeglichen, und die Verschuldung ist nunmehr rückläufig. Im Euro-Raum ist die Unternehmensverschuldung, die in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre drastisch gestiegen war, in jüngster Zeit zurückgegangen, und das Finanzierungsdefizit hat sich seit 2000 verringert.

Zwei weitere Faktoren sind ebenfalls positiv zu bewerten. Erstens liegt der Verschuldungsgrad noch immer im Rahmen, da der Rückgang der Aktienkurse durch den Abbau von Schulden zum Teil ausgeglichen wurde. Zweitens konnten die Unternehmen dank niedriger Zinssätze ihren Schuldendienstaufwand senken. Beispielsweise betrug der Zinsaufwand der US-Wirtschaftsunternehmen Ende 2002 noch rund 14% ihres Cashflows. Damit lag er fast 2 Prozentpunkte unter dem letzten Höchststand von Anfang 2001 und über 5 Prozentpunkte unter dem Stand zu Beginn der neunziger Jahre. Bei einem Zinsanstieg dürften die Unternehmen jedoch ihren Zinsaufwand zu verringern suchen, indem sie fremdfinanzierte Investitionen weiterhin zeitlich verschieben. Zudem braucht die Sanierung der Bilanzen ihre Zeit. Da die Verschuldung der US-Unternehmen gemessen an ihrer Wertschöpfung gegenwärtig bei 88% liegt, verglichen mit 80% Anfang der neunziger Jahre, dürfte sich ein weiterer Schuldenabbau aufdrängen. Für Europa scheint dies sogar in noch stärkerem Maße zu gelten. Außerdem ist es denkbar, dass die veröffentlichten Zahlen aufgrund versteckter Unternehmensverbindlichkeiten (z.B. aufgrund von Deckungslücken bei den Betriebsrentenplänen) ein zu positives Bild zeichnen.

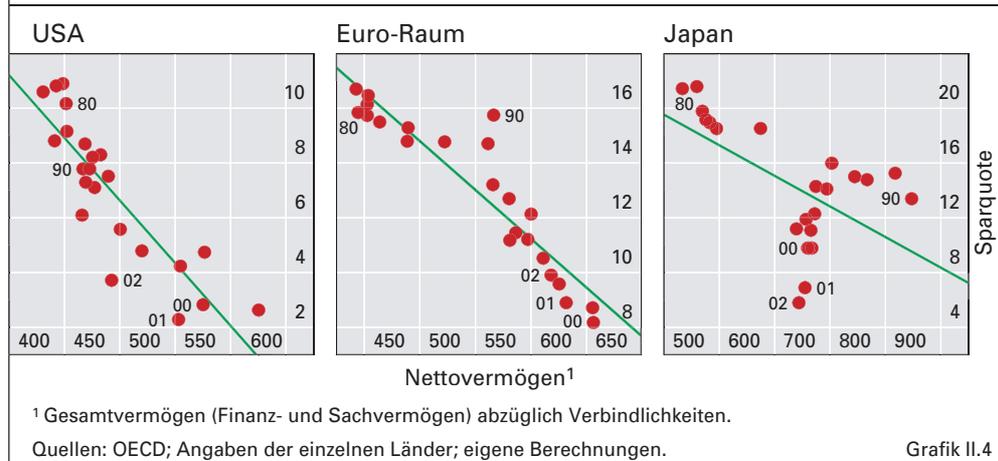
... doch
Verschuldung der
privaten Haushalte
höher

Im Gegensatz zu den Unternehmen haben sich in der jüngsten Konjunkturphase die privaten Haushalte in den fortgeschrittenen Industrieländern – trotz einer merklichen Abschwächung im Euro-Raum – im Durchschnitt weiterhin verschuldet und Ausgaben getätigt. Daher stieg die Verschuldung der privaten Haushalte im Jahr 2002 weiterhin schneller als ihr Einkommen. Am ausgeprägtesten war dieser Trend in den Ländern, in denen niedrigere Nominalzinssätze die Nachfrage nach Wohneigentum ankurbelten und den privaten Haushalten überdies einen Anreiz boten, bestehende Hypotheken zu refinanzieren. Auf diese Weise generierten die privaten Haushalte Mittel für höhere Ausgaben, ein Prozess, der durch einen deutlichen Anstieg der Preise für Wohneigentum noch verstärkt wurde.

Berücksichtigt man den Wert des Vermögens der privaten Haushalte, erscheint die Verschuldung nicht außergewöhnlich hoch. Die durchschnittliche Verschuldung der privaten Haushalte gemessen an ihrem Vermögen liegt in den G7-Ländern mit Ausnahme Japans seit vielen Jahren praktisch unverändert bei rund 15%. Dennoch ist in diesen Ländern die Verschuldung der privaten Haushalte in Relation zu ihrem verfügbaren Einkommen auf über 105% gestiegen und ist damit fast 15 Prozentpunkte höher als Anfang der neunziger Jahre. Auch der Schuldendienstaufwand ist größer geworden; in den USA beispielsweise drückte er das verfügbare private Einkommen 2002 um rund 14%. Dies war deutlich mehr als ein Jahrzehnt zuvor, obwohl die Zinssätze für die Mittelbeschaffung erheblich zurückgegangen sind. Gesamtwirtschaftlich sind die privaten Haushalte zwar in hohem Maße durch festgeschriebene langfristige Hypothekenzinssätze abgesichert, doch könnte ein Zinsanstieg oder eine Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt sie in Schwierigkeiten bringen. In manchen Fällen hatte die niedrige Inflation

Sparquote und Nettovermögen der privaten Haushalte, 1980–2002

In Prozent des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte



möglicherweise zur Folge, dass die tatsächliche künftige Tilgungslast unterschätzt wurde.

Zwar lassen die Vermögenspositionen der privaten Haushalte keine unmittelbare Beeinträchtigung der Ausgaben vermuten, doch könnte ihre Sparquote nach oben tendieren. Im Euro-Raum ist sie in den letzten Jahren bereits erheblich gestiegen, und in Japan besteht wohl noch mehr Grund zur Besorgnis: Im Laufe der letzten zehn Jahre wurden dort erhebliche Vermögenseinbußen verzeichnet; dennoch blieb die Sparquote der privaten Haushalte auf ihrem rückläufigen Trend (Grafik II.4). In den USA erscheint sie noch niedrig, obwohl sie 2002 infolge von Steuersenkungen bereits zu steigen begonnen hatte. Wegen des wachsenden Nettovermögens der privaten Haushalte dürfte das Gleichgewichtsniveau ihrer Sparquote in den letzten beiden Jahrzehnten allerdings gesunken sein.

Längerfristige Aussichten

Besonders auffällig am jüngsten Konjunkturabschwung ist, dass er auch in den Regionen zu spüren war – insbesondere Kontinentaleuropa und Japan –, die am vorangegangenen Ausgabenboom nicht beteiligt gewesen waren. Der offenbar hohe konjunkturelle Gleichlauf in den Industrieländern ist nicht nur auf die Handelsströme, sondern auch auf die Finanzmärkte und auf psychologische Faktoren zurückzuführen. Einigen Beobachtern zufolge sind diese Verknüpfungen in den letzten Jahren stärker geworden, wobei die USA ihren Vorsprung auf die anderen Länder ausbauen (*72. Jahresbericht*). Erstens sind die supranationalen Unternehmensbeziehungen seit der Welle von grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen in den neunziger Jahren beträchtlich gewachsen. Zweitens ging die Ausweitung des US-Leistungsbilanzungleichgewichts mit steigenden Kapitalzuflüssen einher. Daher erlitten einige ausländische Finanz- und Wirtschaftsunternehmen, die an der Finanzierung des US-Aufschwungs beteiligt gewesen waren, schwere Verluste und mussten Kosten einsparen, um ihre Gewinnsituation wieder zu verbessern.

US-Entwicklung weiterhin ausschlaggebend

Schwächen
in Japan und
Europa ...

Doch der offenbar größere Einfluss der USA auf das Wachstum der Weltwirtschaft dürfte auch mit einigen spezifischen Schwachstellen in anderen Regionen zusammenhängen. Japan verzeichnete in den letzten zehn Jahren ein durchschnittliches Wirtschaftswachstum von nur 1% jährlich. Sein Potenzialwachstum dürfte daher inzwischen deutlich unter der in den achtziger Jahren geschätzten Rate von 4% liegen. Auch in einigen wichtigen europäischen Volkswirtschaften hat sich das Potenzialwachstum verringert, vor allem in Deutschland. Darauf wird weiter unten noch ausführlicher eingegangen. Diese Trends spielen eine wichtige Rolle, nicht nur aufgrund ihrer Bedeutung für die langfristige Entwicklung des Lebensstandards. Niedrige Potenzialwachstumsraten außerhalb Nordamerikas könnten die Leistungsbilanzkorrekturen erschweren, die aufgrund der derzeitigen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte nötig sind. Zudem reflektiert ein niedriges Potenzialwachstum oft Strukturverhärtungen und eine geringe Widerstandsfähigkeit gegenüber negativen Schocks. So haben die USA mit ihrem stabilen Potenzialwachstum den letzten Abschwung gut überstanden. Dank der Dynamik auf der Angebotsseite hatte die US-Volkswirtschaft anscheinend größeren Spielraum zur Nutzung neuer Wachstumschancen und konnte besser auf Nachfrageimpulse reagieren.

... aufgrund
geringeren Anstiegs
der Erwerbs-
bevölkerung ...

An erster Stelle der Bestimmungsfaktoren für die langfristige Wirtschaftsentwicklung steht die Erwerbsbevölkerung. Diese weitet sich in den USA immer noch stark aus, in Japan nimmt sie hingegen bereits ab, und in einigen europäischen Volkswirtschaften, wo sich die Altersstruktur rapide verschiebt, wird das bald ebenfalls der Fall sein. Zudem funktionieren die Arbeitsmärkte sehr unterschiedlich. In den USA ist die strukturelle Arbeitslosigkeit seit Mitte der siebziger Jahre stetig zurückgegangen, in Japan dagegen gestiegen. Im Euro-Raum ist das Bild recht uneinheitlich: Bis Mitte der neunziger Jahre stieg die strukturelle Arbeitslosigkeit auf ein hohes Niveau, konnte seither jedoch in einigen Ländern – mit Deutschland als wichtiger Ausnahme – dank erfolgreicher Maßnahmen zur Förderung des Beschäftigungswachstums verringert werden. Ein zweiter wesentlicher Bestimmungsfaktor für die langfristige Wirtschaftsentwicklung war die relativ ausgeprägte Steigerung der Arbeitsproduktivität in den USA, vor allem im vergangenen Jahr, als die Produktion je Beschäftigten deutlich zunahm. Im Euro-Raum und in Japan ist die Arbeitsproduktivität in den letzten Jahren dagegen weniger stark gewachsen.

... und aufgrund
niedrigerer
Produktivität

Die besseren Ergebnisse in den USA scheinen im Wesentlichen dem anhaltenden technischen Fortschritt zuzuschreiben zu sein, wie er am Wachstum der totalen Faktorproduktivität gemessen wird, d.h. dem Produktionsanstieg, der nicht auf einen höheren Input an Arbeit oder Kapital zurückgeht. In den USA beispielsweise hat sich der Anstieg dieser Kennzahl seit der Phase des schleppenden Produktionswachstums in den siebziger Jahren erheblich beschleunigt. Ganz anders dagegen in Europa und Japan: In Europa gibt es Hinweise darauf, dass die jüngsten Reformen an den Arbeitsmärkten zu Beschäftigungszuwächsen geführt haben, die die gemessene Produktivität drückten. In Japan richtet sich die Aufmerksamkeit vor allem auf die Funktionsstörungen im Finanzsystem, die vielfach als größtes Hindernis für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum angesehen werden.

Auf kurze Sicht könnten gewisse Strukturreformen zwar eine höhere Arbeitslosigkeit zur Folge haben, sie könnten aber auch latente Nachfrage (z.B. nach inländischen Dienstleistungen) freisetzen und mit der Zeit die Beschäftigung steigern. Außerdem könnte allein die Ankündigung eines Reformprogramms schon das Vertrauen stärken, vor allem im Unternehmensbereich. Das Funktionieren der Märkte zu verbessern dürfte im Übrigen dringlicher sein als allgemein vermutet. Erstens können Rigiditäten bereits lange Zeit unerkannt vorhanden sein, bevor sich die nachteiligen Angebotseffekte bemerkbar machen. Zweitens könnten langfristige Produktivitätssteigerungen gefährdet sein, wenn größere geopolitische Risiken zu höheren Ausgaben für innere Sicherheit und Verteidigung führen, denn diese wirken sich auf die Volkswirtschaft wie eine versteckte Steuer aus. Drittens sind höhere Produktivitätssteigerungen notwendig, um die nachteiligen Auswirkungen des demografischen Alterungsprozesses in praktisch allen Industrieländern auf das Pro-Kopf-Einkommen aufzufangen.

Reformen an Güter- und Arbeitsmärkten nötig

Gedämpfte längerfristige Wachstumsaussichten in Deutschland

Bei der Betrachtung des bremsenden Einflusses von Strukturschwächen auf das längerfristige Wirtschaftswachstum lag der Schwerpunkt des Interesses in letzter Zeit oftmals auf Kontinentaleuropa. Art und Ausmaß dieses Einflusses sind von Land zu Land unterschiedlich. Deutschland – die größte Volkswirtschaft dieser Region – verdient dabei besonderes Augenmerk. Das BIP-Wachstum war hier in den letzten Jahren ungewöhnlich niedrig, und diese Schwäche scheint im Wesentlichen auf eine schleppende Inlandsnachfrage zurückzuführen zu sein. In den letzten fünf Jahren trugen die Exporte im Durchschnitt über 2 Prozentpunkte zum Wirtschaftswachstum bei und somit mehr als im Mittel der achtziger Jahre und mehr als in Frankreich oder Italien. Der private Verbrauch dagegen war schwächer, und auch die Investitionen stellten einen wesentlichen Bremsfaktor dar, sodass die deutsche Potenzialwachstumsrate auf nur 1½% gesunken ist. Für den übrigen Euro-Raum liegen die Schätzungen demgegenüber bei fast 2½%.

Schwache Konjunktur in Deutschland ...

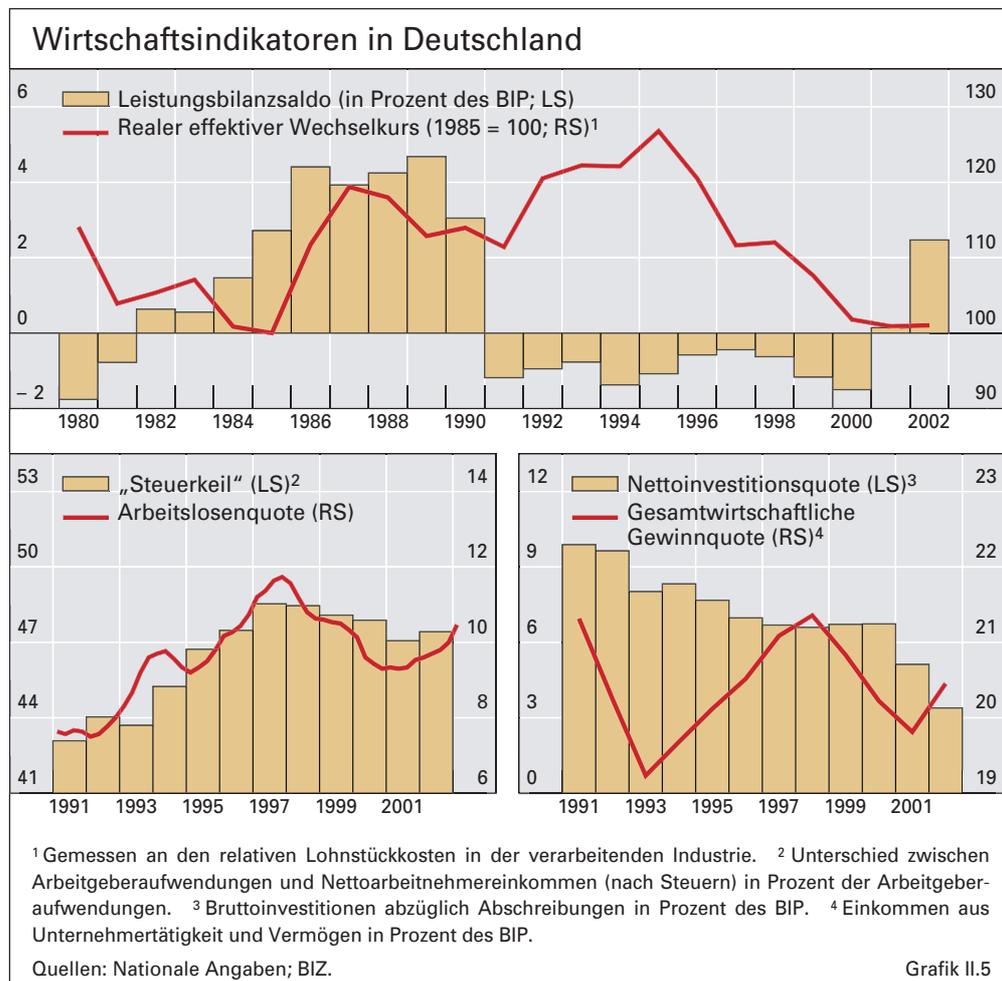
Für die Wachstumsschwäche in Deutschland sind etliche Gründe angeführt worden, von denen einige vielleicht plausibler sind als andere. Bisweilen heißt es, die deutsche Währung sei beim Eintritt in die europäische Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) überbewertet gewesen. Nun hat Deutschland in der ersten Hälfte der neunziger Jahre international zwar an Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt und Marktanteile verloren, doch ist der reale effektive Wechselkurs seit Mitte der neunziger Jahre erheblich gesunken (Grafik II.5 oben). So konnte Deutschland in den letzten Jahren Marktanteile hinzugewinnen, und seine Exportquote gemessen am BIP ist außergewöhnlich hoch. In ähnlicher Weise führen einige Beobachter an, hohe Realzinssätze hätten die Investitionsausgaben und das gesamtwirtschaftliche Wachstum gedrückt. Auf den ersten Blick erscheint auch diese Behauptung haltlos. Seit 1997 liegt der reale langfristige Anleihezins (mit Verbraucherpreisen deflationiert) durchschnittlich bei 3½%, verglichen mit einem Durchschnitt von 4% ab den sechziger Jahren. Da die Potenzialwachstumsrate zurückgegangen ist, ließe sich allerdings argumentieren, dass der „natürliche“ Zins

... trotz jüngster Steigerungen der Wettbewerbsfähigkeit

(d.h. der Zinssatz, bei dem Spar- und Investitionstätigkeit im Gleichgewicht sind) ebenfalls gesunken ist.

Kosten der Wiedervereinigung

Wesentlich plausibler ist das Argument, dass Deutschland immer noch die direkten und indirekten Kosten der Wiedervereinigung von 1989/90 zu schaffen machen. Die meisten Unternehmen in der ehemaligen DDR brachen zusammen, was den Arbeitsmarkt mit bleibender Wirkung beeinträchtigte. Durch die daraus resultierenden Finanztransfers (in den neunziger Jahren jährlich fast 4% des BIP) scheint sich der öffentliche Finanzierungssaldo in Deutschland nachhaltig verschlechtert zu haben, sodass der konjunkturpolitische Spielraum stark eingeschränkt wurde. Die zur Finanzierung der Wiedervereinigung notwendigen Steuererhöhungen dürften über die erhebliche Ausweitung des „Steuerkeils“ (Grafik II.5 links unten) auch die Arbeitsmarktentwicklung negativ beeinflusst haben. Zudem zog die Wiedervereinigung einen kurzlebigen Bauboom nach sich, mit dessen Rückführung sich das reale BIP-Wachstum in Deutschland seit 1995 jedes Jahr um fast $\frac{1}{3}$ Prozentpunkt reduzierte. Außerdem gingen die Preise für Wohneigentum in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre zurück und waren in den letzten Jahren praktisch stabil. Somit konnten die privaten Haushalte in Deutschland nicht – wie in den meisten anderen Industrieländern – ihre Verluste an den Aktienmärkten kompensieren.



Das sichtbarste Zeichen (wenn nicht sogar die Ursache) für die deutsche Konjunkturschwäche ist vielleicht, dass die Unternehmen weniger in der Lage bzw. bereit sind, Investitionen zu tätigen. Seit Anfang der neunziger Jahre sind die Nettoinvestitionen in Relation zum BIP drastisch gesunken (Grafik II.5 rechts unten). Obwohl Erneuerungsinvestitionen gleichzeitig zur Einführung neuer wachstumsfördernder Verfahren genutzt werden können, gibt dieser Rückgang Anlass zur Besorgnis. Auf die Dauer dürfte sich damit das deutsche Potenzialwachstum noch stärker verringern.

Unternehmensinvestitionen rückläufig ...

Zwar ist die geringe Investitionsbereitschaft zum Teil konjunkturbedingt, doch scheinen auch grundlegendere bzw. strukturelle Einflusskräfte am Werk zu sein. Unter anderem gehen die Unternehmen anscheinend davon aus, dass der Ertrag neuer Investitionen die damit verbundenen Risiken nicht rechtfertigt. Das lässt darauf schließen, dass die Unternehmensgewinne zu niedrig sind. Auch scheint es kleinen und mittleren Unternehmen, die traditionell am meisten neue Arbeitsplätze schaffen, aber im Wesentlichen den Inlandsmarkt bedienen, schlechter zu gehen als großen Unternehmen, die in erheblichem Maße für den Export produzieren. Eine restriktivere Kreditvergabe der Banken könnte das Problem in den letzten Jahren noch verschärft haben. Kleinere Unternehmen könnten davon besonders hart getroffen worden sein.

... und Schwierigkeiten für kleine und mittlere Unternehmen

Auch Strukturverhärtungen an den Güter- und Arbeitsmärkten dürften die Investitionsbereitschaft der Unternehmen sowie die gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse beeinträchtigt haben. Es könnte durchaus sein, dass der Dienstleistungssektor die Auswirkungen verschiedener Beschränkungen (z.B. der Ladenöffnungszeiten) zu spüren bekommen hat, die es ihm insbesondere erschweren, überzählige Arbeitskräfte aus der Industrie aufzunehmen. Die Gründung neuer Unternehmen und damit die potenzielle Schaffung neuer Arbeitsplätze wird durch strenge Auflagen erschwert. Auch am Arbeitsmarkt sind noch immer schwer wiegende strukturelle Verkrustungen vorhanden. Neben dem oben erwähnten wachsenden „Steuerkeil“ könnten sich auch strikte Beschäftigungsschutzmaßnahmen ungünstig auf die Zahl der Neueinstellungen ausgewirkt haben. Steuerstruktur, Arbeitslosenunterstützung und Sozialversicherungsleistungen halten eher von der Suche nach Arbeitsplätzen ab, insbesondere nach solchen mit geringen Qualifikationsanforderungen und niedriger Vergütung. Auch besteht nach wie vor kaum Spielraum für Tarifvereinbarungen, die an die Wirtschaftskraft der Unternehmen oder die Leistung der Arbeitnehmer geknüpft sind.

Strukturverhärtungen an Güter- und Arbeitsmärkten

Zwar sind die kurzfristigen Aussichten für Deutschland wohl derzeit nicht sehr günstig, doch einige Lichtblicke dürfen nicht übersehen werden. Die Exportstärke beweist, dass die deutschen Unternehmen in einer schwierigen weltweiten Situation wettbewerbsfähig sind. Die Nachwirkungen der Wiedervereinigung sollten mit der Zeit abklingen. Die notwendige Schrumpfung des Bausektors scheint schon recht weit fortgeschritten zu sein, und die Folgen für die Banken und andere Finanzinstitute konnten offenbar begrenzt werden (Kapitel VII). Die Regierung zeigt sich entschlossen, einige wesentliche Strukturreformen durchzuführen. Befürchtungen, dass Deutschland mit einer anhaltenden Wirtschaftsschwäche wie in Japan zu rechnen hat, werden sich daher wohl kaum bewahrheiten.

Einige Lichtblicke

Inflation

Jüngste Entwicklung

Gedämpfter
Preisdruck

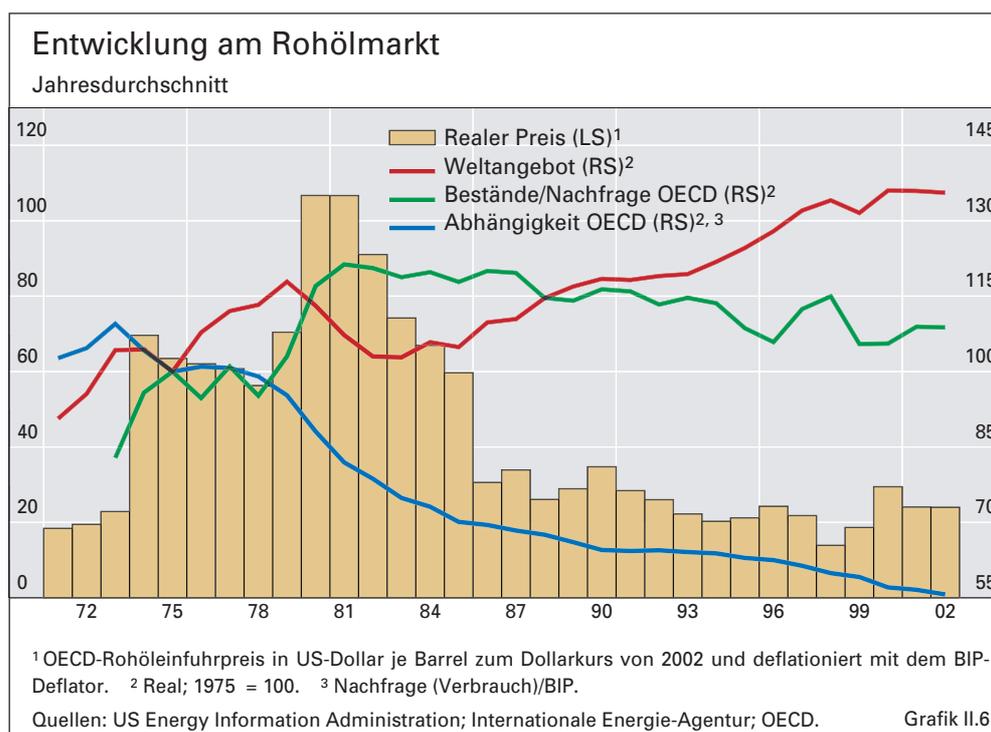
Im Jahr 2002 blieb der Preisdruck weltweit insgesamt gedämpft. In den einzelnen Ländern war die Entwicklung jedoch unterschiedlich. In den am stärksten wachsenden Volkswirtschaften stieg die Inflationsrate, und in Kanada und im Vereinigten Königreich war die Einhaltung der Inflationsziele um Anfang 2003 gefährdet. Im Euro-Raum stieg die Kerninflation gemessen am Verbraucherpreisindex 2002 über die Zielmarke von maximal 2% hinaus, während sie in den USA erheblich zurückging. In der Schweiz waren die Verbraucherpreise nahezu stabil, und in Japan fielen sie im vierten Jahr in Folge.

Auch innerhalb einzelner Regionen zeigten sich beachtliche Unterschiede. Dies gilt insbesondere für den Euro-Raum, wo die Verbraucherpreise im Jahr 2002 in Deutschland nur um gut 1%, in Irland dagegen um nahezu 5% anstiegen. Selbst innerhalb der USA war die Preisentwicklung uneinheitlich; die Spanne reichte von etwa 0% im Raum Cleveland bis zu einem Anstieg von fast 3% in der Region von Los Angeles. Darüber hinaus zeigten sich beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren. Die Preissteigerungsraten im auf den Inlandmarkt ausgerichteten Dienstleistungssektor wichen häufig deutlich von denen in der verarbeitenden Industrie ab. So fielen im Jahr 2002 z.B. die Preise für Rohstoffe (ohne Lebensmittel) in den USA um 2%, während die Dienstleistungspreise um 3% anstiegen.

Aussichten

Ausblick für
Ölpreise ungewiss

Für das Jahr 2003 wird mit einer niedrigen Inflationsrate gerechnet. Der sprunghafte Anstieg der Ölpreise Anfang des Jahres, der im Wesentlichen dem Krieg im Irak und den Produktionsausfällen in Venezuela zugeschrieben



werden kann, kehrt sich bereits wieder um; die Aussichten bleiben allerdings eher ungewiss. Im kommenden Jahr könnte die Volatilität der Ölpreise anhalten, je nach dem Weltwirtschaftswachstum, dem Angebot aus Regionen, die nicht der OPEC angehören, und dem Erfolg der OPEC, plötzliche Ungleichgewichte von Angebot und Nachfrage zügig auszugleichen. Zudem sind die Ölvorräte gemessen an der Nachfrage in den Industrieländern seit den frühen achtziger Jahren rückläufig, sodass jede erneute Marktstörung größere Preisfluktuationen verursachen könnte (Grafik II.6). Entscheidend ist auch die Frage, wie rasch und in welcher Größenordnung irakisches Öl auf den Weltmarkt zurückkehren wird.

Es gibt gute Gründe für die Annahme, dass eine nur moderate Kerninflation die weltweite Teuerungsrate auf kurze Sicht niedrig und stabil halten wird. Ein Grund ist, dass die Reagibilität der Inflation auf zyklische Veränderungen der Produktion offenbar allgemein nachgelassen hat. So blieb die Inflation in den USA im vergangenen Jahrzehnt trotz kräftiger Schwankungen der Arbeitslosigkeit wie auch der Kapazitätsauslastung auf durchgehend moderatem Niveau. In Japan blieb die Deflation in den letzten Jahren relativ stabil und eher niedrig. Es gibt zudem einige Hinweise darauf, dass wechselkursbedingte Überwälzeffekte in Ländern mit einem solchen von niedrigen Preissteigerungsraten geprägten Umfeld abgenommen haben. Da die Inflationsraten in den Industrieländern immer länger auf ihrem niedrigen Niveau verharren, scheinen die Inflationserwartungen recht fest verankert zu sein. Das sollte dazu beitragen, die Wirkungsdauer etwaiger einmaliger Preisschocks zu verringern. Des Weiteren dürfte der intensivere nationale und internationale Wettbewerb die Art der Preis- und Lohnfestsetzung an den verschiedenen Märkten beeinflusst haben, was einen höheren Widerstand gegenüber Preiserhöhungen vermuten lässt.

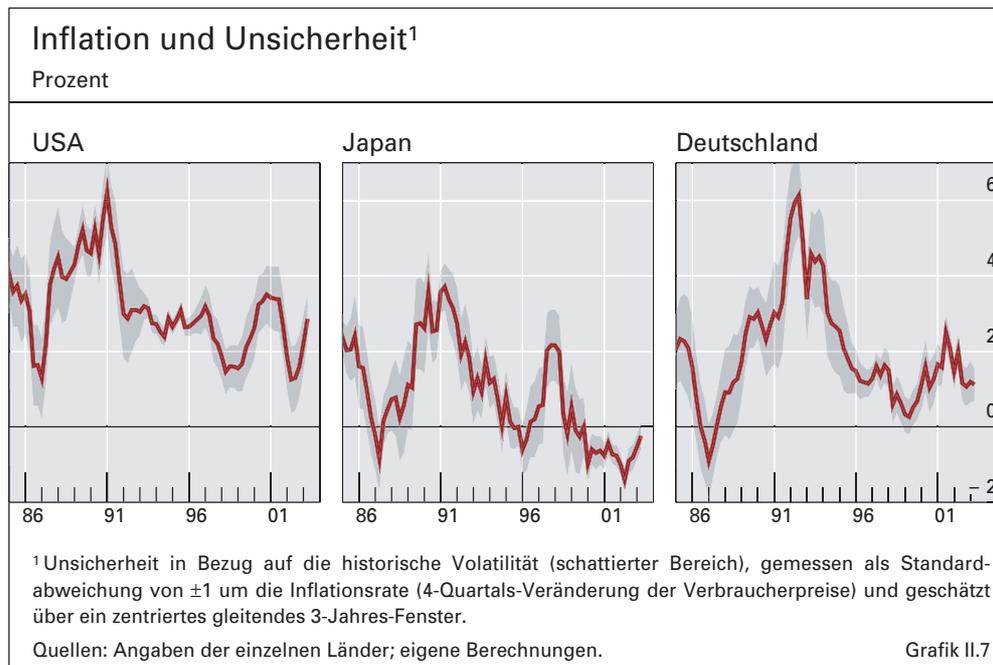
Inflation wahrscheinlich weiter niedrig

Deflationsrisiken?

Angesichts niedriger Inflationsraten, reichlicher Überkapazitäten und unter dem Potenzial liegender Wachstumsaussichten in den wichtigsten fortgeschrittenen Industrieländern fürchten einige Beobachter eher die Deflation – definiert als Rückgang des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus – als die Inflation. Ebenfalls hat Aufmerksamkeit erregt, dass der BIP-Deflator in Japan seit Mitte der neunziger Jahre um 1% pro Jahr sinkt und die Preise auch in einer Reihe weiterer asiatischer Länder zuletzt gefallen sind. Eine Deflation kann Volkswirtschaften deshalb vor Probleme stellen, weil Schuldverträge in der Regel auf nominale Größen lauten, die Nominallöhne zumeist nach unten starr sind und die Nominalzinsen nicht negativ sein können (Kapitel IV). Wie groß ist aus dieser Perspektive zum jetzigen Zeitpunkt die Gefahr, dass die Weltwirtschaft in eine deflationäre Phase eintreten könnte?

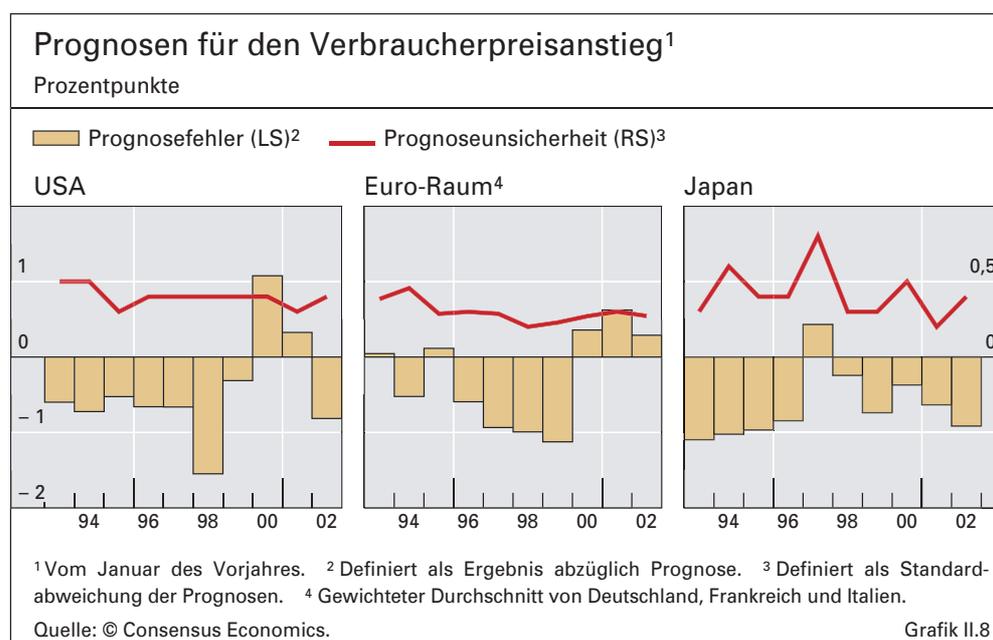
Zunächst einmal ist es bei einer sehr niedrigen Inflationsrate rechnerisch natürlich nicht weit bis zur Deflation. Außerdem ist die Volatilität der Inflation weiterhin beträchtlich, insbesondere vor dem Hintergrund des derzeitigen niedrigen Inflationsniveaus (Grafik II.7). In einigen Ländern hat sie relativ gesehen sogar zugenommen. Die Unsicherheit über die erwartete Preisentwicklung – gemessen an der Standardabweichung von Prognosen – macht

Inflationsprognosen oft ungenau



je nach Land immer noch bis zu ein Drittel eines Prozentpunktes Inflation aus (Grafik II.8). In den neunziger Jahren lag die tatsächliche Inflationsrate über längere Zeiträume hinweg deutlich unterhalb der Prognosemittelwerte.

Zu beachten ist auch, dass die gemessene Inflationsrate die wirkliche Preissteigerungsrate je nach den verwendeten Indizes und statistischen Methoden im Normalfall überzeichnet. So wäre der Anstieg des Verbraucherpreisindex (bei gleich bleibender Gewichtung) in den USA 2002 um nahezu $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt niedriger ausgefallen, wenn Verschiebungen im Ausgabeverhalten infolge von Veränderungen der relativen Preise berücksichtigt würden. Entsprechend würde sich die Deflation in Japan gravierender darstellen, wenn nicht der Verbraucherpreisindex, sondern der Deflator für den



privaten Verbrauch zugrunde gelegt würde. Zudem gibt es Hinweise, dass die gemessene Inflationsrate aufgrund von Schwierigkeiten bei der Bereinigung um Qualitätssteigerungen zu hoch ausfällt. Diese Schwierigkeiten können durch innovative Produkte oder neue Vertriebskanäle noch verstärkt werden. Angesichts der derzeit niedrigen Inflationsraten und der Unsicherheit der Prognosen kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Preise phasenweise sinken (wie in Deutschland Mitte der achtziger Jahre). Dies wird noch wahrscheinlicher, wenn die Tendenz zur Überzeichnung des Preisanstiegs („effektive Deflation“, Kapitel IV, Tabelle IV.1) berücksichtigt wird. Allerdings hat sich die gemessene Inflation in einigen Ländern in den letzten Jahren bereits deutlich verringert, weil sich – vor allem infolge der zunehmenden Verwendung hedonischer Preisindizes – die Berechnungsweise stark verändert hat. Das Beispiel Japans zeigt deutlich, dass sich eine Deflation trotz einer sehr lockeren makroökonomischen Politik hartnäckig etablieren kann. Daher ist eine Beurteilung der potenziellen deflationären Kräfte, denen andere Länder derzeit ausgesetzt sind, notwendig.

Messgrößen für Inflation tendieren oft zur Überzeichnung

Das spektakuläre Platzen der in den neunziger Jahren entstandenen IT-Blase hat den Eindruck entstehen lassen, dass allgemein Überkapazitäten vorhanden seien. Dies könnte grundsätzlich eine erhebliche deflationäre Wirkung in der Weltwirtschaft haben, insbesondere dann, wenn fallende Preise mit einer hohen nominalen Verschuldung einhergingen. Gestützt wird eine solche Auffassung in der Tat durch Hinweise auf Überinvestitionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und auf eine sehr niedrige Kapazitätsauslastung in vielen Branchen als Folge des jüngsten Konjunkturabschwungs. Für allgemeine Überkapazitäten in der Weltwirtschaft gibt es allerdings kaum Belege. So hat sich das Eigenkapital der US-Unternehmen im Verhältnis zum BIP in den neunziger Jahren – hauptsächlich aufgrund gestiegener Abschreibungen auf Ausrüstungsgüter – in realer Betrachtung sogar vermindert. Wie bereits erwähnt, haben die japanischen Unternehmen ihre Gewinne tendenziell nicht für höhere Investitionen, sondern zum Schuldenabbau verwendet.

Potenzielle deflationäre Kräfte:
– Überkapazitäten

Vielfach werden auch relative Preisveränderungen für eine Deflation verantwortlich gemacht. Dabei wird argumentiert, dass sie in Branchen, die vom technischen Fortschritt profitieren (z.B. IT-Produkte), in einem Umfeld niedriger Inflation mit größerer Wahrscheinlichkeit sogar zu einem Rückgang der nominalen Preise führen. Angesichts der Trägheit der Preise in anderen Wirtschaftsbereichen könnte dies auch die Wahrscheinlichkeit eines Rückgangs des allgemeinen Preisniveaus erhöhen. Dennoch sind solche Angebotsschocks insgesamt positiv zu bewerten, da sie im Wesentlichen kräftige Produktivitätsgewinne widerspiegeln, die in Form von realen Einkommenszuwächsen an die Verbraucher weitergegeben werden. Selbst wenn sie zur Folge haben, dass die gemessenen Preisindizes negativ werden, stellen sie doch eine geringere Bedrohung für Unternehmensgewinne und Wirtschaftswachstum dar als eine allgemeiner auftretende Deflation.

– relative Preisveränderungen

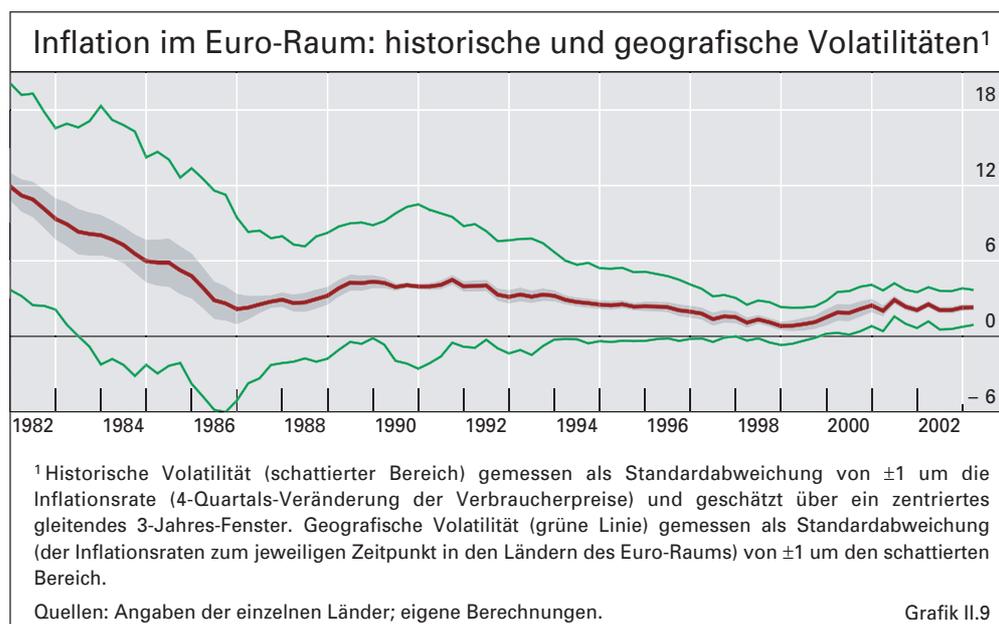
Auch relative Preisveränderungen in Verbindung mit dem Welthandel sind als eine mögliche Quelle für Deflation genannt worden. Die Globalisierung hat es aufstrebenden Volkswirtschaften mit niedrigeren Lohnstückkosten ermöglicht, die Preise nach unten zu drücken und damit Deflation zu „expor-

– Globalisierung

tieren“. Tatsächlich sind die Preise für Industriegüter auf den internationalen Märkten seit Mitte der neunziger Jahre in SZR gerechnet kräftig gefallen. Besondere Aufmerksamkeit gilt dabei China (Kapitel III), dessen Anteil am Welthandel sich in den letzten zehn Jahren mehr als verdoppelt hat. Allerdings macht er bisher trotzdem nur rund 5% aus. Außerdem sollte ein Preisrückgang bei handelbaren Gütern in einer Welt niedriger Inflationsraten nicht zwangsläufig als Quelle einer Besorgnis erregenden Deflation gesehen werden. Vielmehr gibt es keinen geeigneteren Weg, um die positiven Effekte divergierender Produktivitätsentwicklungen mit der Zeit sowohl unter internationalen Handelspartnern als auch unter den Wirtschaftsbereichen innerhalb eines Landes weiterzugeben. Dabei soll nicht bestritten werden, dass der plötzliche Anpassungsbedarf die betroffenen Wirtschaftsbereiche vor große Schwierigkeiten stellen dürfte.

– Inflationsgefälle
im Euro-Raum

Im Euro-Raum findet sich ebenfalls eine Quelle für relative Preisveränderungen mit potenziellen deflationären Auswirkungen. Zwar ist das Inflationsgefälle zwischen den Mitgliedsländern viel niedriger als in den vergangenen Jahrzehnten, doch ist es in relativer Betrachtung noch immer erheblich (Grafik II.9). Dementsprechend wird behauptet, dass ein niedriges Inflationsziel für den Euro-Raum als Ganzes Länder mit niedrigen Wachstumsraten in die Rezession und möglicherweise auch in die Deflation zwingen könnte. Dies wiederum würde auf ihre Realzinsen durchschlagen, wenn die Nominalzinsen für den Währungsraum als Ganzes festgelegt werden. Diese Risiken sind unter Berücksichtigung der geringen Mobilität der Arbeitskräfte innerhalb des Euro-Raums sorgsam abzuwägen, dürfen allerdings auch nicht überbewertet werden. Wie oben erwähnt, sind Unterschiede sowohl im Niveau als auch bei der Veränderung von Preisen innerhalb eines Landes nichts Ungewöhnliches, da sich die Preise nur langsam anpassen. Außerdem gewinnen Länder, die niedrigere Kosten haben als ihre Nachbarn, an Wettbewerbsfähigkeit.



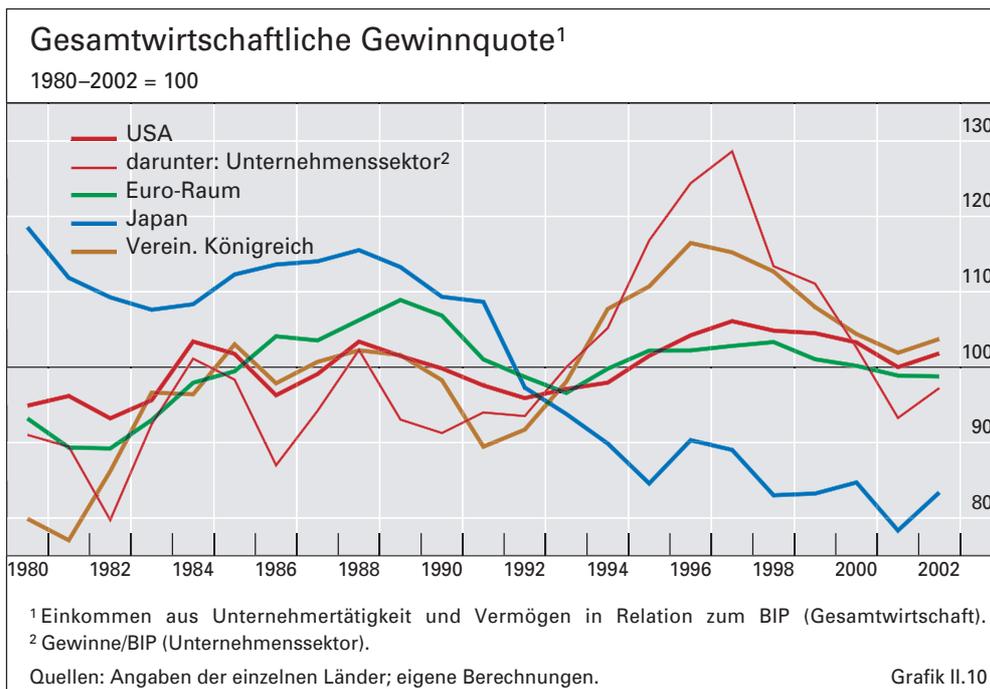
Gewinnspannen und Preissetzungsautonomie der Unternehmen

Die Unternehmensgewinne in den größeren Industrieländern haben sich in den vergangenen Jahren auffallend unterschiedlich entwickelt. In Japan ist die Gewinnquote des Unternehmenssektors – definiert als Einkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen gemessen am BIP – trotz einer merklichen Stabilisierung der Lohnstückkosten in den neunziger Jahren kontinuierlich zurückgegangen und hat sich im Jahr 2002 nur leicht erholt (Grafik II.10). Im Euro-Raum entwickelte sich die Gewinnquote im letzten Jahrzehnt günstiger, in letzter Zeit hat sie sich allerdings etwas verschlechtert, denn die Konjunktur-entwicklung beeinträchtigte das Produktivitätswachstum, und die Löhne in Europa waren vergleichsweise starr. Der US-Unternehmenssektor verzeichnete eine größere Volatilität. Sein Anteil am Volkseinkommen stieg in den frühen neunziger Jahren steil an. Nach einem relativ hohen Stand 1997 ging er – die Markterwartungen enttäuschend – wieder rasch zurück. Enorme Kosteneinsparungen ermöglichten 2002 eine leichte Verbesserung, und heute liegt die Gewinnquote der US-Unternehmen nur geringfügig unter dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahrzehnte. Dabei sind die Gewinnquoten im Dienstleistungssektor und im Einzelhandel in den vergangenen Jahren vergleichsweise stabil geblieben, während sie in der verarbeitenden Industrie unter dem Einfluss des internationalen Wettbewerbs zumeist kräftig gefallen sind.

Diese Entwicklungen lassen auch darauf schließen, dass die Preissetzungsautonomie der Unternehmen weltweit geringer geworden ist. Besonders offensichtlich war dies in Japan, wo die Unternehmen seit Anfang der neunziger Jahre zwar die Nominallöhne gesenkt haben, ihre Preise aber noch stärker zurücknehmen mussten (Tabelle II.2). In den USA konnte der Anstieg der Lohnstückkosten in den neunziger Jahren mithilfe hoher Produktivitätszuwächse in Grenzen gehalten werden. Dies hatte insgesamt allerdings nur geringen Einfluss auf die Unternehmensgewinne. Der zunehmende Wettbewerb

Unternehmensgewinne 2002 gesteigert ...

... trotz fehlender Preissetzungsautonomie in der verarbeitenden Industrie



Lohnstückkosten, Produktivität und Unternehmensgewinne							
Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr ¹							
		Arbeitskosten ²	Arbeitsproduktivität ²	Lohnstückkosten	Gewinnspanne ³	Lohnquote ⁴	Reale Arbeitskosten ^{2, 5}
USA	1981–1990	5,4	1,3	4,0	0,2	-0,1	0,9
	1991–2000	3,7	1,5	2,2	-0,1	0,1	1,4
	2001–2003	3,0	1,7	1,3	0,4	-0,2	1,2
Euro-Raum	1981–1990	7,3	1,7	5,5	0,7	-0,4	1,1
	1991–2000	3,7	1,4	2,3	0,3	-0,2	0,8
	2001–2003	3,1	0,7	2,4	-0,2	0,2	1,0
Japan	1981–1990	4,4	2,8	1,5	0,4	-0,2	2,3
	1991–2000	1,6	1,1	0,5	-0,4	0,2	1,2
	2001–2003	-1,1	0,8	-1,8	0,0	-0,3	0,5

¹ Prozent; Lohnquote: Prozentpunkte; 2003: Prognosen. ² Je Beschäftigten. ³ BIP-Deflator/Lohnstückkosten. ⁴ Einkommen aus unselbstständiger Arbeit/BIP. ⁵ Deflationiert mit dem Deflator des privaten Verbrauchs.

Quelle: OECD. Tabelle II.2

auf den Gütermärkten, besonders in neu deregulierten Branchen wie der Telekommunikation, und – bis vor kurzer Zeit – die Stärke des US-Dollars begrenzten den Spielraum für Preisanpassungen. Die Gewinnspannen profitierten in den letzten Jahren jedoch davon, dass sich das Wachstum der US-Lohnstückkosten erheblich abschwächte und 2002 sogar negativ war.

Debatte um die Fiskalpolitik

Verschlechterung der Haushaltslage zum Teil als Folge diskretionärer Fiskalpolitik

Nach einem Jahrzehnt der Haushaltskonsolidierung in allen größeren Volkswirtschaften außer Japan haben sich die Defizite der öffentlichen Haushalte in den vergangenen Jahren ausgeweitet. In den OECD-Ländern betragen sie 2002 im Durchschnitt 3% des BIP, nachdem die Haushalte 2000 noch ausgeglichen gewesen waren. Im Jahr 2002 stieg die öffentliche Bruttoschuldenquote auf 75% des BIP, gegenüber rund 60% 15 Jahre zuvor. Diese jüngste Verschlechterung spiegelt zum Teil das niedrige Weltwirtschaftswachstum und die rückläufigen Preise von Finanzvermögenswerten wider. Ein weiterer wichtiger Einflussfaktor waren diskretionäre Maßnahmen, darunter insbesondere Steuersenkungen in den USA und einigen Ländern Europas. Zudem haben die geopolitischen Entwicklungen zu einem Anstieg der Ausgaben für Verteidigung und innere Sicherheit geführt, sodass die „Friedensdividende“ der neunziger Jahre teilweise aufgezehrt wurde. Darüber hinaus galt die Fiskalpolitik als schnelles und berechenbares Instrument, um dem Konjunkturabschwung entgegenzuwirken.

Wirkung der automatischen Stabilisatoren nicht behindern

Die Auffassungen hinsichtlich der Wirksamkeit der Fiskalpolitik als anti-zyklisches Instrument gehen weit auseinander. Die meisten Beobachter sind sich einig, dass öffentliche Haushalte eine natürliche Tendenz zur Glättung zyklischer Entwicklungen haben und dass die so genannten automatischen Stabilisatoren insbesondere in den Ländern ungehindert wirken sollten, deren öffentliche Verschuldung nicht übermäßig hoch ist. Dabei würde eine

Fiskalpolitische Indikatoren und Konjunkturzyklus ¹				
	Öffentliche Ausgaben	Öffentliche Einnahmen	Haushaltssaldo	Fiskalpolitische Ausrichtung ²
USA	-0,31**	0,12**	0,46**	0,26**
Japan	-0,06	0,11*	0,16*	0,06
Deutschland	-0,13	-0,01	0,14	-0,18**
Frankreich	-0,17	-0,11	0,17	-0,05
Vereinigtes Königreich	-0,41**	-0,13*	0,20*	-0,09
Italien	-0,35*	-0,08	0,11	-0,08

Anmerkung: Die Tabelle zeigt die Elastizität (β_2) geschätzt anhand der Gleichung $X = \alpha + \beta_1 X_{-1} + \beta_2 GAP$, mit X als öffentliche Ausgaben, öffentliche Einnahmen, Haushaltssaldo bzw. fiskalpolitische Ausrichtung jeweils in Prozent des BIP und mit GAP als Produktionslücke in Prozent des BIP-Potenzials; * und ** bezeichnen ein Signifikanzniveau von 90% bzw. 99%. Die öffentlichen Ausgaben bewegen sich antizyklisch, wenn die Elastizität negativ ist (bei den anderen drei Indikatoren jedoch positiv).

¹ 1972–2002. ² Definiert als konjunkturbereinigter Primärsaldo der öffentlichen Haushalte insgesamt.

Quellen: OECD; eigene Berechnungen. Tabelle II.3

überdurchschnittlich hohe Neuverschuldung des Staates in Rezessionsphasen durch eine niedrigere Neuverschuldung oder sogar Tilgungen in Zeiten höheren Wirtschaftswachstums ausgeglichen. In den wichtigsten OECD-Ländern scheinen sich die öffentlichen Ausgaben tatsächlich antizyklisch zu entwickeln (Tabelle II.3). Bei den Staatseinnahmen ist die Wirkung der automatischen Stabilisatoren dagegen weniger offensichtlich. Beispielsweise haben sich die Steuereinnahmen oftmals prozyklisch verhalten. In Europa etwa waren sie in Aufschwungphasen bedingt durch Steuersenkungen tendenziell rückläufig.

Der Einsatz diskretionärer fiskalpolitischer Maßnahmen zur Stimulierung der Konjunktur ist dagegen nach wie vor umstritten. Derartige Maßnahmen könnten einen Aufwärtsdruck auf die langfristigen Zinssätze ausüben und somit die privaten Investitionen beeinträchtigen, vor allem wenn sie nicht auf glaubwürdige Weise mittelfristig verankert sind. Zudem unterliegt eine diskretionäre Fiskalpolitik zeitlichen Verzögerungen, denn zunächst müssen die aktuellen Entwicklungen beurteilt werden, es müssen Maßnahmen beschlossen und umgesetzt werden, und diese müssen schließlich Wirkung zeigen. Es kann also durchaus sein, dass Maßnahmen, die ursprünglich darauf abzielten, die Produktionsschwankungen zu verringern, ihre volle Wirkung erst dann entfalten, wenn sich die Konjunktur bereits wieder in die andere Richtung bewegt. In den OECD-Ländern scheinen diskretionäre Veränderungen der fiskalpolitischen Ausrichtung – gemessen am strukturellen Primärsaldo – in den letzten Jahrzehnten im Durchschnitt meist keine antizyklische Wirkung gehabt zu haben. Dies könnte bedeuten, dass eine aktive Fiskalpolitik an sich nur in geringem Maße geeignet ist, Produktionsschwankungen zu glätten. Eine andere Erklärung wäre, dass fiskalpolitische Maßnahmen nur selten antizyklischen Zwecken dienen.

Trotz dieser wichtigen Einschränkungen könnte es unter besonderen Umständen dennoch einen gewissen Spielraum für ein haushaltspolitisches Eingreifen geben. Erstens dürften die Auswirkungen einer zeitlich begrenzten expansiven Fiskalpolitik auf die Zinssätze vergleichsweise gering sein, solange davon ausgegangen wird, dass die Maßnahmen zu gegebener Zeit rückgängig

Diskretionäre Fiskalpolitik unterliegt bestimmten Einschränkungen ...

... aber unter besonderen Umständen möglicherweise sinnvoll

gemacht werden. Dann würden sich Bedenken wegen eines künftigen Inflationsdrucks oder wegen des öffentlichen Finanzierungsbedarfs in Grenzen halten. Zweitens könnte die Fiskalpolitik bei ausgeprägten Bilanzproblemen im Privatsektor nützlich sein. Ein Beispiel hierfür ist die Rekapitalisierung eines schwachen Bankensystems mit öffentlichen Mitteln. Ein weniger drastisches Beispiel sind die von der jetzigen US-Regierung erlassenen Steuersenkungen, die es den privaten Haushalten im Jahr 2002 erleichterten, ihre Sparquote zu erhöhen. Zudem halfen Unternehmenssteuersenkungen, die große Finanzierungslücke des US-Unternehmenssektors (d.h. die Differenz zwischen Investitionsausgaben und Cashflow) zu verringern. Drittens könnten in Extremsituationen wirtschaftspolitische Reaktionen notwendig sein, die in normalen Zeiten nicht zu empfehlen wären. So könnte die Fiskalpolitik durchaus dabei helfen, nach sehr außergewöhnlichen Störungen (z.B. terroristischen Anschlägen, geopolitischen Risiken) das Vertrauen wiederherzustellen oder durch Steuerung der Erwartungen das Eintreten eines „worst case“-Szenarios zu verhindern. Vor diesem Hintergrund wird manchmal argumentiert, der jüngste Umschwung zu höheren Haushaltsdefiziten habe dazu beigetragen, einen Nachfrageeinbruch zu verhindern, den eine Korrektur der in der Expansion Ende der neunziger Jahre entstandenen Ungleichgewichte ansonsten ausgelöst hätte. Dieser Auffassung zufolge würde zudem eine zu rasche Korrektur der expansiven Fiskalpolitik eine Erholung der Investitionsnachfrage hinauszögern.

Vertrauen in die
Tragfähigkeit der
öffentlichen
Haushaltslage ...

Trotz allem bleibt es entscheidend, das Vertrauen in die längerfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Haushaltslage aufrechtzuerhalten. Dabei ist die Qualität der Staatsausgaben von Bedeutung. Haushaltsdefizite, die auf hohe Investitionen in die Infrastruktur oder in Humankapital zurückzuführen sind, bereiten ein Land oftmals besser auf die Zukunft vor als Defizite, die den Konsum anregen. Steuersenkungen, die Verzerrungen beseitigen, erhöhen überdies die Potenzialwachstumsrate. Bei der Bewertung der gegenwärtigen fiskalpolitischen Ausrichtung ist außerdem zu bedenken, dass Haushaltsprojektionen oftmals einen gewissen „Zweckoptimismus“ beinhalten. Die budgetäre Ausgangsposition könnte also durchaus schlechter sein als gegenwärtig geschätzt. Des Weiteren stellen sowohl die Zusagen früherer Regierungen als auch der demografische Wandel beträchtliche künftige Belastungen dar, die in einigen Ländern möglicherweise sogar höher sind als die heutige Größenordnung der öffentlichen Verschuldung.

... erfordert
mittelfristige
Verankerung

Aus all diesen Gründen muss die Fiskalpolitik in glaubwürdiger Weise mittelfristig verankert sein. In den neunziger Jahren erließen eine Reihe von Ländern Regeln mit dem Ziel, die Haushaltsdisziplin zu stärken. Viele Länder setzten sich Höchstgrenzen für Staatsausgaben, Haushaltssalden oder Verschuldung. In den USA wurden nominale Obergrenzen für diskretionäre Staatsausgaben eingeführt. Durch die Aufnahme eindeutiger Haushaltskriterien in den Vertrag von Maastricht wurde die Rückführung der öffentlichen Haushaltsdefizite überall in der Europäischen Union verstärkt. In Japan wurden zwar keine formellen Regeln eingeführt, doch dürfte die Festlegung mittelfristiger Leitlinien es erleichtert haben, die langfristigen Zinssätze trotz einer kräftig wachsenden öffentlichen Verschuldung auf einem sehr niedrigen Niveau zu halten.

Viele dieser Regeln beinhalteten eher kurzfristige als mittelfristige Verpflichtungen. Zudem gaben sie oftmals absolute Größenordnungen vor, die weder den Konjunkturzyklus noch die Möglichkeit exogener Schocks berücksichtigten. Diese Mängel verführten dazu, die Regeln unter ungünstigen Rahmenbedingungen zu lockern oder sich sogar ganz von ihnen zu lösen. Hierzu neigte in jüngster Zeit insbesondere Japan, aber auch in den USA wurden in den letzten Jahren Ausgabenbeschränkungen gelockert. Im Euro-Raum ist das Regelwerk des Stabilitäts- und Wachstumspakts stärker mittelfristig ausgerichtet. Dennoch konzentrierten sich mehrere Länder vornehmlich auf die laufenden Haushaltsdefizite, die in Aufschwungphasen zurückgingen, und versäumten es, die zur Verbesserung ihrer Verschuldungssituation notwendigen noch härteren Maßnahmen zu treffen. Der Haushaltskonsolidierung fielen in einigen Ländern oftmals Investitionsausgaben zum Opfer, anstatt dass Subventionen abgebaut worden wären.

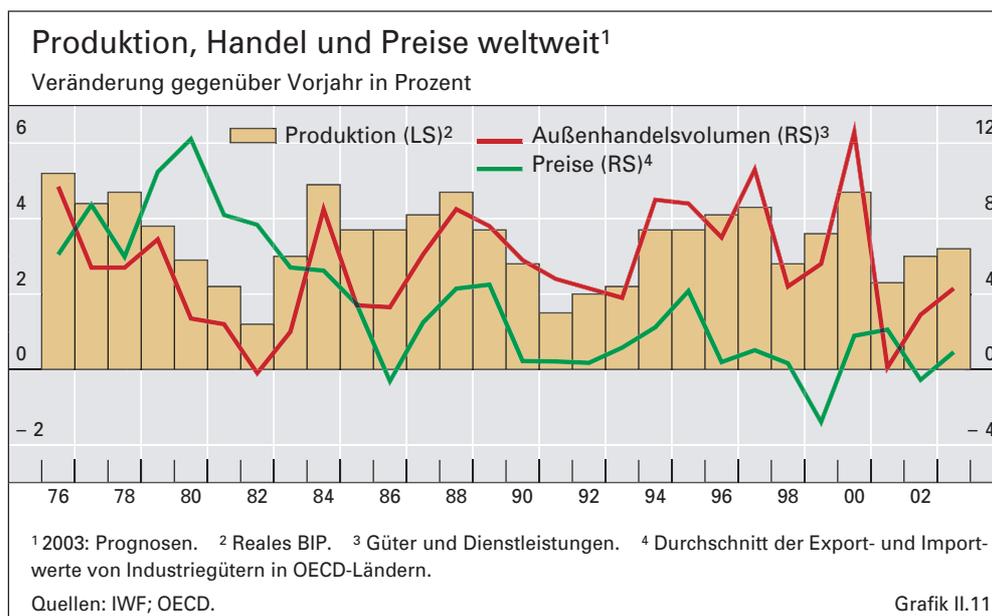
Haushaltsregeln
gelockert ...

Regeln, die die Fiskalpolitik durch glaubwürdige mittelfristige Leitlinien binden, hätten mehrere Vorteile. Erstens steigen die Zinsen tendenziell nicht so schnell, wenn feststeht, dass kurzfristige fiskalpolitische Maßnahmen später rückgängig gemacht werden. Zweitens können Leitlinien auch dem Druck auf die Regierungen entgegenwirken, Haushaltsüberschüsse in Phasen kräftigen Wachstums zu „verschenken“. Drittens hilft eine mittelfristige Ausrichtung Handlungsspielräume schaffen. Dies ist insbesondere für Währungsräume von Bedeutung, die asymmetrischen Schocks ausgesetzt sind. Viertens wird so die Transparenz erhöht und die Unsicherheit verringert. Dies kann die Koordination sowohl in der Wirtschaftspolitik als auch innerhalb der privaten Märkte fördern.

... doch weiterhin
wünschenswert

Außenhandel und Leistungsbilanzen

Bestimmend für die Entwicklung des Welthandels war während der vergangenen drei Jahre anscheinend die Entwicklung der Hochtechnologieinvestitionen



und der Lagerbestände, die jeweils sehr außenhandelsintensiv sind. Mit der Beendigung des Lagerabbaus in den USA Anfang letzten Jahres gewann der Welthandel an Dynamik. Die Erholung erwies sich jedoch als kurzlebig, da die Unternehmen zögerten, ihre Lagerbestände auszubauen, und ihre Investitionen weiter zurückschraubten. Die langsame weltweite Konjunkturerholung spiegelte sich auch in den Preisen international gehandelter Industriegüter wider, die im vergangenen Jahr praktisch unverändert blieben (Grafik II.11).

Zunehmende Leistungsbilanzungleichgewichte

Die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen der Industrieländer nahmen im Jahr 2002 kräftig zu. Das US-Defizit stieg auf fast 5% des BIP, während Europa und vor allem Japan, bedingt zum Teil durch ihr enttäuschendes Wirtschaftswachstum, beträchtliche Überschüsse zu verzeichnen hatten. In den USA stand dahinter im Wesentlichen ein höheres Handelsbilanzdefizit, doch auch die Vermögenseinkommensbilanz wies erstmals seit Ende des Ersten Weltkriegs ein Defizit auf.

Zuflüsse von Direktinvestitionen in die USA stark rückläufig

Das *externe* Pendant der Leistungsbilanzverschlechterung in den USA im Jahr 2002 findet sich mehr als zur Hälfte in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, wo sowohl der Anteil am Welthandel als auch der Leistungsbilanzüberschuss stieg, und in Lateinamerika, wo der Rückgang des Leistungsbilanzdefizits im Wesentlichen das Ergebnis stark rückläufiger Importe war (Kapitel III). Zudem veränderten sich Umfang und Zusammensetzung der Kapitalströme zwischen den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen erheblich. Mit dem nachlassenden Investitionsboom fielen auch die Aktienkurse, und die US-Unternehmen reduzierten ihre Finanzierungslücke, was zu einem drastischen Rückgang der Direktinvestitionsströme in die USA beitrug (Tabelle II.4). Auf US-Dollar-Basis war der Rückgang aufgrund des Wertverlusts der US-Währung sogar noch stärker. Die größeren Zuflüsse von Anleihekaptal waren außerdem zunehmend auf den Erwerb von US-Schatzpapieren und Titeln staatlicher US-Körperschaften anstatt von Unternehmensanleihen zurückzuführen. Der Euro-Raum verzeichnete im vergangenen Jahr erstmals einen Nettokapitalzufluss, da die Nettoabflüsse von Direktinvestitionen zurückgingen und sich der frühere Nettoabfluss von Anleihekaptal umkehrte (Kapitel V).

Zahlungsbilanz in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen

Mrd. US-Dollar

	USA			Euro-Raum			Japan		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Leistungsbilanz	-410	-393	-503	-70	-17	60	119	89	112
Langfristige Nettokapitalströme	422	335	285	-113	-22	53	-35	-73	-142
Direktinvestitionen	129	3	-93	-5	-92	-43	-23	-32	-23
Aktien	90	15	35	-228	110	46	-21	28	-54
Anleihen	203	317	343	120	-40	50	9	-69	-65
Grundbilanz ¹	12	-58	-218	-183	-39	113	84	16	-30

¹ Leistungsbilanz und langfristiger Nettokapitalverkehr.

Quellen: EZB; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.4

Jüngste Trends der weltweiten Ersparnis

Seit Mitte der neunziger Jahre waren große Verschiebungen der Nettoersparnis von Ländern oder Regionen für eine anhaltende Zunahme der Leistungsbilanzungleichgewichte verantwortlich (Tabelle II.5). Der zur Finanzierung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts der USA nötige Anteil der weltweiten Ersparnis hat sich seit 1997 mehr als verdreifacht. Im Gegensatz dazu sind die aufstrebenden Volkswirtschaften zu Nettoanbietern von Ersparnissen geworden. Im Falle der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens ist diese Verschiebung besonders beeindruckend: Im Anschluss an die Finanzkrise von 1997/98 verbesserte sich die Leistungsbilanz innerhalb von nur zwei Jahren um über 5% des BIP. Zusammen mit Europa deckte Asien (einschl. Japan) im Jahr 2002 zwei Drittel der US-Finanzierungslücke. Allerdings lassen sich aufgrund der statistischen Diskrepanz in der globalen Leistungsbilanz nicht alle Quellen der weltweiten Ersparnis ermitteln. Bis zum Jahr 1997 war diese Diskrepanz nahezu verschwunden, doch inzwischen ist sie wieder fast auf das vor zehn Jahren verzeichnete Niveau von knapp 1/2% des weltweiten BIP angewachsen.

Große Verschiebungen zwischen Anbietern und Verwendern der Ersparnis

Die Veränderung von Angebot und Verwendung der Ersparnis und die hiermit verbundene Dynamik der Leistungsbilanzungleichgewichte wurde von verschiedenen Einflussfaktoren geprägt. In den letzten Jahren sind die Sparquoten – teilweise aufgrund der allgemeinen Konjunkturabschwächung seit 2000 – tendenziell gefallen.

Beträchtlicher Rückgang der Sparquote weltweit ...

Am größten war die Veränderung in Japan. In den letzten zehn Jahren ist die inländische Sparquote dort um mehr als 7 Prozentpunkte auf 26 1/2% zurückgegangen. Dies hat, zusammen mit der Verschiebung der globalen Einkommensverteilung zuungunsten Japans bei einer im internationalen Vergleich weiterhin überdurchschnittlichen Sparneigung Japans, entscheidend zur Abnahme der weltweiten Sparquote beigetragen. Die Entwicklung in den USA drückte die weltweite Sparquote zusätzlich. Die geringere US-Sparneigung (insbesondere in den vergangenen zwei Jahren) fiel mit einer Verschiebung des Einkommens in den fortgeschrittenen Industrieländern zugunsten der USA zusammen. Die Entwicklungen in Europa waren unter dem Strich praktisch neutral. Da sich jedoch das weltweite BIP zugunsten der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens verschob, die hohe Sparquoten aufweisen, wurden die Einflüsse aus Japan und den USA teilweise ausgeglichen. In Lateinamerika,

... besonders in Japan ...

Leistungsbilanzsaldo, Sparquote und BIP									
Prozent									
	Leistungsbilanzsaldo ^{1,2}			Sparquote ^{1,3}			BIP ⁴		
	1992	1997	2002	1992	1997	2002	1992	1997	2002
USA	-0,8	-1,5	-4,8	16,5	18,4	13,8	26,5	28,2	32,5
Euro-Raum	-1,2	1,6	1,1	20,5	21,9	21,2	26,5	22,1	20,7
Japan	2,9	2,2	2,8	33,7	30,8	26,5	15,9	14,6	12,4

¹ In Prozent des nationalen bzw. regionalen BIP. ² Euro-Raum: Summe der einzelnen Länder. ³ Hier definiert als Summe der Kapitalertrags- und der Leistungsbilanz. ⁴ Nationales bzw. regionales BIP auf US-Dollar-Basis in Prozent des weltweiten BIP.
 Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.5

das weiterhin eine Region mit niedriger Sparneigung ist, haben sich kaum Veränderungen ergeben.

... aber wachsender Beitrag der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens

Unter dem Einfluss dieser Entwicklungen hat sich die Abhängigkeit der USA von der weltweiten Ersparnis in den letzten zehn Jahren erhöht. Die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens haben sich zunehmend zum Kapitalexporteur entwickelt und tragen inzwischen mehr zur weltweiten Ersparnis bei als Japan.

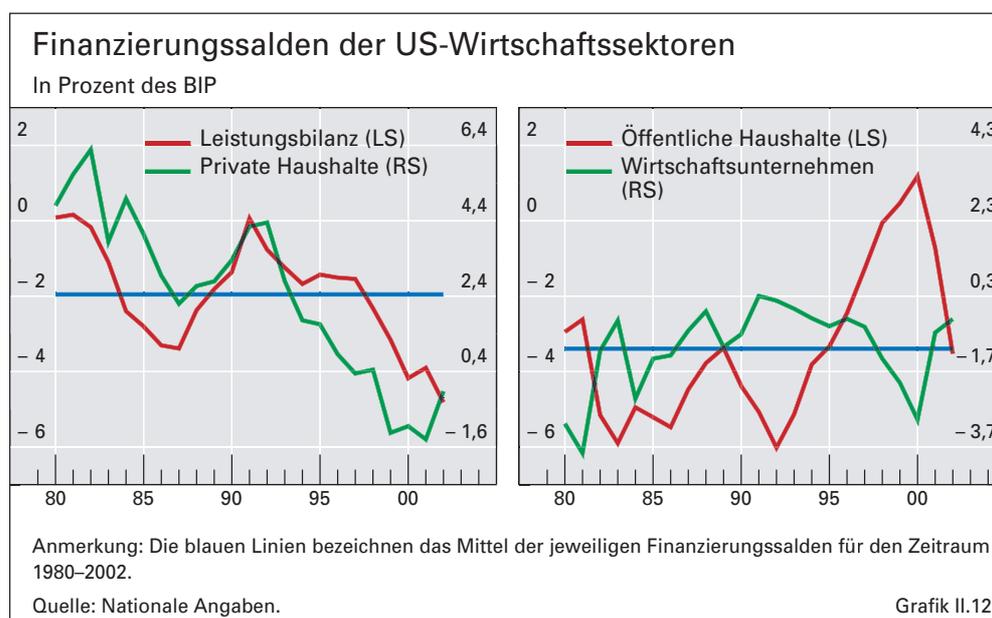
Ausblick

Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits seit Mitte der neunziger Jahre ...

In der Annahme, dass die USA in nächster Zeit weiterhin stärker wachsen werden als andere Industrieländer, sagen die meisten Prognosen inzwischen eine anhaltende Vergrößerung des US-Leistungsbilanzdefizits und einen entsprechenden Anstieg der Nettoauslandsverschuldung voraus. Damit stellt sich sowohl die Frage nach der Nachhaltigkeit als auch nach möglicherweise resultierenden außenwirtschaftlichen Anpassungen und Wechselkursbewegungen (Kapitel V). Diese wiederum würden definitionsgemäß mit Veränderungen der inländischen Gegenposten zum Leistungsbilanzdefizit einhergehen.

Wie zuvor erwähnt, konnten sowohl die privaten Haushalte als auch die Wirtschaftsunternehmen in den USA ihre Finanzierungssalden in den vergangenen zwei Jahren verbessern. Im Gegensatz dazu hat sich der öffentliche Haushaltssaldo bedeutend verschlechtert, sodass das Haushaltsdefizit im vergangenen Jahr fast drei Viertel des Leistungsbilanzdefizits ausmachte. Entsprechend ist die Befürchtung geäußert worden, dass – ähnlich wie zeitweise in den achtziger Jahren, als Haushaltsdefizit und Leistungsbilanzdefizit im Gleichschritt anstiegen – in den USA das Problem eines „Zwillingsdefizits“ entstehen könnte. Dies würde bedeuten, dass zur Verringerung des außenwirtschaftlichen Defizits eine Verbesserung der öffentlichen Haushaltsslage notwendig wäre.

Auch die Sparquote der privaten Haushalte ist von großer Bedeutung, da sie sich sowohl auf den öffentlichen Haushaltssaldo als auch auf die



Leistungsbilanz auswirkt. Das zeigte sich in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre, als in den USA ein kräftiger Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte zu einer Verringerung des Leistungsbilanzdefizits führte, während das strukturelle Haushaltsdefizit im Wesentlichen unverändert auf relativ hohem Niveau blieb. In den neunziger Jahren scheint die Sparquote (bzw. der Verbrauch) der privaten Haushalte ein noch wichtigerer Bestimmungsfaktor für die US-Leistungsbilanz gewesen zu sein (Grafik II.12). Von 1991 bis 2000 verschlechterte sich der Finanzierungssaldo der privaten Haushalte in den USA um nahezu 5 Prozentpunkte gemessen am BIP. Hierdurch kehrte sich der geringe Leistungsbilanzüberschuss in ein Defizit von 4% des BIP um, während sich der öffentliche Haushaltssaldo von einem hohen Defizit von 5% in einen kleinen Überschuss von 1% drehte. Seitdem hat sich der Finanzierungssaldo der privaten Haushalte zwar leicht verbessert, liegt jedoch weiterhin deutlich unter seinem langfristigen Durchschnitt, während das Leistungsbilanzdefizit erneut zugenommen hat.

... hauptsächlich aufgrund sinkender Sparquote der privaten Haushalte

Niedrigere öffentliche Haushaltsdefizite wären hilfreich, um das Leistungsbilanzgleichgewicht zu reduzieren. Allerdings scheint ein merklicher Rückgang des Haushaltsdefizits in den USA angesichts der kürzlich erfolgten und noch geplanten Steuersenkungen und steigender Staatsausgaben für Verteidigung und innere Sicherheit unwahrscheinlich. Außerdem sind die Finanzierungsdefizite der Wirtschaftsunternehmen nicht weit von ihrem Durchschnitt der vergangenen zwanzig Jahre entfernt. Auf den ersten Blick erscheinen daher die Möglichkeiten einer spürbaren Anpassung von dieser Seite eher begrenzt. Jedenfalls dürfte eine Anpassung der Leistungsbilanz, die auf einem kräftigen Rückgang der Unternehmensinvestitionen beruht, kontraproduktiv für das künftige Wirtschaftswachstum sein. Aus dieser Sicht kann eine nachhaltige Verringerung des US-Leistungsbilanzdefizits auf längere Sicht wohl nur über eine höhere Sparquote der privaten Haushalte erreicht werden.

In den letzten fünf Jahren standen der Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits in beinahe gleicher Größenordnung eine Zunahme der Diskrepanz in der weltweiten Leistungsbilanz und die Bildung von Leistungsbilanzüberschüssen in aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere in Asien, gegenüber. Dagegen hat sich der Leistungsbilanzsaldo in Japan und im Euro-Raum während der letzten fünf Jahre kaum verändert. Die Leistungsbilanz des Euro-Raums blieb nahezu ausgeglichen. Nur im Jahr 2002 wurde ein etwas höherer Überschuss verzeichnet, da das höhere Entsparen des öffentlichen Sektors durch die Nettoersparnis des Privatsektors mehr als ausgeglichen wurde. Auch in Japan blieb der Leistungsbilanzüberschuss, der deutlich über dem des Euro-Raums liegt, seit Mitte der neunziger Jahre im Wesentlichen stabil. Dahinter verbirgt sich eine erhebliche Anpassung im Unternehmenssektor, hauptsächlich in Form niedrigerer Investitionen, die durch einen deutlichen Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte ausgeglichen wurde. Das öffentliche Haushaltsdefizit wuchs im Laufe der neunziger Jahre ebenfalls kräftig, hat sich in den letzten Jahren jedoch auf sehr hohem Niveau weitgehend stabilisiert.

Stabile Leistungsbilanzsalden im Euro-Raum und in Japan