

## II. Entwicklung in den fortgeschrittenen Industrieländern

### Schwerpunkte

In den fortgeschrittenen Industrieländern erholte sich die Wirtschaft 2003, unterstützt durch kräftige geld- und fiskalpolitische Impulse in den USA und eine Nachfragebelebung in Japan. Gleichzeitig blieb das Wachstum im Euro-Raum verhalten. Die jüngste Aufschwungphase war dadurch geprägt, dass sich die Ausgabendynamik von den privaten Haushalten zu den Unternehmen verlagerte. Zudem haben die Deflationsängste nachgelassen.

Für dieses Jahr wird mit einer weltweit weiter anziehenden Konjunktur und erneut niedrigen Inflationsraten gerechnet (Tabelle II.1). Gleichwohl könnte der Aufschwung aus mehreren Gründen in Gefahr geraten. Zum einen verlangt die sich verschlechternde Haushaltslage in verschiedenen Ländern immer dringlicher nach wieder glaubwürdigen mittelfristigen Rahmenkonzepten für den Abbau der Haushaltsdefizite. Zum anderen hat die Verschuldung der privaten Haushalte weiter zugenommen, während sich die Unternehmensbilanzen verbessert haben. Zudem haben sich die globalen Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen ausgeweitet, und noch steht nicht fest, wie künftige Korrekturen erfolgen werden.

Bei der Beurteilung, ob diese mittelfristigen Faktoren Anlass zu ernsthafter Besorgnis sind, spielen Annahmen über die künftige Produktivitätsentwicklung eine entscheidende Rolle. Zwar sind Ländervergleiche ungenau, doch geben die Produktivitätssteigerungen in den USA einigen Grund zum Optimismus.

Wachstum und Inflation										
Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent										
	Reales BIP					Verbraucherpreise <sup>1</sup>				
	1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>	1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>
Fortgeschrittene Industrieländer <sup>3</sup>	2,6	1,0	1,5	2,1	3,2	2,3	2,1	1,5	1,8	1,6
USA	3,3	0,5	2,2	3,1	4,6	2,8	2,8	1,6	2,3	2,2
Euro-Raum	2,1	1,6	0,9	0,4	1,6	2,4	2,3	2,3	2,1	1,8
Japan	1,5	0,4	-0,3	2,7	3,1	0,8	-0,7	-0,9	-0,3	-0,2
Vereinigtes Königreich	2,4	2,1	1,6	2,2	3,1	2,7	1,2	1,3	1,4	1,5
Kanada	2,9	1,9	3,3	1,7	2,6	2,0	2,5	2,2	2,8	1,5
Australien	3,4	2,5	3,8	3,0	3,9	2,2	4,4	3,0	2,8	2,2
Sonstige Länder <sup>3, 4</sup>	2,1	1,5	1,5	0,7	2,4	2,1	2,2	1,8	1,7	0,9

<sup>1</sup> Euro-Raum und Vereinigtes Königreich: harmonisierter Index. <sup>2</sup> Im Mai veröffentlichter Prognosemittelwert aus Expertenbefragungen. <sup>3</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>4</sup> Dänemark, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz.

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

## Weltweite Konjunkturbelebung 2003

### *Beschleunigung des Wirtschaftswachstums*

Konjunkturerholung  
gewann an  
Dynamik

Die in den Industrieländern 2002 einsetzende Konjunkturbelebung hat sich insbesondere in der zweiten Jahreshälfte 2003 gefestigt. Angesichts des flachen Verlaufs des vorherigen Abschwungs, einer Korrektur bei den Investitionen nach dem Boom Ende der neunziger Jahre und der großen Risikoscheu Anfang 2003 wegen geopolitischer Spannungen und Aufsehen erregender Corporate-Governance-Skandale kam dies etwas überraschend.

Zwei Säulen  
des globalen  
Wachstums

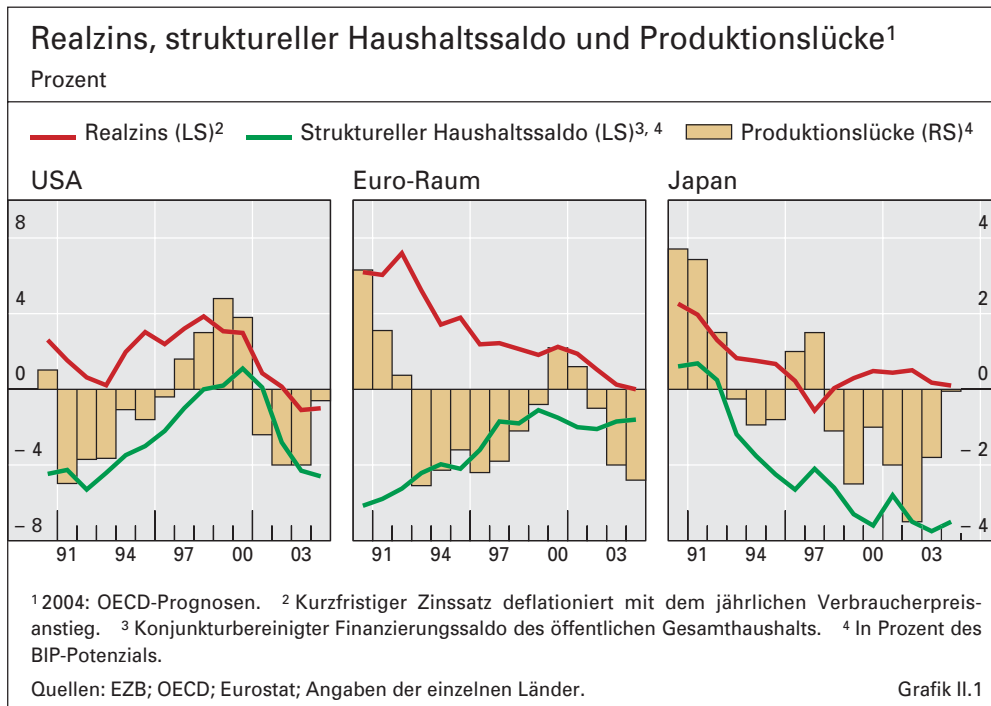
Über einen rasant wachsenden Welthandel breitete sich die Konjunkturbelebung unter vielen wichtigen Volkswirtschaften aus. Kräftige Impulse gingen, nicht unerwartet, von den USA aus, wo sich die Erholung verstetigte, doch die globale Nachfrage profitierte auch von einem Boom in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens. Wie die Analysen in Kapitel III zeigen, wurde die rasche Entwicklung dieser Region in den letzten Jahren zu einem entscheidenden Faktor; auf sie entfiel 2003 etwa die Hälfte des weltweiten Produktionszuwachses (Tabelle II.2).

Diese Wachstumsverlagerung hat mehrere Implikationen. Einerseits hat das beschleunigte Exportwachstum der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens die Aufmerksamkeit auf etwaige negative Folgen für die Industrieländer gelenkt, denn es verstärkt den Druck auf die weniger qualifizierten Arbeitskräfte, der durch den technologischen Fortschritt ohnedies bereits vorhanden ist. Andererseits hat in jüngster Zeit auch die Inlandsnachfrage in einigen asiatischen Ländern erheblich an Dynamik gewonnen, und es hat sich gezeigt, dass Asien zunehmend auch Exporte aus den Industrieländern

Beiträge zum Weltwirtschaftswachstum					
Prozentpunkte					
	Durchschnitt 1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1</sup>
Fortgeschrittene Industrieländer	1,5	0,6	0,8	1,1	1,7
<i>Darunter: Nachfrage der:</i>					
<i>Privaten Haushalte<sup>2</sup></i>	1,0	0,8	0,7	0,8	1,0
<i>Unternehmen<sup>3</sup></i>	0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,6
<i>Öffentlichen Haushalte<sup>4</sup></i>	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
Darunter: USA	0,8	0,1	0,5	0,7	1,0
Euro-Raum	0,4	0,3	0,1	0,1	0,3
Japan	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2
Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens <sup>5</sup>	1,6	1,3	1,6	1,9	1,9
Darunter: China und Indien	1,2	1,0	1,2	1,5	1,5
Übrige Welt	0,2	0,5	0,6	0,9	1,0
Weltweites Wachstum <sup>6</sup>	3,3	2,4	3,0	3,9	4,6

<sup>1</sup> Auf der Basis von IWF- und OECD-Prognosen. <sup>2</sup> Ausgaben der privaten Haushalte für den Endverbrauch zuzüglich Bruttovermögensinvestitionen der privaten Haushalte für Wohnimmobilien. <sup>3</sup> Bruttoanlageinvestitionen des privaten Sektors (ohne Wohnimmobilien). <sup>4</sup> Ausgaben der öffentlichen Haushalte für den Endverbrauch zuzüglich öffentlicher Bruttoanlageinvestitionen. <sup>5</sup> Asien ohne Japan. <sup>6</sup> Prozent.

Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; OECD; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.2



nachfragt. China ist zu einem der größten Importländer der Welt geworden, und seine früheren Außenhandelsüberschüsse gegenüber den USA und der Europäischen Union haben sich zu den asiatischen Nachbarländern, darunter Japan, verlagert. Zudem dürfte die größere globale Arbeitsteilung in der verarbeitenden Industrie und im Dienstleistungssektor die Effizienz und den Lebensstandard überall erhöhen. Vor allem werden alle Verbraucher von niedrigeren Preisen für Industrieerzeugnisse und Dienstleistungen profitieren, da die hohen Produktivitätsgewinne in Asien auf die Exportpreise durchschlagen.

Die Rolle Chinas

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften wurde die Nachfrage 2003 von einer expansiven Haushalts- und Geldpolitik gestützt. Das konjunkturbereinigte Haushaltsdefizit weitete sich aus, da steigende öffentliche Ausgaben sowie Steuersenkungen weiterhin als Wachstumsstützen fungierten (Grafik II.1). Die wichtigste Ausnahme war der Euro-Raum; dort war das strukturelle Defizit rückläufig, obwohl sich das Haushaltsdefizit vor dem Hintergrund des schwachen Wachstums ausweitete. Bei anhaltend niedrigen Leitzinsen und langfristigen Renditen waren auch die Finanzierungsbedingungen günstig. Die Realzinssätze, die sich bereits ihrem historischen Tief genähert oder es unterschritten hatten, gingen weiter zurück. Getrieben von positiven Wirtschaftsmeldungen und Unternehmensgewinnen sowie einem allgemeinen Renditenstreben, verengten sich an den wichtigsten Märkten die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen, und die Aktienkurse stiegen (Kapitel IV und VI).

Haushalts- und Geldpolitik für globale Konjunkturerholung bedeutsam

Trotz immer engerer internationaler Verflechtungen war das Wachstum uneinheitlich. In den USA mit ihrer besonders expansiv ausgerichteten Wirtschaftspolitik fiel die konjunkturelle Erholung kräftig aus, und in Japan war sie ebenfalls beachtlich: Die Wachstumsrate lag über dem Potenzial, und die Produktionslücke verringerte sich rasch. Auch wenn die wirtschaftliche

Wichtige Industrieländer mit unterschiedlichen Ergebnissen

Erholung in Japan bisher weitgehend von der Auslandsnachfrage getragen wurde, scheint sie insofern vielversprechender als frühere Aufschwünge, als – zum ersten Mal seit dem Platzen der Preisblase bei den Vermögenswerten Anfang der neunziger Jahre – die Inlandsnachfrage ohne nennenswerte fiskalpolitische Stimulierung gestiegen ist. Die größte Enttäuschung war der Euro-Raum. Die Inlandsnachfrage blieb schwach, und der Beitrag der Nettoexporte zum BIP-Wachstum kehrte sich um und fiel deutlich negativ aus. So wuchs die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euro-Raum 2003 kaum noch; in Deutschland und den Niederlanden war sie sogar rückläufig. Auch die Schweiz befand sich in einer Rezession. Kanada hatte erheblich niedrigere reale Nettoexporte zu verzeichnen, da die Währungsaufwertung schwerer wog als die Auswirkungen des starken Wachstums in den USA. Trotz großer negativer idiosynkratischer Schocks blieb die Inlandsnachfrage jedoch dank beträchtlicher Terms-of-Trade-Gewinne erhalten. In Australien wuchs die Wirtschaft weiterhin zügig.

#### *Veränderte Wachstumsstruktur*

Ausgabenwachstum von privaten Haushalten zu Unternehmen verlagert

Im Berichtszeitraum fiel besonders auf, dass sich die Nachfrageausweitung schrittweise von den Ausgaben der privaten Haushalte zu denen der Unternehmen verschob. Der private Verbrauch, 2002 der wichtigste Impulsgeber, wuchs in den USA etwas langsamer und blieb im Euro-Raum schwach. Genauso wurden Investitionen in Wohneigentum zwar durch günstige Finanzierungsbedingungen gestützt, gewannen aber nicht wesentlich an Dynamik. Da die Unternehmen endlich mehr investierten und ihre Lagerbestände weiterhin aufstockten, wurde das Wachstum hauptsächlich von den gestiegenen Ausgaben im Unternehmenssektor getragen.

Robuster Konsum ...

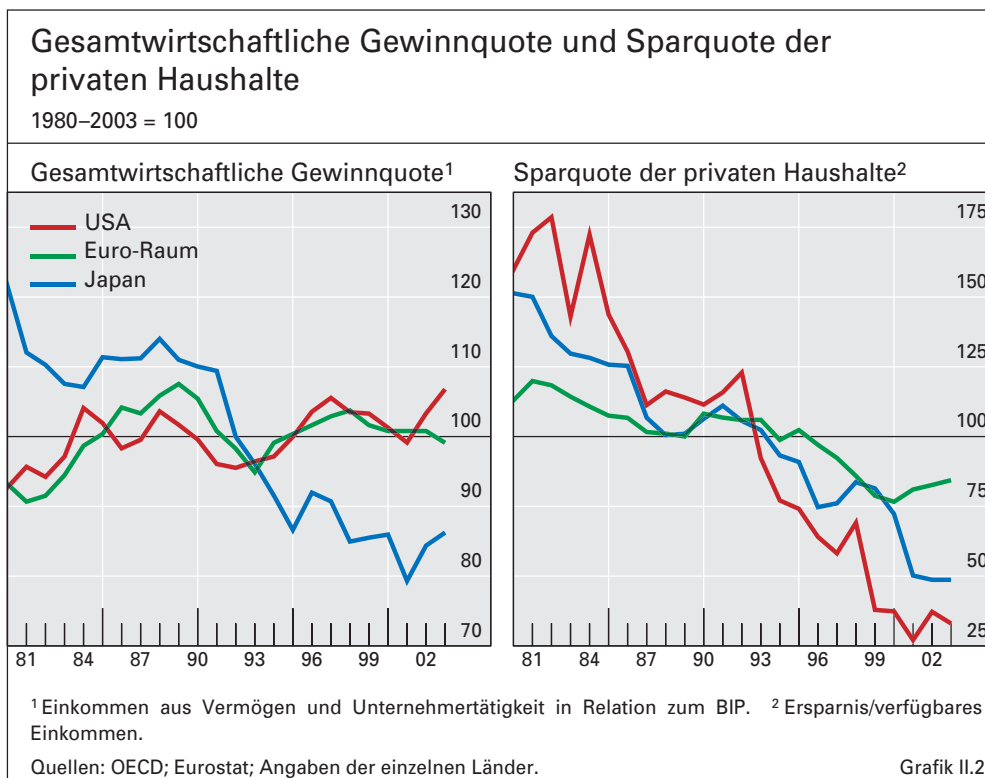
Der private Verbrauch blieb relativ robust, obwohl er sich im vorherigen Konjunkturabschwung erstaunlich stark behauptet hatte. Die anhaltend moderate Inflation stützte das Ausgabeverhalten, und die privaten Haushalte waren auch die größten Nutznießer der expansiven Fiskalpolitik. Positive Vermögenseffekte infolge der Erholung der Aktienmärkte und der weiter steigenden Preise für Wohneigentum waren ebenfalls hilfreich. Das durchschnittliche Verhältnis des Nettovermögens zum verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte, das von 1999 bis 2002 gesunken war, stieg 2003 in den wichtigsten OECD-Ländern wieder, und zwar über den Durchschnittswert der neunziger Jahre. Niedrige Kreditzinssätze heizten unmittelbar die Nachfrage nach Gebrauchsgütern an. Zusammen mit dem Preisanstieg beim Wohneigentum boten sie den privaten Haushalten Anreiz zur Refinanzierung bestehender Hypotheken bzw. zur Abschöpfung liquider Mittel aus Wertzuwächsen beim Wohneigentum. Diejenigen, die mit der Refinanzierung ihre Zinszahlungen senken konnten, hatten nun mehr Mittel für Ausgabenzwecke zur Verfügung. Wer seine Hypothekenschuld erhöhte, erhielt zusätzliche Mittel nicht nur für den Konsum, sondern auch zur Tilgung teurerer Kredite oder für andere Anlagen. Die Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum, definiert als Differenz zwischen Nett hypothekenkredit und Investitionen in Wohneigentum, stieg 2003 in den USA auf 3½% und im Vereinigten Königreich auf 7% des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte.

Doch die Schwäche an den Arbeitsmärkten bremste den privaten Verbrauch in gewissem Maße. Dass die Arbeitslosigkeit nur mäßig stieg, ist insbesondere in Japan und den USA vor allem mit der niedrigeren Erwerbsquote zu erklären. Insgesamt sind in den OECD-Ländern in den letzten drei Jahren netto praktisch keine neuen Arbeitsplätze entstanden. Trotz deutlicher Nachfragebelebung ging die Beschäftigung in Japan weiter zurück und stieg in den USA nur geringfügig. Die Entwicklung in Japan ist auf anhaltende Umstrukturierungen zurückzuführen, doch die im Vergleich zu früheren Konjunkturzyklen niedrige Zahl neuer Arbeitsplätze in den USA lässt sich nicht ohne weiteres erklären. Praktisch unverändert blieb die Beschäftigung im Euro-Raum, und in Deutschland ging sie sogar zurück. Gleichwohl stieg im Euro-Raum die Arbeitsintensität des BIP-Zuwachses erneut, was dem Arbeitsmarkt zugute kam, aber auch den gemessenen Produktivitätszuwachs begrenzte.

... doch keine Beschleunigung wegen schwacher Arbeitsmärkte ...

Eine verhaltene Lohnentwicklung verstärkte die negativen Auswirkungen der schwachen Beschäftigungslage auf die Einkommen der privaten Haushalte. Trotz insgesamt stärkerer Produktivitätsfortschritte in den letzten Jahren stieg das reale Erwerbseinkommen je Beschäftigten in den OECD-Ländern nur leicht; dies bedeutet, dass die Lohnquoten im Unternehmenssektor sanken. Deutlich zu erkennen war dies im vergangenen Jahr in den USA, wo höhere Lohnnebenleistungen offenbar durch den geringeren Lohnanstieg teilweise aufgezehrt wurden. In Japan erhöhten sich die Löhne 2003 zwar kaum, doch wenigstens sanken sie nun nicht mehr. Die wichtigste Ausnahme war der Euro-Raum, wo sich der Anstieg des realen Erwerbseinkommens je Beschäftigten im Unternehmenssektor trotz der schwachen Konjunkturentwicklung und des niedrigen Produktivitätswachstums beschleunigt hat.

... und Lohnzurückhaltung



Unternehmensausgaben allmählich lebhafter

Angesichts besserer Absatzaussichten, günstiger Finanzierungsbedingungen und steigender aggregierter Gewinnquoten in den Industrieländern belebte sich die Investitionstätigkeit der Unternehmen in der zweiten Hälfte des Jahres 2003 allmählich (Grafik II.2). Auch dürften aufgrund zeitlich begrenzter Steuersenkungen in den USA Investitionspläne vorgezogen worden sein. Zusätzlich gestützt wurden die Ausgaben im Unternehmensbereich von der steigenden Bedeutung der IT-Ausrüstung, die zu einem deutlich schnelleren Veralten des Kapitalstocks geführt hat. Seit Ende der achtziger Jahre haben sich z.B. in den USA allein die zur Aufrechterhaltung der derzeitigen Kapitalausstattung der Unternehmen in Relation zum BIP erforderlichen Bruttoinvestitionen fast verdoppelt. In Japan und Australien nahmen die Investitionen 2003 besonders stark zu und stiegen im Jahresverlauf dann auch im Euro-Raum immer mehr.

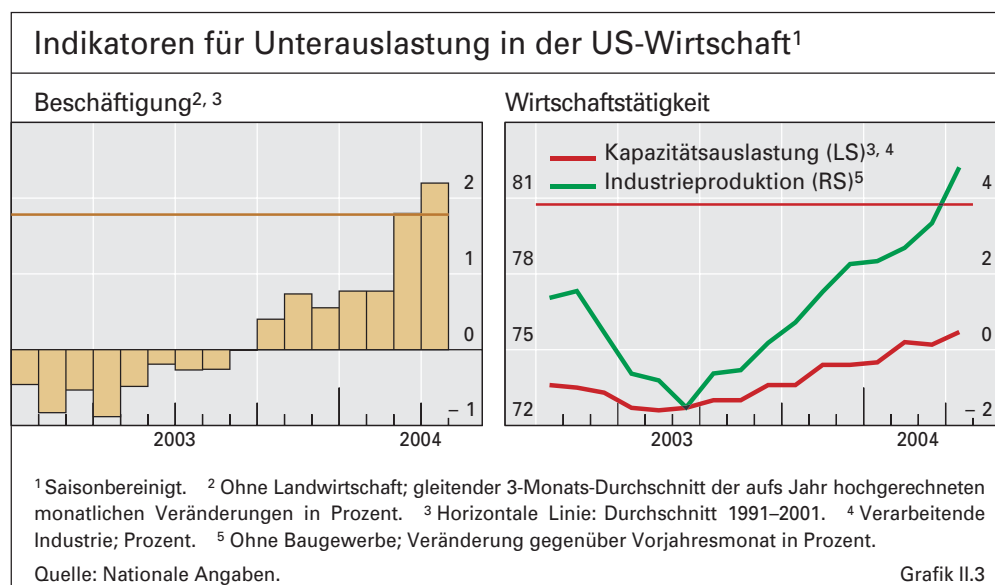
### Ausblick

Weiteres Wachstum allgemein erwartet ...

Auf kurze Sicht wird allgemein mit einer weiteren Beschleunigung des Konjunkturaufschwungs gerechnet, und für 2004 wird ein Wachstum der Weltwirtschaft um 4½% erwartet. Die neuesten Daten zur Industrieproduktion und Kapazitätsauslastung in den USA deuten darauf hin, dass erhebliche Kapazitätsreserven zwar bereits absorbiert wurden, der Kapitalstock aber immer noch Spielraum für eine inflationsfreie Expansion bietet (Grafik II.3). Auch in Japan begann das Jahr sehr dynamisch, und das Wirtschaftswachstum dürfte 2004 über den meisten Schätzwerten für das Potenzialwachstum liegen. Im Euro-Raum, der im weltweiten Aufschwung voraussichtlich wieder zurückliegen wird, fehlen indes noch die Voraussetzungen für eine wesentliche Belebung der Inlandsnachfrage.

... doch weiterhin Unsicherheit über außenwirtschaftliche Entwicklungen ...

Trotz allgemein positiver Aussichten bleibt einiges ungewiss. Seit 2002 hat die Währungsaufwertung die Aussichten für die Nettoexporte des Euro-Raums und seit kurzem auch Japans gedämpft. Zudem könnte der Preisanstieg bei Rohstoffen, insbesondere beim Öl, die Realeinkommen in den



Industrielländern schmälern, auch wenn negative Terms-of-Trade-Effekte in Ländern, deren Währung gegenüber dem US-Dollar aufwertete, teilweise abgeschwächt wurden.

Auch die derzeitige Unterstützung durch die Wirtschaftspolitik dürfte mit der Zeit nachlassen, denn die Haushaltspläne lassen eine gewisse Stabilisierung des strukturellen Haushaltsdefizits auf OECD-Ebene erkennen. Zudem sind die langfristigen Zinssätze seit März 2004 erheblich gestiegen, und die Finanzmarkterwartungen höherer Leitzinsen in den USA haben sich gefestigt.

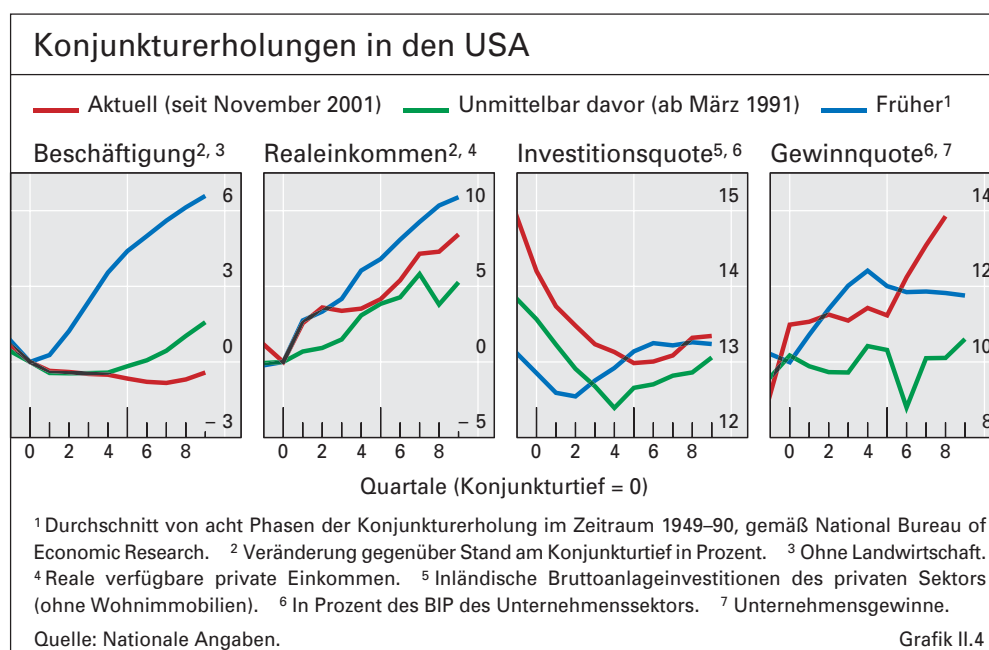
In den USA wird mit einer weiteren Zunahme der Unternehmensausgaben gerechnet. In den letzten Jahren bestand jedoch nur eine lockere Verbindung zwischen Gewinnen und Investitionen, und die derzeitige Unterauslastung der Kapazitäten lässt sich kaum präzise messen. In Japan könnten die Aussichten weniger günstig sein. Im Vergleich zu anderen Ländern ist das Verhältnis der Investitionen zum BIP noch hoch, und der Kapitalstock ist weiterhin stetig gestiegen. Im Euro-Raum sind die Aussichten uneinheitlich. Die gegenwärtigen Investitionsquoten wirken mäßig hoch, Kapitalproduktivität und Gewinne blieben indes schwach.

Sollten, solange sich an den Arbeitsmärkten noch keine wirkliche Erholung abzeichnet, hohe Produktivitätszuwachsrate Anlass zu Besorgnis sein? Dem Phänomen der „jobless recovery“ – einer Erholung ohne Schaffung neuer Arbeitsplätze – in den USA galt besondere Aufmerksamkeit; dort werden erst seit ganz kurzer Zeit Beschäftigungszuwächse verzeichnet (Grafik II.4). Einerseits könnten die offenbar schlechten Einkommensperspektiven das Vertrauen beeinträchtigen, und die Unternehmen könnten Gewinne zur Reduzierung ihrer Schulden verwenden. Andererseits haben sich durch die produktivitätsinduzierte Erholung der gesamtwirtschaftlichen Produktion die Realeinkommen erhöht, sodass die Ausgaben – unabhängig davon, wie diese Einkommenssteigerungen anfänglich verteilt sind – nach und nach zunehmen dürften. Zum Beispiel könnte die jüngste Schwäche der nominalen Erwerbsein-

... Unterstützung durch die Wirtschaftspolitik ...

... Investitionsentscheidungen ...

... und Aussichten für Arbeitsplätze



kommen die Verbraucherpreise letztendlich drücken und somit die Kaufkraft erhöhen. Eine andere Möglichkeit wäre, dass ein niedrigeres Wachstum bei den Nominallöhnen zum Teil durch höhere Dividenden kompensiert würde, denn letztlich sind die privaten Haushalte Eigentümer der Unternehmen. In jüngster Zeit ist das Nichterwerbseinkommen der privaten Haushalte in den USA tatsächlich erheblich gestiegen; dies gilt insbesondere für Unternehmerlöhne und Dividendeneinkommen. Höhere Unternehmensgewinne dürften schließlich Aktienkurssteigerungen begünstigen, die positive Vermögens-effekte auf die Ausgaben auslösen könnten.

Fragen zur  
Nachhaltigkeit der  
Erholung

Es stellen sich verschiedene Fragen hinsichtlich der Nachhaltigkeit der derzeitigen Erholung. Eine Frage ist, ob die expansive Haushalts- und Geldpolitik irgendwann Inflationsdruck verursachen könnte. Eine weitere Frage ist, ob die Vermögenspositionen angesichts der bereits hohen Verschuldung im privaten wie auch im öffentlichen Sektor zur Stützung der Ausgaben stark genug sind. Eine dritte Frage ist, ob die derzeitige Situation mit ihren großen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten zu halten ist. Ein entscheidender Faktor ist jeweils, in welchem Tempo die Industrieländer ihre Produktivität längerfristig zu steigern vermögen.

## Produktivitätsaussichten

### *Produktivitätsniveau*

Produktivität  
entscheidend

Kaum zu überschätzen ist die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Entwicklung der Arbeitsproduktivität, d.h. des Ausstoßes pro Einheit des Faktors Arbeit. Für den Lebensstandard eines Landes spielt sie eine wichtige Rolle, und da sie die Ertragserwartungen und somit die Aktienkurse beeinflusst, ist sie auch für die Finanzmärkte von großer Bedeutung. Für die Wirtschaftspolitik sind Schätzungen des Produktivitätswachstums und somit des Produktionspotenzials ein wichtiger Faktor bei der Ermittlung des Inflationsdrucks – mit entsprechenden Implikationen für die Zinssätze – sowie bei der Beurteilung der fiskalpolitischen Ausrichtung und der Tragbarkeit von Haushaltspositionen. Auf globaler Ebene bestimmen die unterschiedlichen Produktivitätszuwachs-raten der Länder deren relative wirtschaftliche Leistung, wobei auch andere Struktur-faktoren, wie die Dynamik der Erwerbsbevölkerung, wichtig sind. Umgekehrt haben die Implikationen unterschiedlicher Produktivitätszuwachs-raten für die relativen erwarteten Kapitalerträge entscheidenden Einfluss auf die internationalen Kapitalströme, und inwieweit die höheren Produktivitäts-niveaus oder -gewinne einiger Länder auch in anderen Ländern erzielt werden können, wirkt sich auf die globalen Wachstumsaussichten aus.

Hohes Produktivitäts-  
niveau in den USA

Als Erstes ist das große Gefälle beim Pro-Kopf-BIP (kaufkraftbereinigt) zu beachten (Tabelle II.3). Mit einem Vorsprung von etwa 30% besetzen die USA den Spitzenplatz vor anderen großen industrialisierten Volkswirtschaften. Im Vergleich dazu ist der Abstand des Euro-Raums zu den USA bei der Produktion je Beschäftigten geringer. Der wichtigste Grund hierfür ist der niedrigere Beschäftigungsgrad, der bestimmte gesellschaftliche Präferenzen (z.B. vorzeitiger Ruhestand), aber auch eine höhere strukturelle Arbeitslosigkeit widerspiegelt. Wird die Produktion pro geleistete Arbeitsstunde zugrunde gelegt,

Produktivitätsniveau <sup>1</sup>						
USA = 100						
	Pro-Kopf-BIP		Arbeitsproduktivität			
	1995	2003	je Beschäftigten		je Arbeitsstunde	
			1995	2003	1995	2003
Euro-Raum	69	70	86	84	90	88
Darunter: Deutschland	74	71	82	79	92	90
Frankreich	72	75	95	96	101	106
Italien	72	71	95	87	98	88
Spanien	54	63	80	80	74	72
Irland	62	87	88	99	81	97
Japan	81	74	78	74	70	67
Vereinigtes Königreich	69	79	74	81	72	77
Kanada	80	87	91	92	87	84
Schweden	73	75	80	80	84	84

<sup>1</sup> Gesamtwirtschaft; Berechnung anhand von Kaufkraftstandards.  
Quelle: Eurostat. Tabelle II.3

verringert sich der Rückstand des Euro-Raums gegenüber den USA wegen der geringeren Arbeitszeit im Euro-Raum auf etwa 10%. Der Euro-Raum liegt bei der gesamtwirtschaftlichen Produktion pro Kopf also zum Teil deshalb hinter den USA, weil seine Bürger etwas weniger produktiv sind, vor allem aber wegen Strukturverhärtungen und der größeren Freizeit. Die relative Position Japans bei der Arbeitsproduktivität ist noch ungünstiger.

### Produktivitätszuwachs

Seit dem Zweiten Weltkrieg näherten Europa und Japan ihr Produktivitätsniveau fast stetig dem der USA an. Anscheinend endete diese Konvergenz jedoch Anfang der neunziger Jahre und hat sich seither möglicherweise sogar umgekehrt. Besonders deutlich zu erkennen waren diese Unterschiede seit dem letzten Abschwung, als die Produktivität in den USA in den Jahren 2002 und 2003 markant stieg.

Handelt es sich um eine echte Trendwende, oder werden nur zyklische Unterschiede und/oder Messfehler sichtbar? Wegen der zeitlichen Verzögerung, mit der sich der Faktor Arbeit jeweils an Veränderungen der Produktion anpasst, verläuft die Arbeitsproduktivität prozyklisch. Wenn Unternehmen z.B. in der Rezession Arbeitskräfte gehortet haben, können sie bei wieder steigender Nachfrage die Produktion ohne nennenswerte Erhöhung der gemessenen Arbeitskräfte steigern. Der Produktivitätszuwachs dürfte also in der Aufschwungphase sprunghaft steigen. Empirische Untersuchungen legen nahe, dass die Konjunkturzyklen in nahezu allen Industrieländern die Produktivität tatsächlich positiv beeinflussen. Da die USA in der jüngsten Periode das höchste Wirtschaftswachstum zu verzeichnen hatten, dürfte die „zyklische Komponente“ des Produktivitätszuwachses in den USA im Vergleich zu anderen Ländern größer geworden sein.

Was Messfehler betrifft, so konzentrieren sich die meisten internationalen Vergleiche auf Veränderungen der Produktivität, da Messungen des Produk-

Relatives Ergebnis der USA seit kurzem besser

Traditionell deutlich zyklische Entwicklung des Produktivitätszuwachses

Vergleiche von Produktivitätsveränderungen wie auch -niveaus ungenau ...

tivitätsniveaus bekanntermaßen ungenau sind. Doch auch hier kann es Messprobleme geben. In einigen Sektoren wird die Wertschöpfung unterschiedlich berechnet, was deren Gewichtung im BIP und somit deren Beitrag zum Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion beeinflussen kann. Ein Beispiel hierfür ist, dass in den USA Einzel- und Großhandel, deren Wertschöpfung schwerer zu messen sein dürfte, erheblich zum Anstieg des Produktivitätszuwachses der letzten Jahre beigetragen haben. Zudem bestehen bei der Messung des Produktionszuwachses offensichtlich beträchtliche methodische Unterschiede zwischen den Ländern. Ein allgemein bekanntes Problem ist dabei die Verwendung hedonischer Preisindizes, mit denen Qualitätsverbesserungen insbesondere bei IT-Produkten, aber auch in anderen Bereichen besser berücksichtigt werden können. Ein weiteres Problem ist die Bemessung von Ausgaben für Software. Diese Ausgaben wurden in den USA in erheblich größerem Umfang als in den anderen wichtigen Industrieländern als Investitionen behandelt (die im Gegensatz zu Ausgaben für Vorleistungen positiv zum BIP-Wachstum beitragen). Ein drittes Messproblem ist die Verwendung von verketteten statt festen Indizes zur Deflationierung der nominalen Wachstumsraten. Mehrere Berechnungen lassen darauf schließen, dass das für Europa gemessene BIP-Wachstum vielleicht um fast einen halben Prozentpunkt jährlich höher ausfiele, wenn die statistischen Methoden den in den USA verwendeten Methoden ähnlicher wären. Erhebliche Ungewissheiten bestehen schließlich auch in Bezug auf die Messung des Beschäftigungswachstums. Einige Schätzungen zeigen, dass dies bei der Berechnung des Arbeitsproduktivitätszuwachses in einigen Ländern bis zu einem weiteren halben Prozentpunkt jährlich ausmachen könnte.

... doch Änderungen des Produktivitätszuwachses wohl besser vergleichbar

Sind die statistischen Messungen über die Zeit konsistent, verschwinden die gravierendsten Verzerrungen, die sich bei der Schätzung sowohl des Wirtschafts- als auch des Beschäftigungswachstums ergeben, meistens wieder. Das bedeutet, dass die Messgrößen für Veränderungen des Produktivitätswachstums besser vergleichbar sein dürften. Dennoch können sich Messabweichungen im Laufe der Zeit ausweiten; allerdings haben sie in den letzten Jahrzehnten anscheinend weniger als einen halben Prozentpunkt zu der Veränderung der gemessenen Differenzen der jährlichen Produktivitätszuwachsrate in den wichtigsten Industrieländern beigetragen.

#### *Produktivitätsmaße des Unternehmenssektors*

Trendwachstum der Arbeitsproduktivität im Unternehmenssektor in den OECD-Ländern divergent

Werden die Vergleiche auf den Unternehmenssektor beschränkt, lassen sich die besonderen Schwierigkeiten umgehen, die mit der Messung der Produktion im öffentlichen Sektor verbunden sind. Dann zeigt sich als genereller langfristiger Trend in den Industrieländern, dass der Arbeitsproduktivitätszuwachs seit den sechziger Jahren im Durchschnitt gesunken ist. Von dieser Abschwächung waren die meisten Länder betroffen, allerdings in sehr unterschiedlichem Ausmaß (Tabelle II.4). Einige Länder verzeichneten ein stetig rückläufiges Trendwachstum der Arbeitsproduktivität (z.B. Belgien, Spanien); in anderen Ländern (z.B. Deutschland, Italien, Japan) war der Rückgang uneinheitlicher – in den achtziger Jahren beschleunigte sich der Produktivitätszuwachs, allerdings nur vorübergehend. In einer dritten Ländergruppe

Produktivitätszuwächse <sup>1</sup>								
	Arbeitsproduktivität				Totale Faktorproduktivität			
	Früherer Trend		Aktueller Trend		Früherer Trend		Aktueller Trend	
	Beginn	Trenddurchschnitt	Beginn	Trenddurchschnitt	Beginn	Trenddurchschnitt	Beginn	Trenddurchschnitt
USA	1974	1,2	1998	2,8	1983	1,0	1998	2,1
Euro-Raum <sup>2</sup>	1979	2,6	1996	1,5	1988	1,4	1994	0,7
Deutschland	1989	3,5	1995	1,6	1988	2,4	1994	1,0
Frankreich	1993	1,7	2001	2,8	1992	0,4	1998	1,2
Italien	1991	2,8	1997	0,8	1990	0,9	1997	-0,2
Spanien	1986	2,0	1996	0,7	1982	2,2	1988	0,2
Niederlande	1983	3,6	1993	1,5	1993	1,2	2000	0,4
Belgien	1976	4,0	1982	2,1	1976	1,8	1982	0,9
Finnland	1989	4,4	1995	3,0	1993	3,7	2001	1,8
Irland	1978	3,5	1988	4,8	1995	5,4	2001	2,7
Japan	1986	4,0	1994	2,0	1985	1,3	1994	0,1
Vereinigtes Königreich	1985	0,8	1991	2,0	1970	2,1	1984	1,0
Kanada	1973	1,2	1998	1,8	1974	0,6	1996	1,6
Australien	1991	2,3	2002	0,3	1992	1,9	2000	0,4
Schweden	1976	1,7	1991	2,3	1976	0,7	1992	1,6
Norwegen	1980	1,9	1989	2,9	1990	2,9	1996	2,1
Insgesamt	1971	3,5	1977	2,0	1993	0,9	1999	1,4

Anmerkung: Die Trends der Arbeitsproduktivität und der totalen Faktorproduktivität werden geschätzt durch Regression ihres Logarithmus auf Zeittrends  $T^i$  (da  $l$  Brüche im Trend in der Spezifikation zugelassen sind, wenn sie auf dem 95%-Niveau signifikant sind) und  $CY$ , einen Indikator der Position im Konjunkturzyklus (Kapazitätsauslastung in der Industrie, normalisiert). Bei der totalen Faktorproduktivität  $TFP$  z.B. ergibt sich somit  $\log TFP = \sum_{i=1}^{t-h} \alpha^i T^i + \beta + \gamma CY + U$ , mit  $\alpha$ ,  $\beta$  und  $\gamma$  als Parameter und  $U$  als Residuum der Schätzung.

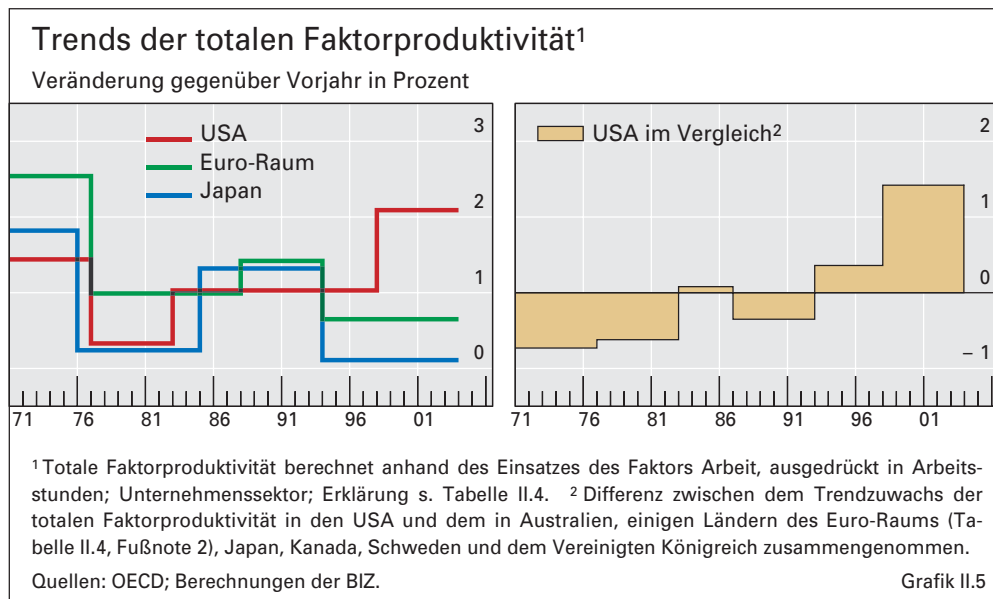
<sup>1</sup> Unternehmenssektor; Produktivitätssteigerungen berechnet anhand des Einsatzes des Faktors Arbeit, ausgedrückt in Arbeitsstunden. <sup>2</sup> Gewichteter Durchschnitt von Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, den Niederlanden und Spanien auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000.

Quellen: OECD; Berechnungen der BIZ. Tabelle II.4

(Frankreich, Kanada, nordische Länder) ging das Trendwachstum der Produktion je Arbeitsstunde nach den sechziger Jahren deutlich zurück, ist in den letzten Jahren aber wieder gestiegen. Die USA sind ein Sonderfall; hier beschleunigte sich der Produktionszuwachs je geleistete Arbeitsstunde und steigt nun offensichtlich mit der gleichen Dynamik wie vor den siebziger Jahren.

Diese divergierenden Entwicklungen könnten unterschiedliche Muster der Kapitalakkumulation (Steigerung der Kapitalintensität) sowie die jeweilige Geschwindigkeit des technologischen Fortschritts (gemessen anhand der Zuwachsrate der totalen Faktorproduktivität) widerspiegeln. Werden zyklische Einflüsse außer Acht gelassen, weist der Trendzuwachs der totalen Faktorproduktivität erhebliche Unterschiede auf. In einer ersten Ländergruppe (Frankreich, Kanada, Schweden, USA) hat es eine deutliche Verbesserung gegeben. Beachtlich war der Anstieg in den USA, wo sich die totale Faktorproduktivität in den achtziger und auch in den neunziger Jahren beschleunigte; derzeit wird die Wachstumsrate auf 2% pro Jahr geschätzt (Grafik II.5). Zur zweiten Gruppe gehören viele Länder aus dem Euro-Raum, Japan und das Vereinigte Königreich. Hier ging das Trendwachstum der totalen Faktor-

Technologischer Fortschritt und Kapitalakkumulation unterschiedlich



produktivität deutlich zurück. In Japan und Italien scheint sie tatsächlich zu stagnieren oder sogar zurückgegangen zu sein, da der Produktionszuwachs vor allem auf den höheren Einsatz des Faktors Arbeit und auf die Steigerung der Kapitalintensität zurückzuführen ist.

USA deutlich vorn

Zusammenfassend ist zu sagen, dass unter den großen Industrieländern die Arbeitsproduktivität in den USA am höchsten ist und in jüngster Zeit am schnellsten gestiegen ist. In diesem Ergebnis spiegelt sich nicht so sehr die stärkere Kapitalakkumulation wider als vielmehr das höhere Tempo des technologischen Fortschritts, das auch in der letzten Rezession gehalten wurde. Noch wichtiger ist vielleicht, dass sich das Ergebnis der USA relativ gesehen verbessert hat, denn dort hat sich das Wachstum der totalen Faktorproduktivität beschleunigt, in den meisten anderen Ländern hingegen verlangsamt.

#### Ausblick

Rolle von IT-  
Investitionen ...

Ob sich der wachsende Vorsprung der USA bei der totalen Faktorproduktivität gegenüber anderen Ländern wieder verringern wird, ist schwer zu beurteilen. Sicher ist, dass die stetigen Produktivitätssteigerungen in den USA seit den achtziger Jahren nicht nur mit dem vermehrten Einsatz von IT-Ausrüstung zu erklären sind. Denn diese hat auch in anderen Ländern zugenommen, ohne eine deutliche Verlangsamung der totalen Faktorproduktivität zu verhindern. Vielmehr dürfte das beschleunigte Trendwachstum der totalen Faktorproduktivität in den USA weitgehend der vorangegangenen Deregulierung der Güter- und Dienstleistungsmärkte zuzuschreiben sein. Die daraus entstandene Wettbewerbsintensivierung könnte durch stärkere Anreize, die Produktions- und Vertriebskosten zu senken, zu Innovationen angespornt haben. In der Tat sind im IT-Sektor in den USA große Herstellerfirmen entstanden – in einem Sektor, der sowohl durch intensiven Wettbewerb als auch durch einen rasanten technologischen Fortschritt gekennzeichnet ist. Auch im Groß- und Einzelhandel, wo der Wettbewerb ebenfalls massiv ist, wurde ein beträchtlicher Produktivitätszuwachs verzeichnet. Der Arbeitsmarkt in den

... und Struktur-  
reformen bei der  
Produktivitäts-  
steigerung

USA hat ebenso hierzu beigetragen; dies beweisen der langfristige Rückgang der strukturellen Arbeitslosigkeit seit den siebziger Jahren und die Tatsache, dass Arbeitnehmer rasch von schrumpfenden in wachsende Sektoren wechseln. Die Umsetzung von Strukturreformen dürfte somit eine entscheidende Voraussetzung für das Entstehen stärkerer Marktanreize und für die Nachahmung des amerikanischen Innovationsprozesses sein.

Gleichwohl besteht eine gewisse Unsicherheit darüber, ob die aktuellen Wachstumstrends der Produktivität andauern und ob die Industrieländer künftig höhere Potenzialwachstumsraten verzeichnen können. Einerseits dürfte die jüngste Verbesserung des Produktivitätszuwachses in den USA von begrenzter Dauer sein. Insbesondere die Bereitschaft der Unternehmen zur Kostensenkung sowie die verzögerte Wirkung der bisherigen großen Investitionen in IT-Ausrüstung haben das Produktivitätsniveau und damit das gemessene Wachstum wohl eine Zeit lang gesteigert. Diese Effekte könnten sich jedoch eines Tages abschwächen. Andererseits könnte die Tatsache, dass die in den beiden letzten Jahrzehnten umgesetzten Strukturreformen die Nachfrage nach weniger qualifizierten Arbeitskräften tendenziell gestärkt haben, den gemessenen Gesamtproduktivitätszuwachs in den USA und einigen europäischen Ländern (z.B. Irland, Niederlande, Vereinigtes Königreich) auch in erheblichem Maße gebremst haben. Als eine positive Folge davon ist die strukturelle Arbeitslosigkeit nun niedriger. Irgendwann könnten solche Übergangseffekte nachzulassen beginnen, sodass in den nächsten Jahren möglicherweise ein höherer zugrunde liegender Produktivitätszuwachs erkennbar wird. Insgesamt scheint sich abzuzeichnen, dass die Trendwachstumsraten des BIP in den wichtigsten Industrieländern erheblich voneinander abweichen. Verschiedenen Schätzungen zufolge könnte das Potenzialwachstum in den USA fast 3½% p.a. betragen, verglichen mit rund 2½% im Vereinigten Königreich, 2% im Euro-Raum und 1½% in Japan.

Längerfristig  
höheres  
Potenzialwachstum?

## Inflation

Anfang 2003 kamen Bedenken wegen des deflationären Drucks auf, legten sich aber im weiteren Verlauf des Berichtszeitraums wieder. Selbst in Japan, wo sowohl die Verbraucherpreise als auch die Grundstückswerte in den letzten Jahren kontinuierlich gefallen sind, ist allmählich das Gefühl entstanden, dass im Kampf gegen die Deflation die Wende nahen dürfte. Die 2003 wieder gestiegenen Preise für Industrieerzeugnisse und auch der sprunghafte Anstieg der Rohstoffpreise haben dazu beigetragen, die Deflationsängste zu zerstreuen.

Deflationsängste  
gedämpft

Dennoch bleibt die Inflation weltweit niedrig. Ein wichtiger Faktor war der Einfluss negativer Produktionslücken. Der hiermit verbundene Druck auf die Preise wurde in letzter Zeit durch die oben erörterten Produktivitätsgewinne und eine verhaltene Lohnentwicklung verstärkt. Der Euro-Raum war eine gewisse Ausnahme, da dort die Inflation nur langsam auf eine sich ausweitende negative Produktionslücke reagierte. Sie blieb nahe des EZB-Schwellenwerts von 2%. Dahinter stehen zum Teil die verzögerten Effekte der Euro-Einführung, vor allem aber die Rigidität der Arbeitskosten sowie Versuche der Regierungen, durch indirekte Steuern und höhere Gebühren für öffentliche Dienstleistungen ihre Einnahmen zu steigern.

Globale Inflation  
weiterhin niedrig

Fest verankerte  
Inflations-  
erwartungen

Die Inflationserwartungen blieben ebenfalls auf niedrigem Niveau fest verankert. Der Renditenunterschied zwischen inflationsindexierten Anleihen und herkömmlichen Anleihen lässt darauf schließen, dass im Berichtszeitraum die Inflationserwartungen bis zu einem Zeithorizont von 10 Jahren im Euro-Raum und in den USA nach wie vor bei 1½% bis 2½% lagen. Trotz deutlicher Verschiebungen der Wachstumsaussichten sowie merklicher Anpassungen der Wechselkurse blieb diese relative Stabilität bestehen. In den größeren Industrieländern war der Einfluss von Währungsschwankungen auf die Preise bislang sogar ausgesprochen begrenzt. Der Verbraucherpreisanstieg blieb in den USA trotz des schwächeren Dollars niedrig. Entsprechend ist trotz aufwertender Währungen weder die Inflation im Euro-Raum gesunken noch die Deflation in Japan gestiegen. Dennoch hat die Verlangsamung der Verbraucherpreisentwicklung nach dem wechselkursbedingten Rückgang der Importpreise in Kanada und Australien die Debatte über Umfang und Dynamik von Überwälzeffekten in kleineren offenen Volkswirtschaften wieder aufleben lassen.

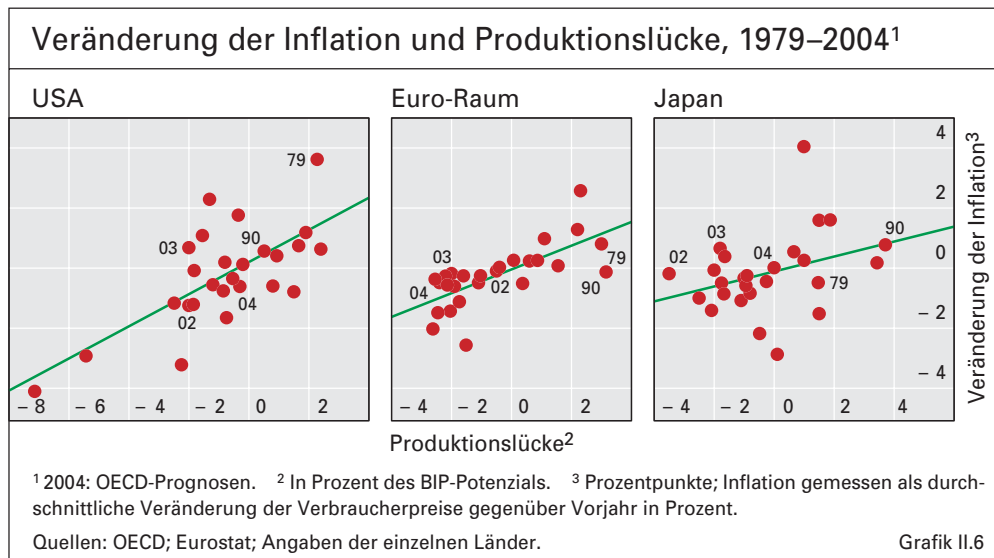
#### *Inflationsaussichten*

Trotz höherer  
Rohstoffpreise  
weiter niedrige  
Inflation erwartet

Unmittelbare Inflationsgefahr könnte, wenn überhaupt, wohl vor allem von den rasant steigenden Rohstoffpreisen ausgehen (Tabelle II.5). Sollte die Industrieproduktion in China weiterhin stark expandieren und sollten große Industrieländer beginnen, im Gleichschritt zu wachsen, könnten die Rohstoffpreise durchaus weiter steigen. Zusätzlich könnten wiederum die Preise von rohstoffintensiven Exporten aus China steigen. Allerdings machen die Rohstoffe (ohne Öl) in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nur einen sehr kleinen Teil der Gesamtkosten aus, höhere Rohstoffpreise in US-Dollar wirken sich in Ländern mit aufwertender Währung deutlich schwächer aus, und der jüngste Ölpreisanstieg hat größtenteils bereits auf die Preise durchgeschlagen. Einige Beobachter haben auch darauf aufmerksam gemacht, dass die zunehmende Liquidität in der Weltwirtschaft die Inflation antreiben oder zu höheren Preisen von Vermögenswerten führen könnte (Kapitel IV und VII). Beruhigender ist, dass sich das Geldmengenwachstum in den wichtigsten Industrieländern in letzter Zeit verlangsamt hat.

Welthandel und Preise <sup>1</sup>					
Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent					
	1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>
Außenhandelsvolumina	7,3	–0,5	3,1	5,2	7,1
Außenhandelspreise (US-Dollar)	–0,8	–3,5	0,9	11,6	6,1
Industrieerzeugnisse	–0,9	–2,8	2,4	14,5	7,7
Öl	2,1	–13,8	2,5	15,8	3,8
Sonstige Rohstoffe	–0,5	–4,0	0,5	7,1	7,6
Terms of Trade, fortgeschrittene Volkswirtschaften <sup>3</sup>	0,0	0,4	1,1	1,3	0,3

<sup>1</sup> Nur Güter. <sup>2</sup> IWF-Prognosen. <sup>3</sup> Fortgeschrittene Industrieländer und jüngere industrialisierte Volkswirtschaften Asiens (Hongkong SVR, Korea, Singapur und Taiwan, China).  
Quelle: IWF, *World Economic Outlook*. Tabelle II.5



Es wird aber auch die Ansicht vertreten, dass die disinflationären Grundtendenzen noch eine Zeit lang wirksam sein werden. Erfahrungsgemäß sollten negative Produktionslücken mit einem Rückgang der Inflation einhergehen (Grafik II.6). In der verarbeitenden Industrie sind Überkapazitäten besonders groß und könnten angesichts der stärkeren globalen Integration und des rasanten Wachstums der asiatischen Produktionskapazitäten in Wirklichkeit größer sein, als nationale Zahlen vermuten lassen. Auch an den wichtigsten Arbeitsmärkten sind noch erhebliche ungenutzte Kapazitäten vorhanden, sodass der Anstieg der Lohnstückkosten moderat bleiben dürfte, insbesondere in den Ländern, die einen starken Produktivitätszuwachs verzeichneten.

Disinflationäre Kräfte in dieser Konjunkturphase noch wirksam

## Vermögenspositionen des privaten Sektors

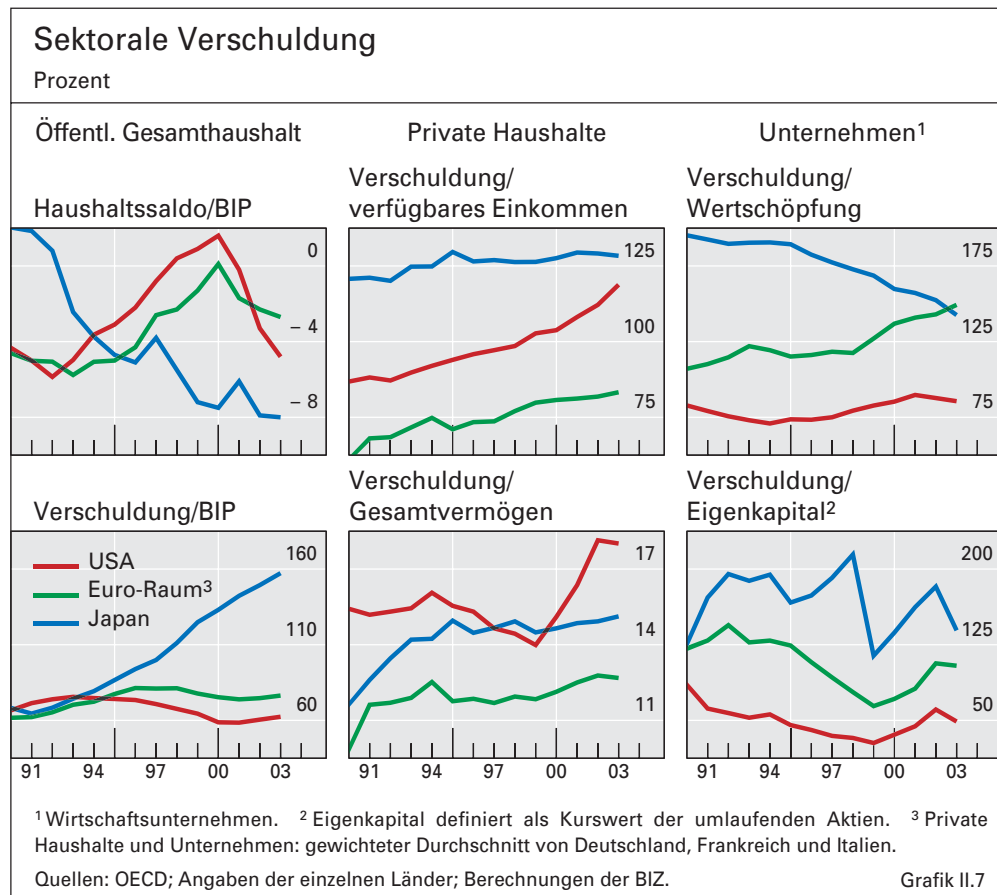
### Unternehmensbilanzen

Nach dem jüngsten Konjunkturabschwung wurde der Abbau der Schuldenlast für zahlreiche Unternehmen zu einem wichtigen Ziel, und weltweit wurde in dieser Hinsicht viel erreicht. Eine höhere Nachfrage, begrenzte Neueinstellungen, ein verhaltener Lohnanstieg und (möglicherweise) größere Preissetzungsspielräume haben zu einem kräftigen Anstieg der Unternehmensgewinne beigetragen. Durch die Zurückhaltung bei den Anlageinvestitionen, gekoppelt mit dem Einfluss der niedrigen Zinsen auf den Schuldendienst, haben sich auch die Finanzierungssalden der Unternehmen verbessert. Die Erholung der Preise von Finanzvermögenswerten kam den Unternehmensbilanzen ebenfalls zugute. Der Verschuldungsgrad sank in der Regel (Grafik II.7), liegt allerdings immer noch deutlich höher als beim Höchststand der Aktienkurse.

Gewisse Verbesserung der Unternehmensbilanzen ...

In Japan war die Verbesserung besonders ausgeprägt. So stieg der Finanzierungsüberschuss der Unternehmen trotz eines spürbaren Investitionschubs im Jahr 2003 auf 7% des BIP. Die Unternehmensverschuldung fiel auf rund 140% der Wertschöpfung im Unternehmenssektor, verglichen

... insbesondere in Japan



mit fast 200% Anfang der neunziger Jahre. Auch in den USA hat sich die Finanzlage der Unternehmen verbessert. Kräftige Produktivitätsgewinne schlugen sich unmittelbar in den Unternehmenserträgen nieder, und die gesamtwirtschaftliche Gewinnquote erreichte kürzlich wieder ihren vorherigen Höchststand aus dem Jahr 1997, deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt (Grafik II.2 links). Der Anstieg der Unternehmensverschuldung, Ende der neunziger Jahre noch bei über 10% jährlich, hat sich verlangsamt, und die Verschuldung der Unternehmen liegt nun, gemessen an ihrer Wertschöpfung, wieder näher am Durchschnitt der neunziger Jahre. Im Euro-Raum hingegen hat sich die Unternehmensrentabilität kaum verbessert, was auf die Nachfrageschwäche, die Währungsaufwertung, rigide Arbeitskosten und niedrige Produktivitätssteigerungen zurückzuführen ist. Daher sind die Schulden der Unternehmen im Verhältnis zur Wertschöpfung weiter angestiegen.

Risiken bleiben

Obwohl sich die Situation der Unternehmen seit dem letzten Konjunkturabschwung verbessert hat, bestehen noch verschiedene Unsicherheiten. Erstens gibt es immer noch deutliche Unterschiede zwischen den Sektoren. In den USA verzeichneten vor allem Finanzinstitute und IT-Unternehmen höhere Gewinne. Im Gegensatz dazu haben sich die Gewinne von Handels- und Versorgungsunternehmen sowie von Herstellern von Gebrauchsgütern (ohne IT) kaum verändert. In Japan konzentrierte sich die Verbesserung auf große, exportorientierte Unternehmen aus der verarbeitenden Industrie. Zweitens sind die Kreditkonditionen für kleine und mittlere Unternehmen sowohl in Japan als auch in einigen Ländern Europas nach wie vor schwierig. Drittens haben

ungewöhnlich niedrige Zinsen für risikofreie Vermögenswerte sowohl die Aktienwerte (und damit den Verschuldungsgrad) als auch den Schuldendienst begünstigt. Zusätzlich getrübt wird der Ausblick schließlich viertens durch Unsicherheiten hinsichtlich der Höhe der Pensionsverbindlichkeiten der Unternehmen und durch die jüngsten Bilanzskandale.

### *Vermögenspositionen der privaten Haushalte*

Die Vermögenspositionen der privaten Haushalte geben ein noch uneinheitlicheres Bild ab. In den wichtigsten OECD-Ländern hat die Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zu ihrem Einkommen in den letzten zehn Jahren kontinuierlich zugenommen, bedingt vor allem durch das kräftige Wachstum der Hypothekenverschuldung in einem weiterhin innovativen Finanzumfeld. Die wachsende Bedeutung der Hypothekenverschuldung lässt vermuten, dass dem Anstieg der Verbindlichkeiten der privaten Haushalte im Allgemeinen ein entsprechender Zuwachs an Vermögenswerten gegenüberstand, sodass sich das Nettovermögen der privaten Haushalte insgesamt nicht verändert hat. So erhöhte sich z.B. der Anteil der privaten Haushalte mit Wohneigentum in den USA von Mitte der neunziger Jahre bis 2003 um fast 5 Prozentpunkte. Zudem ist der Anstieg der Verschuldung vor dem Hintergrund des langfristigen Abwärtstrends der Zinsen zu sehen, durch den sich die „finanziell tragbare“ Verschuldung der privaten Haushalte erhöht hat.

Verbindlichkeiten der privaten Haushalte gewachsen ...

In den meisten Industrieländern hat sich die Sparquote der privaten Haushalte im letzten Jahrzehnt zugleich spürbar verringert (Grafik II.2 rechts). Besondere Beachtung fanden dabei die USA und das Vereinigte Königreich, wo der private Verbrauch in jüngster Zeit die größte Dynamik aufwies. Im Vergleich zu den übrigen OECD-Ländern ist die Sparquote der privaten Haushalte dort tatsächlich recht niedrig. In langfristiger Betrachtung gingen die Sparquoten jedoch auch in Australien, Japan und Kanada deutlich zurück. Die wichtigste Ausnahme von diesem weltweiten Trend ist der Euro-Raum. So ist die Sparquote der privaten Haushalte in Frankreich seit Ende der achtziger Jahre kontinuierlich angestiegen. Auch in den übrigen Ländern des Euro-Raums hat sie sich in den letzten Jahren wieder erhöht. Dahinter stehen möglicherweise sowohl eine höhere wahrgenommene Inflation nach der Einführung des Euro als auch ungünstige Entwicklungen an den Arbeitsmärkten, aber auch Unsicherheiten im Hinblick auf die Rentenversicherungssysteme und die öffentlichen Finanzen sowie die Durchführung von Strukturreformen ganz allgemein.

... Ersparnis dagegen kontinuierlich rückläufig

Die im langfristigen Vergleich niedrigen Sparquoten der privaten Haushalte in den OECD-Ländern könnten darauf schließen lassen, dass Nachfrage in der Vergangenheit zum Teil vorweggenommen wurde und eine Rückkehr zur „Normalität“ einen Ausgabenrückgang zur Folge hätte. Doch die langfristigen Maßstäbe könnten auch obsolet geworden sein. Der kontinuierliche Anstieg der Nettovermögen der privaten Haushalte in den meisten Ländern in den letzten Jahrzehnten könnte bedeuten, dass das Gleichgewichtsniveau der privaten Ersparnisse gesunken ist. Eine wichtige Ausnahme ist Japan, wo sich die Sparquote seit 1991 halbiert hat, während das Nettovermögen beträchtlich zurückgegangen ist. Die jüngsten Trends der Ersparnisbildung spiegeln zudem

Anstieg der Sparquoten vielleicht nicht zwingend ...

möglicherweise eine effizientere Bereitstellung von Hypothekenkrediten wider, insbesondere in den USA und anderen Volkswirtschaften, wo die privaten Haushalte unrealisierte Wertzuwächse aus Wohneigentum leichter für die Beschaffung liquider Mittel nutzen können. Die Verfügbarkeit solcher Sicherheiten kann die Kreditkosten erheblich senken und die Glättung des Konsums über mehrere Perioden verbessern, womit sich jeweils auch die Wohlfahrt erhöht.

... private Haushalte jedoch anfällig gegenüber negativen Schocks

Es lässt sich jedoch nicht ausschließen, dass Wohneigentümer ihr Vermögen überschätzt haben und die höhere Verschuldung ihre Anfälligkeit gegenüber Schocks verstärkt hat (Kapitel VI und VII). Etwaige plötzliche Zinserhöhungen würden vor allem die Wohneigentümer im Vereinigten Königreich, in Australien und in Spanien treffen, da Hypothekenkredite dort hauptsächlich zu variablen Zinssätzen vergeben werden. Sollten höhere Zinssätze allerdings die Erwartung eines stärkeren Wirtschaftswachstums, rascherer Einkommenszuwächse und niedrigerer Arbeitslosigkeit widerspiegeln, würde dies die Tragfähigkeit der Verschuldung der privaten Haushalte erhöhen.

## Ausblick für die öffentlichen Haushalte

### *Besorgnis wegen schwacher Haushaltslage*

Der Einsatz der Fiskalpolitik zur Stützung des Weltwirtschaftswachstums in den vergangenen Jahren hat Befürchtungen hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung aufkommen lassen. So hat sich der Finanzierungsüberschuss des öffentlichen Gesamthaushalts in den USA in nur drei Jahren in ein Defizit in Höhe von 5% des BIP gedreht. Auch in Europa haben sich die Haushaltssalden verschlechtert, wenn auch in einem deutlich geringeren Ausmaß. In Japan ist das Defizit des öffentlichen Gesamthaushalts mit nahezu 8% des BIP noch immer sehr hoch.

Haushaltsdefizite haben Konjunkturabschwung abgefedert ...

Haushaltsdefizite erfordern stets eine sorgfältige Überwachung, doch ihre derzeitige Höhe ist – mit Japan als wichtigster Ausnahme – nicht außergewöhnlich. Überdies kamen die fiskalpolitischen Maßnahmen (wenn auch vielleicht durch Zufall) genau rechtzeitig, um den jüngsten Konjunkturabschwung zu dämpfen. Allerdings unterstreicht gerade diese Flexibilität die Bedeutung einer mittelfristigen Verankerung der Haushaltsdisziplin, die für Zurückhaltung in guten Zeiten sorgt, damit die Wirtschaftspolitik in schlechten Zeiten antizyklisch reagieren kann. Glücklicherweise betraf der jüngste Anstieg der öffentlichen Haushaltsdefizite hauptsächlich die Länder, die während des vorangegangenen Konjunkturaufschwungs ausreichend Handlungsspielraum geschaffen hatten, insbesondere die USA und das Vereinigte Königreich.

... und Verschuldung ist noch nicht eindeutig zu hoch

Die öffentliche Verschuldung ist in vielen Ländern noch nicht eindeutig exzessiv. In den USA sind die Bruttoverbindlichkeiten des öffentlichen Gesamthaushalts gemessen am BIP noch weit niedriger als Anfang der neunziger Jahre. Im Euro-Raum hat sich die Lage in den Ländern, in denen die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung am stärksten gefährdet war (z.B. Belgien), sogar verbessert. Doch im Durchschnitt haben sich die öffentlichen Verbindlichkeiten im vergangenen Jahrzehnt erhöht und übersteigen heute in den drei größten Volkswirtschaften Kontinentaleuropas die im Maastricht-Vertrag

festgelegte Obergrenze von 60% des BIP. Für Japan wird damit gerechnet, dass die öffentliche Verschuldung, die gemessen am BIP weiterhin jährlich um rund 5 Prozentpunkte ansteigt, in diesem Jahr 160% des BIP erreichen wird.

Natürlich sind dem Anstieg der öffentlichen Verschuldung Grenzen gesetzt. Eine schlechte Haushaltslage kann zu einem Anstieg der langfristigen Zinsen führen und private Investitionen verdrängen, falls die Märkte nicht mit einer Korrektur rechnen. Würde versucht, eine derartige Entwicklung durch geldpolitische Impulse aufzuhalten, könnte der Inflationsdruck zunehmen. Die vergangenen Jahrzehnte haben gezeigt, dass die Notwendigkeit einer einschneidenden Anpassung umso größer wird, je länger die Haushaltskonsolidierung hinausgezögert wurde. Die Haushaltskonsolidierung in einigen hoch verschuldeten Ländern Europas, z.B. in Belgien und Italien in den neunziger Jahren, erforderte drastische Kürzungen bei den öffentlichen Ausgaben und erhebliche Steuererhöhungen.

Aber Grenzen für Anstieg der öffentlichen Verschuldung ...

Fiskalindikatoren 2003							
	Finanzierungssaldo	Struktureller Haushalts-saldo <sup>1</sup>	Konjunkturer Saldo <sup>2</sup>	Nettoschuld	Bruttoschuld	Aufwand der Schuldenstabilisierung <sup>3</sup>	Risiko für Zinszahlungen <sup>4</sup>
USA	-4,9	-3,9	-1,0	47	63	2,7	0,6
Euro-Raum	-2,8	-1,6	-1,2	55	76	0,6	-0,3
Deutschland	-4,0	-2,4	-1,6	52	65	2,7	-0,5
Frankreich	-4,1	-2,9	-1,2	43	70	2,5	-0,8
Italien	-2,4	-1,4	-1,0	94	117	-1,5	0,4
Spanien	0,3	1,0	-0,7	36	63	-2,6	0,9
Niederlande	-3,2	-2,1	-1,1	43	54	1,4	-0,8
Belgien	0,2	-1,0	1,2	93	102	-4,4	0,3
Österreich	-1,2	0,1	-1,3	45	67	-0,6	-0,3
Griechenland	-2,7	-2,6	-0,1	...	103	-4,5	1,7
Portugal	-2,8	-0,9	-1,9	...	60	0,3	-1,6
Finnland	2,1	2,8	-0,7	-47	53	-0,7	-1,4
Irland	-0,3	1,0	-1,3	...	32	-2,0	-2,4
Japan	-8,2	-7,2	-1,0	79	155	9,2	1,1
Vereinigtes Königreich	-3,0	-2,7	-0,3	32	54	1,3	0,3
Kanada	1,2	1,8	-0,6	35	76	-3,3	1,1
Australien	-0,6	-0,5	-0,1	3	18	0,4	-0,2
Schweden	0,2	1,2	-1,0	3	63	-0,3	0,8
Dänemark	1,2	2,3	-1,1	5	51	-1,4	-0,7
Norwegen	9,3	-3,0	12,3	-90	24	-5,3	-1,2
Neuseeland	2,4	3,7	-1,3	15	38	-3,1	-0,2
Insgesamt <sup>5</sup>	-4,1	-3,2	-0,9	50	79	2,5	0,4

Anmerkung: Sämtliche Angaben beziehen sich auf den öffentlichen Gesamthaushalt und sind in Prozent des BIP ausgedrückt.

<sup>1</sup> Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo; Norwegen: ohne Einnahmen aus dem Ölgeschäft. <sup>2</sup> Finanzierungssaldo abzüglich des strukturellen Haushaltssaldos. <sup>3</sup> Zur Stabilisierung der Nettoschuld (Griechenland, Irland, Portugal: Bruttoschuld) erforderliche Veränderung der Finanzlage bei Wachstum des nominalen BIP entsprechend dem Potenzial. <sup>4</sup> Potenzielle Zinszahlungen abzüglich tatsächlicher Bruttozinszahlungen; potenzielle Zinszahlungen sind diejenigen, die fällig wären, wenn der Abstand zwischen dem Wachstum des nominalen BIP und dem anfallenden Zins der Bruttoschuld (Griechenland: Nettoschuld) seinem Durchschnitt 1994–2003 entspräche. <sup>5</sup> Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000.

Quellen: IWF; OECD; Berechnungen der BIZ.

Tabelle II.6

... daher früher  
oder später  
Haushalts-  
konsolidierung ...

Aus dieser längerfristigen Perspektive sind in vielen großen Ländern beträchtliche Verbesserungen der Haushaltslage notwendig, um die Nettoschuldenquote auch nur auf dem derzeitigen Niveau zu stabilisieren (Tabelle II.6). Außerdem sind die Zinsen gegenwärtig sehr niedrig. Würden sie sich wieder ihrem langfristigen Durchschnitt annähern, hätte dies einen steigenden Schuldendienst auf eine immer noch wachsende Verschuldung zur Folge. Besonders in den Ländern mit vergleichsweise hohen strukturellen Defiziten gilt es zudem, vorbeugend einen gewissen Handlungsspielraum wiederherzustellen, umso mehr angesichts der in den vergangenen Jahren so übermäßig optimistischen offiziellen Haushaltsprognosen und der oben erörterten Unsicherheit im Hinblick auf das Potenzialwachstum.

... und glaubwürdige  
mittelfristige  
Verankerung nötig

Verschiedene Regierungen haben bereits angekündigt, die öffentlichen Defizite in den kommenden Jahren zu senken, sofern die Konjunkturerholung anhält. Doch manche dieser Pläne sind sehr ambitioniert, und es ist durchaus denkbar, dass die Finanzmärkte sie für unrealistisch bzw. potenziell unzureichend halten. Dies verleiht der Forderung nach einer glaubwürdigen mittelfristigen Haushaltsstrategie in den wichtigsten Industrieländern Gewicht, wenngleich ein gewisser Spielraum für diskretionäre Maßnahmen beibehalten werden sollte. Die jüngste Lockerung der fiskalpolitischen Regeln, die entscheidend zur Haushaltskonsolidierung in den neunziger Jahren beigetragen hatten, ist daher Anlass zu Besorgnis. So haben z.B. im Euro-Raum mehrere Länder die im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegten Defizitgrenzen überschritten. In den USA wurde das System der Obergrenzen für diskretionäre Ausgaben, das in den neunziger Jahren eingeführt worden war, aufgegeben. In Japan wächst die Notwendigkeit, eine langfristige Strategie gegen die wachsende öffentliche Verschuldung zu implementieren.

#### *Das Problem des demografischen Wandels*

Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen des demografischen Wandels Anlass zu Besorgnis

Langsam, aber sicher setzt sich die Erkenntnis durch, dass die in den Industrieländern eingegangenen staatlichen Verpflichtungen für Pensions- und Rentenzahlungen sowie die medizinische Versorgung der älteren Bevölkerung nicht ohne zusätzliche wirtschaftspolitische Maßnahmen eingehalten werden können. Diese Problematik ist vor dem Hintergrund der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Verschiebung der Altersstruktur der Bevölkerung zu betrachten. Unter der Annahme, dass sich die gegenwärtigen Trends bei Geburtenraten und Zuwanderung fortsetzen, wird die aktive Bevölkerung im Verhältnis zur nicht aktiven in den kommenden Jahrzehnten drastisch zurückgehen. Somit ist ein steiler Anstieg der Rentenansprüche zu erwarten. Dies birgt das Risiko, dass die sich daraus ergebende Abgabenbelastung einer im Verhältnis kleineren zukünftigen Generation von Beschäftigten übermäßig hoch wird, sodass die Leistungen massiv und schmerzhaft gekürzt oder durch eine höhere Inflation effektiv reduziert werden.

Um dies zu verhindern, sind drei Handlungsansätze vorstellbar. Der erste und wichtigste besteht darin, das öffentliche Bewusstsein für diese simple Arithmetik zu schärfen. Dies würde nahe legen, die sich aus dem demografischen Alterungsprozess ergebenden impliziten Verbindlichkeiten, die in der gegenwärtigen Rechnungslegung der öffentlichen Haushalte oftmals nicht

auftauchen, in vollem Umfang auszuweisen. Eine zweite, auf der ersten aufbauende Möglichkeit wäre, die zugesagten Leistungen auf geordnete Weise zu kürzen und so die Transferleistungen zwischen heutigen und zukünftigen Generationen von Beschäftigten zu begrenzen. Als Drittes wird häufig die Ergänzung der staatlichen Zusagen durch private Ersparnisse vorgeschlagen. Allerdings würde eine Änderung der Altersvorsorgesysteme kaum dazu beitragen, das Problem bereits erworbener Ansprüche zu lösen.

Am wichtigsten ist jedoch die Erhöhung des Ressourcen-Pools (d.h. des Volkseinkommens), aus dem die künftigen Sozialleistungen bestritten werden. Ein erster Lösungsvorschlag besteht darin, die Sparquote – und damit das zur Unterstützung künftiger Beschäftigter verfügbare Kapital – zu erhöhen, indem größeres Gewicht auf privat finanzierte Sparpläne gelegt wird. Oft werden diese Pläne als geeigneter angesehen, um die Konsequenzen des demografischen Wandels abzufedern, aber ob die inländische Ersparnis insgesamt tatsächlich zunehmen und dies die künftigen Einkommen positiv beeinflussen wird, lässt sich noch nicht mit Sicherheit sagen. Außerdem ist die Ersparnisbildung des Privatsektors in Ländern, die als Erste die Folgen der Alterung zu spüren bekommen werden (d.h. die europäischen Länder und Japan), schon relativ hoch, und ein weiterer Anstieg der Investitionen würde das Produktionspotenzial möglicherweise nicht effektiv erhöhen. Ein zweiter Lösungsvorschlag zielt darauf ab, die Erwerbsbevölkerung in der Zukunft, also dann, wenn höhere öffentliche Transfers zu leisten sein werden, zu vergrößern. Viele Länder haben bereits Maßnahmen ergriffen, um das Renteneintrittsalter heraufzusetzen, und manche werden gegebenenfalls erwägen, mehr ausländischen Arbeitskräften die Zuwanderung zu ermöglichen. Die Erfahrung lässt darauf schließen, dass Maßnahmen zur Eindämmung der strukturellen Arbeitslosigkeit und zur Erhöhung des Anteils der Erwerbsbevölkerung auch das Niveau des Produktionspotenzials spürbar beeinflussen könnten. Eine dritte denkbare Lösung ist, die Produktionsmenge, die mit einem gegebenen Einsatz an Arbeit und Kapital generiert wird, zu erhöhen. Bei einem höheren Wachstum der totalen Faktorproduktivität stünden einer schrumpfenden Gruppe Erwerbstätiger und einer wachsenden Gruppe Nichterwerbstätiger mehr Ressourcen für den Verbrauch zur Verfügung. Geht man davon aus, dass die oben erwähnten Trendunterschiede im Produktivitätswachstum bestehen bleiben, dann dürften die USA in einer besseren Ausgangslage sein als die meisten anderen Industrieländer.

Erhöhung des durchschnittlichen Lebensstandards am wichtigsten

## Leistungsbilanzen

### *Zunehmende weltweite Leistungsbilanzungleichgewichte*

Auch im Jahr 2003 wurde die Weltwirtschaft durch hohe Leistungsbilanzungleichgewichte geprägt (Tabelle II.7). Das US-Defizit stieg auf nahezu \$ 550 Mrd. bzw. etwa 5% des BIP. Überschüsse in der Leistungsbilanz wurden hauptsächlich in Asien, aber auch in Teilen Europas (vor allem in Deutschland, der Schweiz und Norwegen) verzeichnet. Aufgrund statistischer Unzuläng-

US-Leistungsbilanzdefizit ...

Leistungsbilanzsaldo in den wichtigsten Regionen					
Mrd. US-Dollar					
	Durchschnitt 1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1</sup>
USA	-150	-394	-481	-542	-496
Europäische Union	9	-6	67	36	48
Japan	107	88	113	138	144
Sonstige fortgeschrittene Industrieländer	4	56	46	41	44
Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens	22	90	132	148	128
Übrige Welt	-72	-3	13	58	33
Welt <sup>2</sup>	-80	-169	-110	-121	-99

<sup>1</sup> IWF-Prognosen. <sup>2</sup> Zurückzuführen auf Fehler, Auslassungen und Asymmetrien in der Zahlungsbilanzstatistik.  
 Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.7

lichkeiten waren über \$ 100 Mrd. der weltweiten Defizite im Jahr 2003 nicht aufgliederbar. Dieses seit Ende der neunziger Jahre festgestellte Phänomen beeinträchtigt die Aussagekraft jeder Analyse der gegenwärtigen Leistungsbilanzsalden.

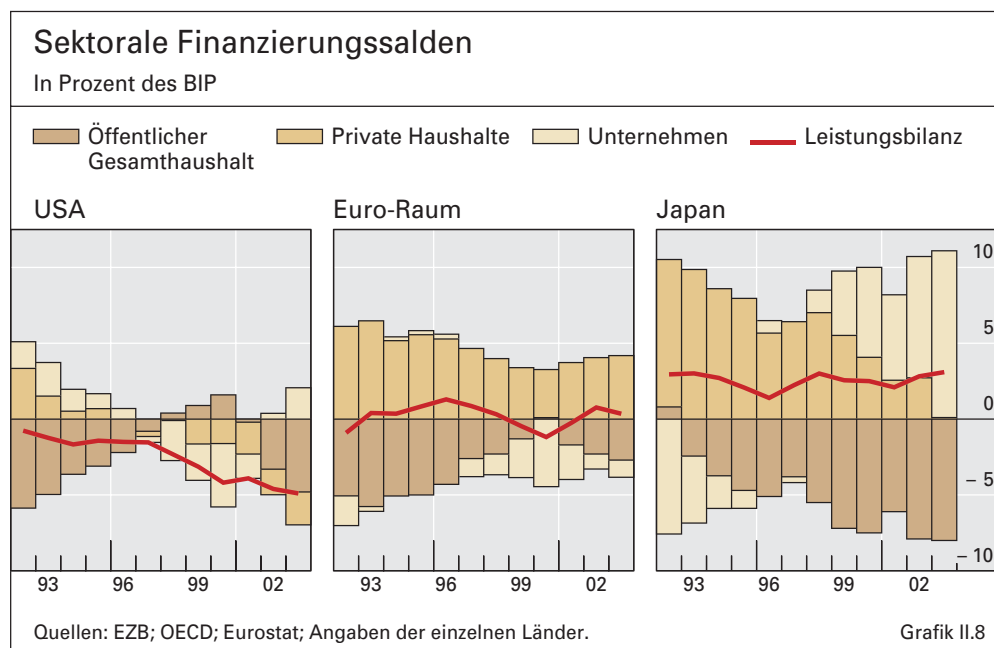
... seit Mitte der neunziger Jahre verdreifacht ...

Seit Mitte der neunziger Jahre hat sich das US-Leistungsbilanzdefizit gemessen am BIP mehr als verdreifacht. Der entsprechende zusätzliche Überschuss entfällt vorrangig auf die aufstrebenden Volkswirtschaften (insbesondere in Asien). Im Vergleich hierzu war die Leistungsbilanzentwicklung in den übrigen wichtigen Industrieländern stabiler. Japan verzeichnete erhebliche kontinuierliche Leistungsbilanzüberschüsse von etwa 2% bis 3% des BIP. Auch im Euro-Raum ist die Leistungsbilanz mit einem nur leichten durchschnittlichen Überschuss in den letzten zehn Jahren vergleichsweise stabil geblieben.

In den späten neunziger Jahren vergrößerten sich die Ungleichgewichte in den USA aufgrund des kräftigen Nachfragewachstums und des starken US-Dollars. In den letzten Jahren setzte sich diese Ausweitung jedoch trotz der Abschwächung des US-Dollars fort. Eine Rolle spielten dabei vermutlich sowohl ein klassischer J-Kurven-Effekt (Verschlechterung der Handelsbilanz in der Anfangsphase einer Währungsabwertung) als auch der höhere Ölpreis. Allerdings haben sich die US-Einfuhrpreise recht moderat entwickelt, da sich die ausländischen Exporteure allgemein an den Marktpreisen orientierten. Das US-Handelsbilanzdefizit scheint in der Tat dadurch determiniert worden zu sein, dass die Wirtschaft in den USA schneller gewachsen ist als die der meisten Handelspartner und dass die Elastizität der US-Importe gegenüber der Inlandsnachfrage in den USA offenbar größer ist als die Elastizität der US-Exporte gegenüber der Auslandsnachfrage.

... aufgrund wachsender Lücke zwischen Investitionen und Ersparnis

Der deutliche Anstieg des US-Bedarfs an Auslandsfinanzierung seit Mitte der neunziger Jahre geht definitionsgemäß mit einer wachsenden Lücke zwischen Investitionen und Ersparnisbildung einher. Vor dem letzten Konjunkturabschwung ging die Ersparnisbildung der privaten Haushalte zurück, und die Investitionen nahmen in Relation zum BIP zu. Diese beiden Faktoren



fürten trotz der deutlichen Verbesserung der öffentlichen Finanzen zu wachsenden Leistungsbilanzdefiziten (Grafik II.8). Nach der Rezession wurden dann die Investitionen gekürzt, und die Ersparnis des Unternehmenssektors nahm zu. Dennoch erhöhte sich die Kreditaufnahme der USA im Ausland weiter, als im öffentlichen Sektor ein hohes Ersparnisdefizit entstand. Dies weckte die Befürchtung, dass wie in den achtziger Jahren das Problem eines „Zwillingsdefizits“ entstanden war. Nachhaltiger war jedoch der Trend, dass hohe Leistungsbilanzdefizite mit anhaltend niedriger Nettoersparnis der privaten Haushalte einhergingen.

Ersparnis und Investitionen									
In Prozent des BIP									
	Investitionen			Leistungsbilanz			Inländische Ersparnis		
	Veränderung		Stand	Veränderung		Stand	Veränderung		Stand
	1997–2000	2000–03	2003	1997–2000	2000–03	2003	1997–2000	2000–03	2003
USA	1,0	-2,4	18,4	-2,7	-0,7	-4,9	-1,6	-3,2	13,4
Euro-Raum	1,7	-2,1	19,9	-2,0	1,6	0,4	-0,4	-0,5	20,3
Sonstige europäische Länder <sup>1</sup>	0,4	-1,8	16,6	-0,4	0,5	2,0	-0,1	-1,3	18,6
Sonstige fortgeschrittene Länder <sup>2</sup>	0,1	0,9	22,1	2,5	-1,3	-1,1	2,5	-0,4	21,0
Japan	-2,4	-2,3	24,0	0,2	0,7	3,2	-2,1	-1,6	27,2
Wichtigste aufstrebende Volkswirtschaften Asiens <sup>3</sup>	-3,9	1,4	30,7	2,3	0,9	4,0	-1,6	2,3	34,6
Sonstige wichtige aufstrebende Volkswirtschaften <sup>4</sup>	-1,0	-1,2	20,6	1,3	2,0	0,7	0,2	0,8	21,3
Insgesamt	-0,2	-1,8	21,0	-0,9	0,4	-0,5	-1,1	-1,3	20,5

<sup>1</sup> Dänemark, Norwegen, Schweden, Schweiz, Vereinigtes Königreich.   
<sup>2</sup> Australien, Kanada, Neuseeland.   
<sup>3</sup> China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand.   
<sup>4</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko, Polen, Russland, Südafrika, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

Quellen: EZB; Eurostat; CEIC; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.8

Ersparnis und Investitionen außerhalb der USA

In Europa entwickelte sich die Ersparnisbildung insgesamt etwas stabiler; allerdings gab es innerhalb des Euro-Raums seit Mitte der neunziger Jahre erhebliche Veränderungen. In Deutschland entstand ein hoher Leistungsbilanzüberschuss, als die Investitionen zurückgingen. In Italien waren die Investitionen in Relation zum BIP stabiler, doch kam es durch den Rückgang der Ersparnisbildung der privaten Haushalte zu einem beträchtlichen Leistungsbilanzdefizit. In Japan sanken Ersparnis und Investitionen kontinuierlich und parallel weiter (Tabelle II.8). In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens wurden die Investitionen nach der Finanzkrise 1997/98 gekürzt und haben in den letzten Jahren nur leicht zugenommen, während sich die Sparquoten erholten. In den übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften verbesserte sich die aggregierte Leistungsbilanz; dem stand ein Anstieg der Ersparnis bzw. ein Rückgang der Investitionen gegenüber.

#### *Beträchtliche Unsicherheiten auf mittlere Sicht*

Risiko des Protektionismus

Mit den sich ausweitenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten und dem Eindruck, dass das Angebot kostengünstiger Waren und Dienstleistungen aus den schnell wachsenden Volkswirtschaften Asiens das Beschäftigungsniveau in den entwickelten Ländern bedrohe, ist das Risiko des Protektionismus gestiegen. Protektionistische Stimmungen könnten überdies durch die geplante Abschaffung von Importquoten für Textilien und das zunehmend öffentlich beachtete Outsourcing von IT-Dienstleistungen ins Ausland (z.B. nach Indien) verstärkt werden. Solche Bedenken sind eindeutig übertrieben, da die betreffenden Sektoren vergleichsweise klein sind. Außerdem haben viele Länder jahrelang bewiesen, dass sie den nachhaltigen Rückgang von Arbeitsplätzen für weniger qualifizierte Beschäftigte in der verarbeitenden Industrie bewältigen können. So ist die strukturelle Arbeitslosigkeit in den OECD-Ländern seit Mitte der neunziger Jahre zurückgegangen.

Finanzierung des US-Bedarfs an ausländischen Mitteln

Ein zweites Problem liegt in der Finanzierung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte (Kapitel V). Die Zusammensetzung der US-Kapitalzuflüsse hat sich in den vergangenen Jahren geändert; an die Stelle von privaten Direktinvestitionen und Aktienanlagen sind staatliche Anlagen in US-Staatsschuldentiteln, besonders von Zentralbanken in Asien, getreten. Die Abwertung des US-Dollars bis Februar dieses Jahres deutet möglicherweise auf eine stärkere Abhängigkeit von solchen Kapitalzuflüssen hin.

Wie anfällig die Kapitalströme in die USA gegenüber Stimmungsumschwüngen bei den Anlegern sind, ist unklar. Es ist die Befürchtung geäußert worden, dass die Nachfrage nach US-Dollar-Anlagen beeinträchtigt werden könnte, sollten die ausländischen Anleger sich größere Sorgen wegen der steigenden US-Verschuldung oder weniger günstiger Wachstumsaussichten machen. Dabei ist zu beachten, dass Ende 2002 die internationalen Nettoverbindlichkeiten der USA (zu Marktwerten bewertet) 25% des BIP ausmachten. Diese Relation dürfte sich in den kommenden Jahren erhöhen, da die Stabilisierung der Nettoschuldenquote einen aus heutiger Sicht unwahrscheinlichen deutlichen Rückgang des US-Leistungsbilanzdefizits erfordern würde.

Es gibt jedoch auch positivere Aspekte. So ist die Auslandsverschuldung der USA im langfristigen Vergleich zwar hoch, doch immer noch niedriger als

in manchen anderen Industrieländern, wie z.B. Australien (60% des BIP). Außerdem vollzog sich der Anstieg der US-Auslandsverbindlichkeiten vor dem Hintergrund einer größeren Liberalisierung im Finanzsektor und der damit verbundenen Zunahme des grenzüberschreitenden Eigentums am Kapitalstock. Dies legt die Vermutung nahe, dass die internationale Finanzierung selbst großer Lücken zwischen Ersparnis und Investitionen heute um einiges einfacher ist als in früheren Jahrzehnten.

Im Übrigen sind die mit den Leistungsbilanzsalden zusammenhängenden Kapitalströme nicht die einzige Quelle für Veränderungen der Nettovermögenspositionen. Auch Bewertungseffekte spielen eine Rolle. Beispielsweise war der Anstieg der US-Nettoauslandsschuld von 1983 bis 1990 (über \$ 400 Mrd.) nicht einmal halb so hoch wie die im selben Zeitraum kumulierten Leistungsbilanzdefizite. Dies lag zum großen Teil daran, dass der Dollarwert der auf Fremdwährung lautenden US-Vermögenswerte stieg, weil der Dollar während dieses Zeitraums überwiegend abwertete.

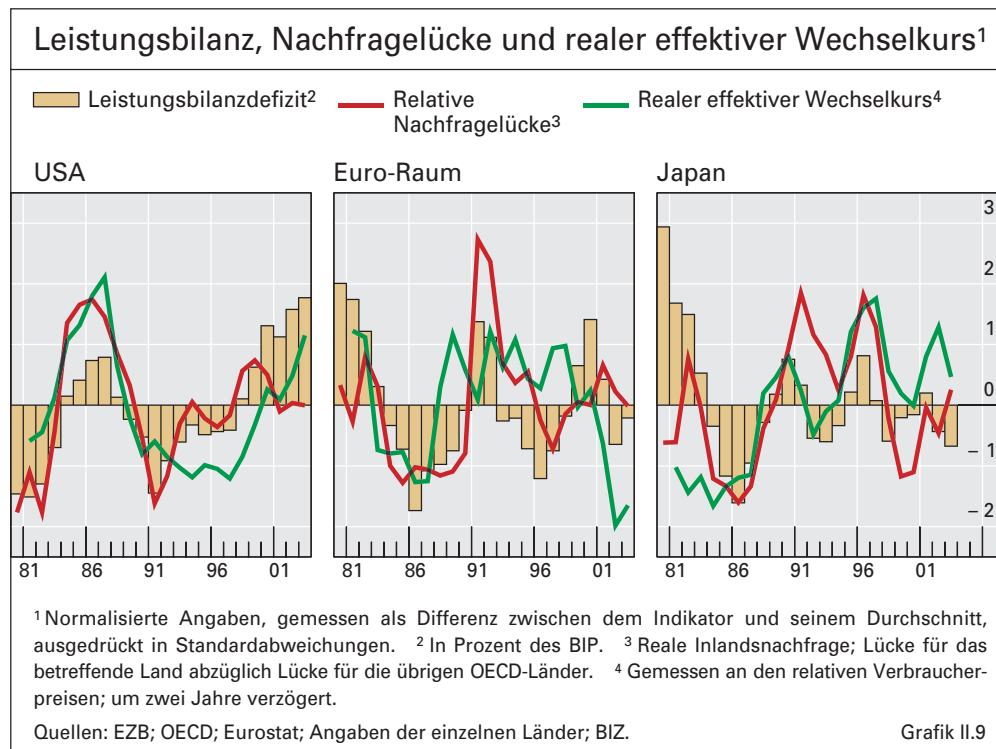
Bewertungseffekte beeinflussen Nettoauslandsvermögensposition ...

Vielleicht noch wichtiger ist, dass die USA eine Sonderrolle einnehmen, und zwar aus drei Gründen: Erstens spielt der Dollar eine herausragende Rolle als internationale Anker-, Reserve- und Interventionswährung (Kapitel V). So dürfte eine strukturelle Präferenz zugunsten von US-Vermögenswerten entstanden sein, als weltweit die Länder ihre Bestände an ausländischen Vermögenswerten erhöhten. Zweitens weisen die USA trotz der hohen und weiter zunehmenden Auslandsverschuldung immer noch einen leichten Überschuss in der Kapitalertragsbilanz auf. Das gegenwärtige weltweit niedrige Zinsniveau hat zweifellos die Nettoschuldner begünstigt. Hinzu kommt jedoch ein strukturelles Element, nämlich, dass die Rendite der US-Direktinvestitionen im Ausland durchweg höher war als die von im Auslandsbesitz befindlichen US-Vermögenswerten. Die seit langer Zeit im Ausland etablierten US-Unternehmen dürften also einen strukturellen Rentabilitätsvorteil haben. Drittens konnten die USA während des vergangenen Jahrzehnts umfangreiche und weiter zunehmende langfristige Kapitalzuflüsse anziehen. Sollte sich die jüngste deutliche Beschleunigung des Produktivitätswachstums in den USA im Vergleich zu anderen Industrieländern fortsetzen, könnte dies die Mittelzuflüsse auch auf mittlere Sicht stützen.

... und USA nehmen Sonderrolle ein ...

Weiterhin hohe Leistungsbilanzdefizite in den USA könnten dennoch mit einer Stabilisierung der US-Nettoauslandsverschuldung in Relation zum BIP auf längere Sicht zu vereinbaren sein, allerdings auf deutlich höherem Niveau als heute. Damit würden die Kosten für den Schuldendienst steigen. Erschwerend käme hinzu, dass sich die reale Rendite von US-Vermögenswerten im Auslandsbesitz mit der Zeit der Wachstumsrate der US-Wirtschaft wie auch der realen Rendite von ausländischen Vermögenswerten im Besitz von Gebietsansässigen in den USA annähern dürfte. Vor diesem Hintergrund ließe sich die Nettoauslandsverschuldungsquote der USA nur über einen ausgeglicheneren Leistungsbilanzsaldo (ohne Kapitalerträge) stabilisieren, d.h. einen deutlichen Rückgang des US-Handelsbilanzdefizits mit entsprechend niedrigeren Außenhandelsüberschüssen in anderen Ländern. Angesichts ihrer kleineren negativen Produktionslücke hätten die USA zweifellos ein niedrigeres Handelsbilanzdefizit, wenn ihre wichtigsten Handelspartner zum

... doch US-Handelsbilanzdefizit muss sinken



Potenzial zurückkehren würden. Eine nennenswerte Verringerung des Defizits dürfte sich aber trotzdem nur über weitere Anpassungen der relativen Preise (d.h. der realen Wechselkurse) und eine Verschiebung der weltweiten Inlandsnachfrage hin zu Ländern mit Überschüssen erreichen lassen (Grafik II.9).

### Anpassungsprozess

Wechselkursveränderungen

Ein schwächerer Dollar würde sich natürlich ausgleichend auf das US-Handelsbilanzdefizit auswirken. Die übrigen Länder würden ihren Außenhandelsüberschuss gegenüber den USA abbauen, und mit dem sinkenden Handelsbilanzdefizit würde die US-Absorption in Relation zur Produktion zurückgehen. Umfang und Geschwindigkeit einer derartigen Anpassung hängen jedoch von den relativen Außenhandelselastizitäten ab. Der Effekt von Währungsanpassungen ist möglicherweise auch geringer als allgemein angenommen, da Veränderungen der nominalen Wechselkurse sich oft nur zum Teil auf die Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit übertragen. Beispielsweise wertete der US-Dollar von 1995 bis 2001 nominal effektiv um 34% auf, doch real effektiv betrachtet (gemessen an den relativen Lohnstückkosten in der verarbeitenden Industrie) betrug die Aufwertung nur 23%. Die US-Exportunternehmen begannen außerdem erst 1998 Marktanteile zu verlieren, was darauf schließen lässt, dass die Aufwertung des US-Dollars erst nach einer ganzen Weile spürbar wurde. Auch stiegen die US-Importe von 1998 bis 2003 trotz der deutlich verschlechterten US-Exportleistung nicht stärker an, als nach langfristiger Erfahrung zu erwarten gewesen wäre. Schließlich würde eine Verringerung des US-Handelsbilanzdefizits möglicherweise eine beträchtliche Dollarabwertung erfordern, da die Importe der USA die Exporte derzeit um rund 50% übersteigen.

Bilanzielle Auswirkungen einer Dollaranpassung

Eine Dollaranpassung könnte weit über die Grenzen der USA hinaus Auswirkungen haben. Eine erste mögliche Konsequenz ist eine schwächere

Nachfrage im Ausland. Viele Industrieländer stützen sich bislang auf die US-Importnachfrage als Wachstumsmotor, während ihre Nachfrage nach nicht handelbaren Gütern und Dienstleistungen keine eigene Dynamik entwickelt hat. Außerdem könnte ein spürbarer Wertverlust des Dollars Inflationsdruck in den USA auslösen, der möglicherweise sogar weltweit zu einem Zinsanstieg führen würde, wodurch sich die US-Nettokapitalerträge verringern würden. Würde der Dollar zu stark abwerten, könnte dies außerdem einen übermäßigen disinflationären Druck bei den US-Handelspartnern erzeugen, der unter Umständen stärker wäre als die direkte Preiswirkung bei einer Aufwertung. Rund die Hälfte der im Ausland gehaltenen US-Vermögenswerte lautet auf Fremdwährungen, während fast sämtliche US-Verbindlichkeiten in Dollar denominated sind. Bei einer Dollarabwertung würde sich daher die US-Nettoauslandsvermögensposition verbessern, obwohl die USA Nettoauslandsschuldner sind. Da der Gesamtbestand der Forderungen und Verbindlichkeiten der USA in den letzten zwei Jahrzehnten auf 62% bzw. 87% des US-BIP geklettert ist, würde der Bewertungseffekt einer Dollarabwertung um 10% die Nettoauslandsverschuldung bei sonst gleichen Gegebenheiten um rund 3% des BIP senken. Dies hätte eine spürbare Schwächung der Bilanzen in den Gläubigerländern zur Folge, was dort zu einer Verlangsamung der Ausgaben führen und somit den Anpassungsprozess behindern könnte.

Eine andere Möglichkeit zur Anpassung der Inlandsnachfrage wäre eine Erhöhung der inländischen Ersparnis in Ländern mit großen Leistungsbilanzdefiziten und eine Verringerung in Ländern mit Überschüssen. Traditionell reagieren die Handelsströme stärker auf Nachfrageveränderungen als auf Veränderungen der relativen Preise. In diesem Zusammenhang böte sich wohl eine Anpassung der Fiskalpolitik an, zumindest in den USA. Eine gewisse Straffung würde auch den längerfristigen Herausforderungen in Bezug auf die wachsende öffentliche Verschuldung des Landes Rechnung tragen. Allerdings hätte eine schnelle und kräftige Haushaltskonsolidierung in den USA möglicherweise eine kontraktive Wirkung auf die Weltwirtschaft, und angesichts hoher öffentlicher Schuldenquoten in den meisten Ländern erscheint auch die Alternative – eine Lockerung der Fiskalpolitik in Volkswirtschaften mit einer als zu hoch erachteten Sparquote – nur von begrenztem Reiz.

Die derzeitige internationale Konstellation der privaten Ersparnisbildung bietet ebenfalls einen gewissen Anpassungsspielraum, wenngleich konkrete wirtschaftspolitische Empfehlungen hier schwieriger sind. Die Sparquoten der privaten Haushalte sind in Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten besonders niedrig, z.B. in den USA, dem Vereinigten Königreich und Australien; sie hätten aber Spielraum nach oben, wenn beispielsweise die Zinsen steigen sollten. Entsprechend könnten die privaten Haushalte in einigen Ländern mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen, insbesondere den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, dazu angeregt werden, ihre Sparquoten zurückzuführen. Im Euro-Raum hat die Ersparnis der privaten Haushalte in letzter Zeit zugenommen, und dieser Trend ließe sich möglicherweise umkehren. In Japan ist die Sparquote der privaten Haushalte bereits kräftig gefallen, doch ist nicht klar, ob ein weiterer Rückgang möglich bzw. sinnvoll ist. Für eine Anpassung bei den Investitionen scheint kaum Spielraum vorhanden zu sein. So kann die

Höhere Ersparnis in Ländern mit großen Leistungsbilanzdefiziten

Investitionsquote in den USA nach der bereits erfolgten deutlichen Korrektur nur noch begrenzt weiter fallen. In Asien ist die Investitionsquote im internationalen Vergleich weiterhin relativ hoch, und es könnte leicht zu unproduktiven Investitionen kommen. In den Volkswirtschaften außerhalb Asiens, die sich noch in einem frühen Stadium ihrer wirtschaftlichen Entwicklung befinden, könnten höhere Investitionen dem Produktionspotenzial entscheidenden Schub geben.

Drei Anpassungs-  
szenarien

Die bisherigen Ausführungen deuten darauf hin, dass für die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in den nächsten Jahren drei unterschiedliche Szenarien denkbar sind. Ein erstes, unerwünschtes Szenario wäre eine potenziell kräftige und ungeordnete Wechselkursanpassung z.B. aufgrund einer geringeren Bereitschaft der ausländischen Anleger, in US-Vermögenswerten zu investieren. Dann würde sich der Verbrauch von jetzt teureren Importen in den USA voraussichtlich abschwächen, während die langfristigen Zinsen vielleicht ansteigen würden. Das zweite Szenario wäre der Status quo, wobei z.B. die asiatischen Zentralbanken weiterhin Währungsreserven aufbauen würden. Dies würde jedoch die weltweite Allokation von Kapital verzerren. Außerdem könnte sich durch die Verzögerung der notwendigen Anpassung das Risiko einer deutlicheren und schmerzlicheren Anpassung zu einem späteren Zeitpunkt erhöhen. Jedenfalls wären ausgeprägte Veränderungen mehrerer bilateraler Wechselkurse möglicherweise unvermeidlich, insbesondere zwischen Industrieländern mit flexiblen Wechselkursen. Das dritte Szenario, das am begrüßenswertesten wäre, beinhaltet eine allmähliche Verringerung der weltweiten außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte aufgrund der zeitverzögerten Wirkung einer moderaten Dollarabwertung auf die US-Handelsbilanz, einer etwas höheren Ersparnis in den USA (über die Ersparnis der privaten Haushalte und eine Straffung der Fiskalpolitik), einer größeren Wechselkursflexibilität in Asien und einer höheren Inlandsnachfrage außerhalb der USA.