

II. Entwicklung in den Industrieländern

Schwerpunkte

Im Zuge des anhaltend dynamischen Wachstums der Inlandsnachfrage in den USA und einer zunehmenden Belebung in den Ländern des Euro-Raums stieg das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern nach der Abschwächung 1997/98 im vergangenen Jahr wieder an. Japan bildete eine Ausnahme von diesem Trend: Nach einer unerwarteten Erholung im ersten Halbjahr 1999 ging die Produktion im zweiten Halbjahr zurück und lag am Jahresende wieder auf dem Niveau von 1998.

Wenngleich sich die im Konjunkturzyklus am weitesten vorangeschrittenen Länder im vergangenen Jahr nahe oder oberhalb der Kapazitätsauslastung bewegten und die Energiepreise kräftig anzogen, blieben die meisten Maße für die Kerninflation gedämpft. Dies war zum Teil auf den zunehmenden Wettbewerb an den weltweiten Gütermärkten zurückzuführen, der die Unternehmen daran hinderte, höhere Faktorkosten in den Endpreisen weiterzugeben. Ein weiterer Grund für die anhaltend niedrige Inflation lag darin, daß sich das durchschnittliche Wachstum der Lohnstückkosten aufgrund der Zurückhaltung bei den Nominallöhnen und der stärkeren Produktivitätssteigerungen verlangsamte. Letztere waren in den USA besonders ausgeprägt, wo das Produktionswachstum je Arbeitsstunde im Unternehmensbereich außerhalb der Landwirtschaft auf 4¹/₄% stieg; dies ist die höchste Rate seit 35 Jahren.

Das tatsächliche Produktionswachstum lag in den meisten anderen Ländern unter dem Potential, und die gebräuchlichen Maße zur Ermittlung ungenutzter Kapazitäten stiegen an. Ganz anders als in der Vergangenheit gingen dabei dennoch die Arbeitslosenquoten allgemein zurück. Besonders ausgeprägt war dieser Rückgang in den Ländern des Euro-Raums, was mit der Vermutung im Einklang steht, daß Lohnzurückhaltung und Maßnahmen zur Flexibilisierung der Arbeitsmärkte allmählich zu einer Verringerung der strukturellen Arbeitslosigkeit führen könnten, wenngleich es auch andere plausible Erklärungen gibt.

Außerdem weiteten sich im vergangenen Jahr die binnen- und außenwirtschaftlichen Finanzierungsungleichgewichte erneut aus, und zwar vor allem in den USA und Japan. Ausgelöst durch Vermögenszuwächse und einen damit verbundenen Anstieg der Verschuldung des privaten Sektors übertraf das Wachstum der US-Inlandsnachfrage das der realen Produktion bei weitem, wodurch sich das Ungleichgewicht in der US-Leistungsbilanz noch mehr vergrößerte. In Japan dagegen ging die Ausgabenneigung des privaten Sektors weiter zurück, und die Bemühungen der Regierung, die Konjunktur durch fiskalpolitische Impulse anzukurbeln, hatten nur einen vorübergehenden Effekt. So erhöhte sich das Defizit des öffentlichen Gesamthaushalts weiter, und der Anstieg der Staatsverschuldung in Relation zum BIP setzte sich in raschem Tempo fort.

Trotz der erneuten Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits war der effektive Wechselkurs des US-Dollars im vergangenen Jahr im wesentlichen

stabil, da die langfristigen Nettokapitalzuflüsse in die USA das Leistungsbilanzungleichgewicht zum größten Teil aufwogen. Dagegen überstiegen in den Ländern des Euro-Raums die langfristigen Nettokapitalabflüsse den Leistungsbilanzüberschuß bei weitem, während im Falle Japans die Ankündigung von Umstrukturierungen im Unternehmensbereich, zusammen mit Deregulierungsmaßnahmen, zu einem deutlichen Anstieg der Direkt- und Portfolioinvestitionen aus dem Ausland führte. Dies trug dazu bei, daß die Aktienkurse in Japan unter Aufwärtsdruck gerieten.

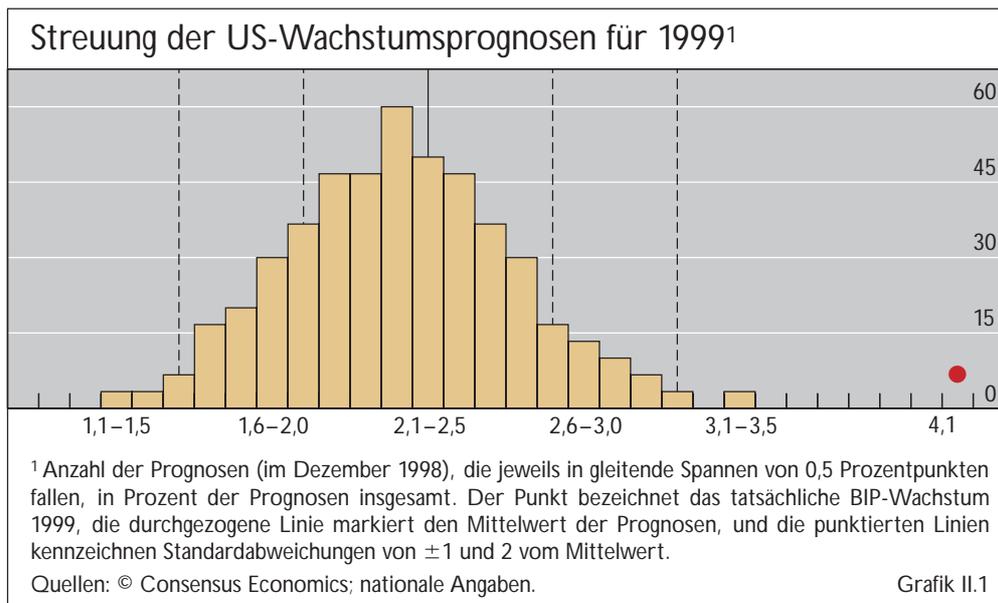
Makroökonomische Entwicklung 1999

Verbesserung
der Wirtschafts-
aussichten

Im Laufe des Jahres 1999, als die Nachwirkungen des russischen Schuldemoratoriums abklangen, verbesserten sich allmählich die Wachstumsaussichten sowohl in den Industrieländern als auch für die Weltwirtschaft (Tabelle II.1). Im dritten Jahr in Folge lag das tatsächliche Wachstum in den USA deutlich über den Prognosen (Grafik II.1). Auch in den anderen Ländern, die im Konjunkturzyklus am weitesten vorangeschritten sind (Kanada, Australien, Vereinigtes Königreich), fiel das Wachstum lebhafter aus als erwartet. Die Vorhersagen für die Länder des Euro-Raums erwiesen sich zwar im Durchschnitt als mehr oder weniger korrekt, dahinter verbergen sich allerdings einander ausgleichende Prognosefehler für einzelne Länder sowie eine wachsende Divergenz innerhalb der Ländergruppe. Insbesondere wurden die Prognosen in den im Konjunkturzyklus des Euro-Gebiets bereits weit vorangeschrittenen Volkswirtschaften (Irland, Spanien, Niederlande) übertroffen, während die Erholung in den nachhinkenden Volkswirtschaften (Deutschland, Italien) länger als vorhergesagt auf sich warten ließ. Auch die Entwicklung im asiatisch-pazifischen Raum trug zur Verbesserung der weltweiten Nachfragesituation bei. Der erwartete Produktionsrückgang in Japan blieb aus, und die von der Krise betroffenen aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien erholten sich bedeutend schneller, als vermutet worden war (s. Kapitel III).

Prognosen und Ergebnisse für 1999 ¹						
	Reales BIP		Verbraucherpreise		Leistungsbilanz	
	Prognose	Ergebnis	Prognose	Ergebnis	Prognose	Ergebnis
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent				Mrd. US-Dollar	
Nordamerika	2,3	4,1	2,0	2,2	-287	-342
Westeuropa	2,0	2,2	1,5	1,2	134	74
Euro-Raum	2,3	2,2	1,3	1,0	108	40
Asien/Pazifik	0,5	2,2	1,1	0,4	192	191
Lateinamerika	0,8	-	7,4	8,0	- 67	- 50
Osteuropa	-0,4	1,1	53,2	34,1	- 24	- 4
Übrige Länder	2,0	2,1	5,2	3,2	- 14	- 11
Welt	1,5	2,6	3,7	2,8	- 66	-142

¹ Wie im Dezember 1998 (Prognosen) bzw. April 2000 (Ergebnisse) veröffentlicht.
Quelle: © Consensus Economics, *Consensus Forecasts*. Tabelle II.1



Trotz des verbesserten Wirtschaftswachstums, eines unerwartet starken Anstiegs der Öl- und Energiepreise sowie einer vergleichsweise akkommodierenden Geldpolitik entsprach die Steigerung der Verbraucherpreise im vergangenen Jahr mehr oder weniger den Prognosen. Das läßt darauf schließen, daß die zugrundeliegenden inflationshemmenden Kräfte größer waren, als die meisten Analysten angenommen hatten. Dies war vor allem dem Wettbewerbsdruck an den weltweiten Gütermärkten und der damit verbundenen Verringerung der Preissetzungsautonomie der Unternehmen zu verdanken. Eine fortgesetzte gemäßigte Lohnentwicklung sowie ein steigender Produktivitätszuwachs in einigen der Länder mit den höchsten Wachstumsraten spielten ebenfalls eine Rolle, während der Einfluß der Wechselkursentwicklung unsicher blieb. Einerseits trug die Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro vermutlich dazu bei, daß sich die weltweite Nachfrage auf Länder mit Kapazitätsüberschüssen und verhältnismäßig niedrigen Inflationsraten verlagerte. Andererseits wirkte die allgemeine Festigung des Yen in die entgegengesetzte Richtung, indem sie die weltweite Nachfrage von einem Land mit Überkapazitäten und Deflation fortlenkte.

Disinflationäre Kräfte größer als erwartet

Da die Wachstumsraten weniger stark konvergierten als erwartet, nahmen die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in den meisten der konjunkturell am weitesten vorangeschrittenen Länder erneut zu. Der aggregierte Leistungsbilanzüberschuß des asiatisch-pazifischen Raums entsprach den vorangegangenen Prognosen, während der Überschuß Westeuropas trotz der Abwertung des Euro deutlicher als erwartet zurückging. Wie die Diskrepanz zwischen den weltweiten Ergebnissen und Prognosen in Tabelle II.1 implizit erkennen läßt, hat sich jedoch das globale Defizit bzw. die statistische Diskrepanz 1999 erheblich vergrößert. Überdies ist aus der zusammengefaßten Darstellung nicht ersichtlich, daß sich die länderspezifischen Ungleichgewichte ausgeweitet haben, und zwar teils in einem nicht tragfähig erscheinenden Tempo. So können der allmähliche Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses Japans bis 1998 und der Rückgang im vergangenen Jahr als das Ergebnis einer wachsenden Nettoersparnis des privaten Sektors und eines untragbar rasch wachsenden Staatsdefizits betrachtet werden.

Wachsende außen- und binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte

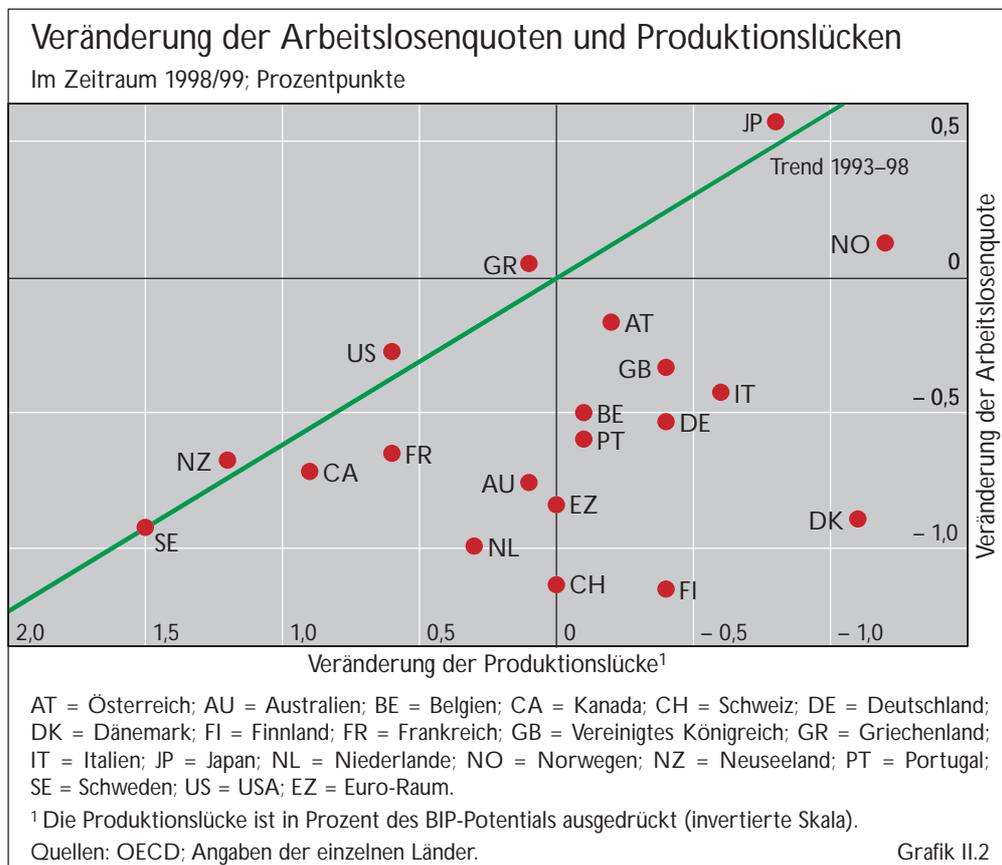
Auch das zunehmende Leistungsbilanzdefizit der USA ist auf wachsende binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte zurückzuführen, jedoch mit umgekehrten Vorzeichen, da der Staat bestehende Verbindlichkeiten tilgt, während der private Sektor in rasantem Tempo neue Verbindlichkeiten einget.

Höhere reale Zinssätze mit geringer Bremswirkung

Parallel zur Verbesserung der Wachstumsaussichten stiegen die langfristigen realen Zinssätze im vergangenen Jahr an, wobei in manchen Fällen die langfristigen Durchschnittswerte übertroffen wurden. Da diese Realzinssteigerungen jedoch zum Teil eine Anpassung an höhere erwartete potentielle Wachstumsraten bedeuteten und somit eine endogene Reaktion auf einige den Wachstumsprozeß treibende Faktoren darstellten, war ihre bremsende Wirkung auf die Ausweitung der Inlandsnachfrage nicht eindeutig zu erkennen. Indem sie Raum für private Investitionen schuf, dürfte sich die Verbesserung der öffentlichen Haushaltslage im vergangenen Jahr ebenfalls mildernd ausgewirkt haben.

Auswirkungen von Lohnzurückhaltung und Arbeitsmarktmaßnahmen auf die Arbeitslosigkeit

Trotz der konjunkturellen Belebung im Jahresverlauf lag das tatsächliche Wirtschaftswachstum in den meisten Ländern 1999 unter dem Potential und reichte daher nicht aus, um eine Vergrößerung der gesamtwirtschaftlichen Produktionslücke zu verhindern. Dennoch verringerte sich die Arbeitslosigkeit, was mit der Ansicht übereinstimmte, daß sich Maßnahmen an den Arbeitsmärkten und eine Mäßigung bei den Reallöhnen günstig auf die Arbeitskräftenachfrage auswirkten. Besonders ausgeprägt war dies in den Ländern des Euro-Raums, wo die aggregierte Arbeitslosenquote um beinahe 1 Prozentpunkt zurückging, während der Trend der Jahre 1993–98 keine Veränderung hätte erwarten lassen (Grafik II.2). Natürlich kann dieses scheinbar erfreuliche Ergebnis auch auf



weniger positive Entwicklungen zurückzuführen sein, wie z.B. unfreiwillige Teilzeitbeschäftigung, rückläufiges Wachstum des Arbeitskräftepotentials oder langsamere Produktivitätssteigerungen (s. weiter unten).

Entwicklung in einzelnen Ländern

Die USA erreichten Anfang dieses Jahres den 107. Monat ununterbrochenen Wachstums. Damit ist der derzeitige Konjunkturaufschwung der längste seit dem Zweiten Weltkrieg (Tabelle II.2). Bedingt durch die konjunkturhemmenden Effekte Anfang der neunziger Jahre wurde jedoch keine Rekordwachstumsrate verzeichnet; selbst in den letzten vier Jahren war das Durchschnittswachstum nur knapp so hoch wie im Aufschwung der achtziger Jahre und deutlich niedriger als in den sechziger Jahren. Auch die Schaffung von Arbeitsplätzen vollzog sich langsamer als in den beiden Vergleichsphasen. Da der Aufschwung aber mit relativ geringen Kapazitätsreserven auf dem Arbeitsmarkt begonnen hatte, war die Arbeitslosenquote durchgängig niedrig und sank Anfang dieses Jahres auf den tiefsten Stand seit Ende 1969. Anders als 1969, als die Inflationsrate auf 6% gestiegen war, nahm der Verbraucherpreisindex (ohne Energie und Nahrungsmittel, die starken Preisschwankungen unterliegen) 1999 jedoch nur um 2% zu.

In den USA längster Aufschwung der Nachkriegszeit ...

Die derzeitige Aufschwunghase unterscheidet sich von vorangegangenen Phasen ähnlicher Länge durch das wesentliche Merkmal, daß die Inflationsrate im Laufe der Expansion nicht gestiegen, sondern gefallen ist. Da so der akkommodierende Kurs der Geldpolitik beibehalten werden konnte, war die

... dank niedriger und stabiler Inflation ...

US-Aufschwunghasen im langfristigen Vergleich				
	1.Q. 1961– 3.Q. 1969	1.Q. 1983– 2.Q. 1990	2.Q. 1991– 4.Q. 1999	4.Q. 1995– 4.Q. 1999
BIP-Volumen ¹	5,0	4,3	3,6	4,4
<i>Standardabweichung</i> ²	2,0	1,7	1,3	0,7
Beschäftigung ¹	2,1	2,5	1,5	1,7
Produktivität ¹	2,9	1,7	2,1	2,6
Arbeitslosenquote ³	4,7	6,8	5,8	4,8
BIP-Deflator ¹	2,6	3,3	1,9	1,6
<i>Standardabweichung</i> ²	1,3	0,6	0,6	0,4
Sparquote der privaten Haushalte ³	8,4	8,4	5,6	3,9
Aktienkurse ^{1, 4}	5,1	12,6	16,4	23,1
10-Jahres-Zinssatz ^{3, 5}	4,7	9,6	6,4	5,9
Verschuldung/Einkommen der privaten Haushalte ³	63,4	74,4	89,6	94,2
Unternehmensverschuldung/Produktion ^{3, 6}	54,9	70,6	75,3	76,3
Unternehmensgewinne/BIP ³	10,8	7,4	8,7	9,7
Unternehmensinvestitionen/BIP ^{3, 7}	13,4	14,6	15,6	17,3
Ausrüstungsinvestitionen/BIP ^{3, 7}	3,4	6,0	8,3	9,7
Leistungsbilanz/BIP ³	0,5	-2,4	-1,7	-2,3

¹ Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ² Der Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal. ³ Periodendurchschnitt.
⁴ S&P 500. ⁵ US-Schatzanweisungen und -anleihen. ⁶ Unternehmen außerhalb des Finanzsektors. ⁷ Auf Volumenbasis.
 Quelle: Nationale Angaben. Tabelle II.2

niedrige Inflationsrate ein wichtiger Einflußfaktor für die Langlebigkeit des Aufschwungs. Auch die Variabilität der Inflation war niedrig; dies dürfte die Unsicherheit verringert und die Signalfunktion relativer Preisbewegungen verbessert haben, wodurch es für die Unternehmen leichter wurde, die Produktion auf die Nachfrage abzustimmen. Der aktuelle Konjunkturzyklus war denn auch dadurch gekennzeichnet, daß sich der Lagerbestand relativ zu den Verkäufen sowie die Amplitude des Lagerzyklus beträchtlich reduzierten, was den Unternehmen bei der Kostensenkung half und die Schwankungen des BIP-Wachstums verringerte.

Diese Verbesserung ist nicht völlig exogen, sondern in hohem Maße auf Investitionen in die IT-Ausrüstung und die Einführung neuer Technologien in der gesamten Produktions- und Vertriebskette zurückzuführen. Wie Tabelle II.2 zeigt, sind die Ausrüstungsinvestitionen in Relation zum BIP mit 8¹/₄% deutlich höher als in früheren Aufschwungsphasen. Außerdem gibt es bisher kaum Anzeichen dafür, daß der Investitionsboom bald zu Ende sein wird; so lagen die Ausrüstungsinvestitionen Ende vergangenen Jahres bei über 11% in Relation zum BIP. Eine wichtige Folge der neuen Technologien und der höheren Kapitalintensität der US-Wirtschaft war die erhebliche Beschleunigung des Anstiegs der Arbeitsproduktivität und des gesamtwirtschaftlichen Wachstumspotentials. So erreichte der Produktivitätszuwachs im Unternehmensbereich (ohne Landwirtschaft) 1999 eine Rate von 4¹/₄%, was dazu beitrug, die Entwicklung der Lohnstückkosten und die allgemeine Preissteigerung in Grenzen zu halten. Der Anstieg der Kapitalintensität und der Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre bedeutete außerdem, daß sich das mit einer stabilen Arbeitslosenquote konsistente Produktionswachstum im Laufe des Jahrzehnts schätzungsweise von knapp 2% auf 3¹/₄% erhöht hat (Grafik II.3).

Der Beitrag des öffentlichen Sektors hat sich gegenüber früheren Konjunkturzyklen verändert. Erstens wuchsen die Staatsausgaben langsamer als in den sechziger Jahren; damals waren sie eine bedeutende Ursache der Überhitzung gewesen. Zweitens haben unerwartete Einnahmewachse (zum Teil aus der Besteuerung von Kapitalerträgen) und Anstrengungen zur Ausgabenkürzung zu einem steigenden Ersparnisüberschuß geführt, der es dem Staat ermöglichte, die Verschuldung zu reduzieren und Raum für private Investitionsausgaben zu schaffen. Drittens dürften die Absenkung der Durchschnitts- und Grenzsteuersätze auf Einkommen sowie die Ablösung von Transferzahlungen für Niedrigeinkommen durch Anreize zum Wiedereintritt ins Erwerbsleben zur Ausweitung des Arbeitskräftepotentials beigetragen und eine potentielle Übernachfrage sowie einen eventuellen Lohndruck verringert haben.

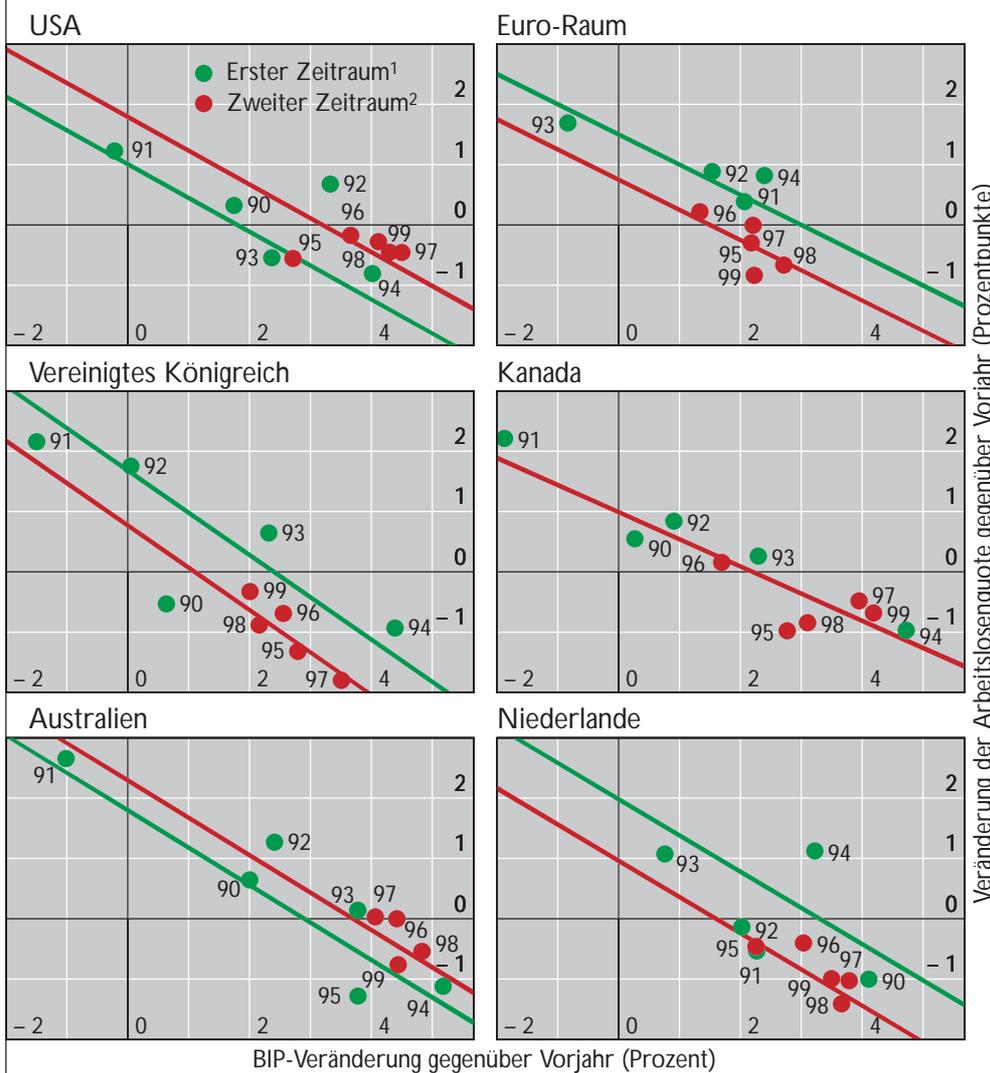
Trotz ihrer willkommenen Angebotseffekte haben die neuen Technologien auch zum Entstehen von Ungleichgewichten geführt und könnten letztlich zu einer größeren Volatilität des Konjunkturzyklus beitragen. Erstens sind die Hochtechnologiebranchen, deren Anteil an der US-Produktion im Steigen begriffen ist, erfahrungsgemäß durch volatile Zyklen gekennzeichnet und reagieren sehr empfindlich auf Schwankungen in der Nachfrage nach ihren Produkten. Zweitens haben – auf der Benutzerseite – die neuen Technologien und der Druck zur Kostensenkung die Unternehmen veranlaßt, ihre Lagerbestände und andere Eventualreserven erheblich zu reduzieren. Zwar haben die neuen Technologien den Unternehmen auch die wirksame Lagerverwaltung erleichtert, doch könnten

... und höherem
Produktivitäts-
wachstum

Raum für
Investitionen durch
Ersparnisüberschuß
des Staates

Neue Technologien
tragen zur Kosten-
senkung bei ...

BIP-Wachstum und Veränderung der Arbeitslosenquote im jüngsten Konjunkturzyklus



Anmerkung: Die Linien wurden ermittelt durch Regression der vierteljährlichen Veränderungen der Arbeitslosenquote auf eine Konstante sowie auf die aktuellen und verzögerten Veränderungen des logarithmierten vierteljährlichen BIP, wobei Änderungen in der Konstante zwischen den beiden Zeiträumen zugelassen wurden. Eine Verschiebung der Linie nach unten (oben) bedeutet, daß ein geringeres (höheres) Wachstum erforderlich ist, um die Arbeitslosenquote konstant zu halten. Für Kanada wurde keine Verschiebung festgestellt.

¹ 1.Q. 1990–4.Q. 1994 (Australien: bis 4.Q. 1995). ² 1.Q. 1995–4.Q. 1999 (Australien: ab 1.Q. 1996).

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen. Grafik II.3

diese gegenüber Angebots- und Nachfrageschocks anfälliger geworden sein. Daher ist die niedrigere Variabilität des BIP-Wachstums nicht nur das Ergebnis neuer Investitionen und der Anwendung neuer Technologien, sondern möglicherweise auch eine notwendige Voraussetzung für deren anhaltende Rentabilität. Drittens sind die Gewinnspannen und -anteile immer mehr unter Abwärtsdruck geraten, da die neuen Technologien und das Internet den Wettbewerbsdruck im Groß- und Einzelhandel verstärkt und die Preissetzungsautonomie der Unternehmen beeinträchtigt haben. Auch die wachsenden Abschreibungen, bedingt durch die kurze Lebensdauer der jüngsten Ausrüstungsinvestitionen, drücken auf die

... könnten aber dennoch die Gewinnspannen schmälern

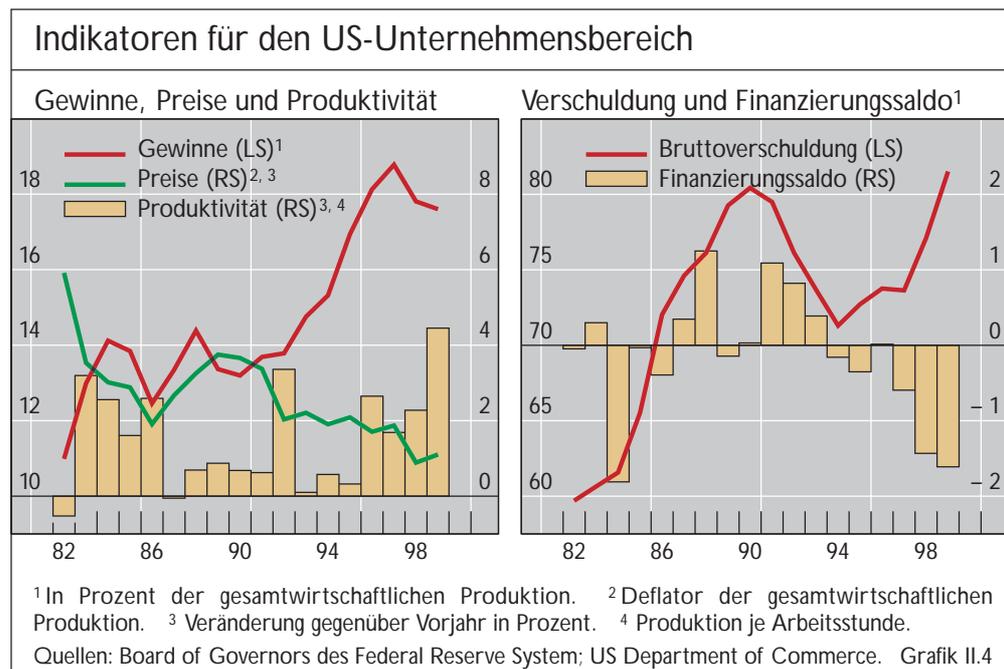
Gewinne. Beispielsweise ging das höhere Wachstum der Arbeitsproduktivität in den letzten drei Jahren mit niedrigeren Gewinnanteilen einher, während in früheren Perioden eine positive Korrelation festzustellen gewesen war (Grafik II.4). Anders gesagt, beinhalten die Investitionsausgaben nicht nur vermehrt Ersatzinvestitionen, sondern sie werden auch zunehmend von sich stärker verschuldenden Unternehmen finanziert.

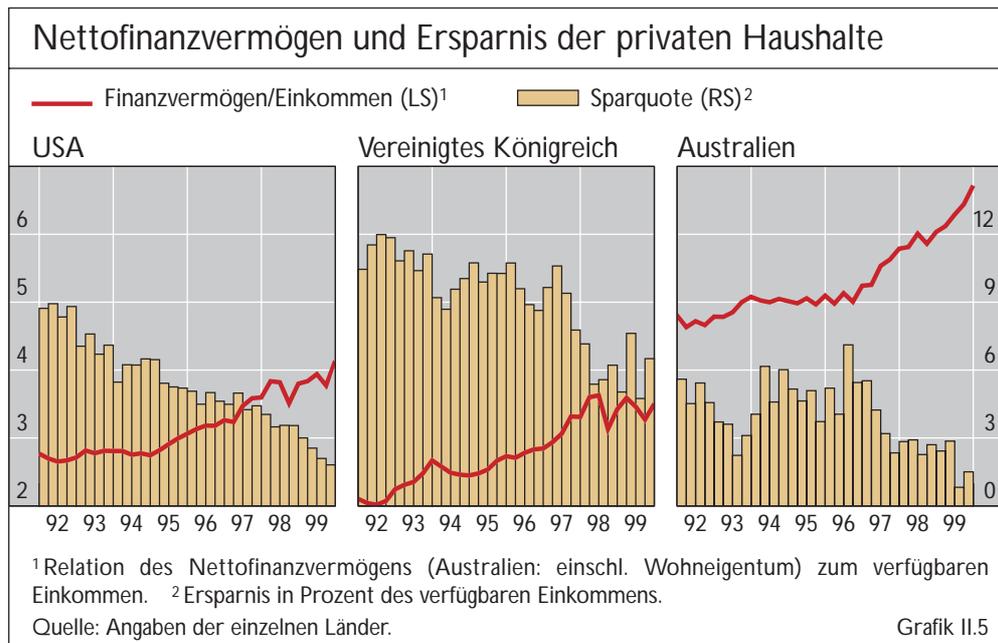
Potentielle Übernachfrage durch Vermögensgewinne

Viertens schließlich gibt es Anzeichen dafür, daß die Aktienkurse und das Finanzvermögen der privaten Haushalte stärker gestiegen sind, als sich durch die Zunahme des Potentialwachstums auf rund 3 1/4% rechtfertigen ließe, was bedeuten würde, daß die Nachfrageeffekte des höheren Produktivitätswachstums die Angebotseffekte übertreffen. Dies zeigt sich nicht nur in der sich ausweitenden Lücke zwischen tatsächlicher Nachfrage und Produktionspotential, sondern vielleicht am deutlichsten in dem kräftigen Anstieg der Relation zwischen Nettofinanzvermögen und verfügbarem Einkommen der privaten Haushalte (Grafik II.5) sowie im Einfluß von Vermögensgewinnen auf die Ausgaben der privaten Haushalte. Selbst wenn nur 4% der Vermögensgewinne kurzfristig ausgegeben wurden, wären die höheren Aktienkurse für 20–25% des Verbrauchsanstiegs in den letzten fünf Jahren verantwortlich gewesen (Tabelle II.3).

In anderen englischsprachigen Ländern ähnliche Entwicklungen ...

Einige der oben beschriebenen Entwicklungen lassen sich auch in den anderen englischsprachigen Ländern, die den Konjunkturzyklus anführen, beobachten (*Vereinigtes Königreich, Kanada, Australien*). Alle drei Länder bewegten sich im vergangenen Jahr nahe oder oberhalb der Kapazitätsauslastung, und ihre Arbeitslosenquoten sanken auf den niedrigsten Stand seit 10–20 Jahren. Der Ursprung des Wachstums war jedoch jeweils unterschiedlich. Kanada profitierte von einem Preisanstieg bei seinen Rohstoffexporten sowie von einem Boom der Exporte in die USA, während sich die Inlandsnachfrage erst relativ spät im Jahresverlauf belebte. In Australien waren die Ausgaben der privaten Haushalte die wichtigste Wachstumsquelle, während sich die Investitionen abschwächten





und die Exporterträge sanken, was zum Teil darauf zurückzuführen war, daß Australien einen relativ hohen Exportanteil von Rohstoffen hat, deren Preise im ersten Halbjahr zurückgingen. Das im Vorjahresvergleich geringfügige BIP-Wachstum im Vereinigten Königreich war das Ergebnis gegenläufiger Trends. Erstens folgte auf eine Schwäche im ersten Halbjahr eine lebhafte Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte, was den verzögerten Effekten der geldpolitischen Lockerung angesichts eines geringeren Preisanstiegs zuzuschreiben war. Zweitens hat sich eine deutliche Trennung herausgebildet zwischen binnenwirtschaftlich orientierten Wirtschaftszweigen, die von niedrigeren Einfuhrpreisen und hohen Vermögensgewinnen profitierten, und Wirtschaftszweigen, die dem Wettbewerbsdruck ausgesetzt waren, der mit dem starken Wechselkurs und – für einen Teil des Jahres – dem schwachen Wachstum der Exportmärkte verbunden war.

Auch die Ersparnisbildung der privaten Haushalte ist in den drei Ländern auf Werte gesunken, die nicht nur im langfristigen Vergleich niedrig sind, sondern auch deutlich unter denen anderer Industrieländer mit Ausnahme der USA liegen.

... einschließlich geringer Ersparnisbildung ...

Geschätzte Einkommens- und Vermögenselastizität des Verbrauchs						
	Einkommenselastizität ¹		Vermögenselastizität ^{1, 2}		Wachstumsbeitrag ³	
	Kurzfristig	Langfristig	Kurzfristig	Langfristig	Einkommen	Vermögen
USA	0,62	0,89	0,04	0,12	15,5	6,5
Vereinigtes Königreich	0,59	0,76	0,02	0,16	10,5	7,5
Australien	0,41	0,90	0,11	0,13	14,5	7,5

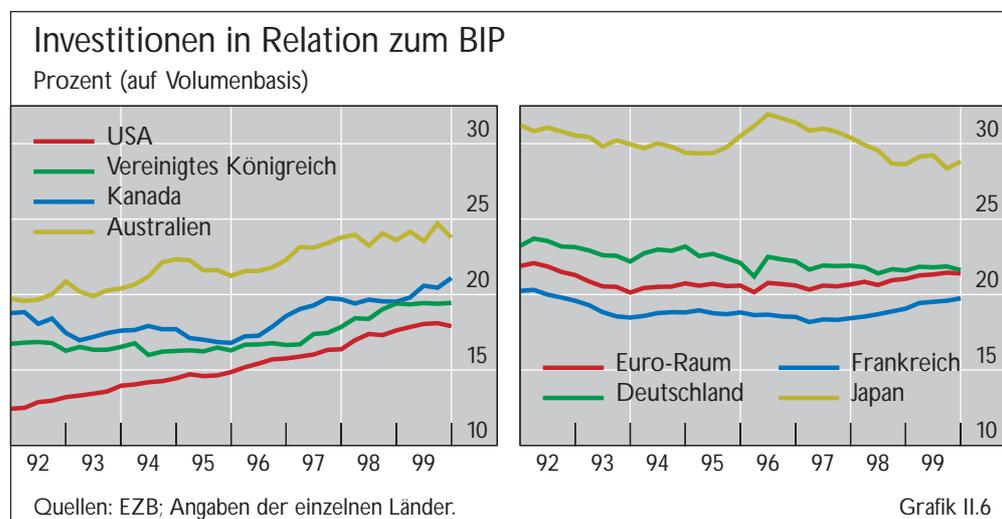
¹ Die Elastizitäten wurden ermittelt durch Regression der Ausgaben der privaten Haushalte auf deren verfügbares Einkommen bzw. Nettovermögen unter Verwendung eines Fehlerkorrekturmodells mit Quartalsdaten; USA: 1.Q. 1960–4.Q. 1999, Vereinigtes Königreich: 1.Q. 1980–4.Q. 1999, Australien: 1.Q. 1977–4.Q. 1999. ² USA und Vereinigtes Königreich: nur Finanzvermögen; Australien: einschl. Wohneigentum. ³ Berechnet als Beitrag (in Prozent) zum Konsumwachstum im Zeitraum 4.Q. 1994–4.Q. 1999 unter Verwendung der langfristigen Elastizitäten. In diesem Zeitraum expandierte der reale Verbrauch in den USA und in Australien um 22% und im Vereinigten Königreich um 18%.
 Quelle: Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.3

Ein wesentlicher Grund dafür scheint die erwähnte Zunahme des Nettofinanzvermögens zu sein, im Vereinigten Königreich und in Australien noch verstärkt durch höhere Preise von Wohneigentum und einen Anstieg der Hypothekarkredite über das durch Wohnbauinvestitionen zu erklärende Maß hinaus. In Kanada sank die Sparquote der privaten Haushalte im letzten Jahr sogar auf 1%, während die auf das Einkommen bezogene Verschuldungsquote auf über 100% kletterte.

... bei unterschiedlichem Produktivitätswachstum

Die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen und ihre Auswirkungen auf das Potentialwachstum und die Arbeitsproduktivität waren in den drei Ländern offenbar unterschiedlich. Während in allen drei Ländern die Investitionsquote seit etwa 1995 gestiegen ist (Grafik II.6), hat das Produktivitätswachstum nur in Australien nennenswert zugenommen. Abgesehen von den USA ist Australien außerdem das einzige Land, wo sich die mit einer stabilen Arbeitslosigkeit im Einklang stehende BIP-Wachstumsrate offensichtlich erhöht hat. Zwar gibt es Anzeichen dafür, daß sich das Produktivitätswachstum in Kanada seit Mitte 1998 beschleunigt hat, doch war dieser Anstieg zu gering und kam zu spät, als daß er das rechnerische Verhältnis zwischen BIP-Wachstum und Arbeitslosigkeit hätte beeinflussen können. Im Vereinigten Königreich ist das Bild noch uneinheitlicher. Mit einer erheblichen Aufwertung des Pfund Sterling konfrontiert, gelang es der verarbeitenden Industrie, die Produktivität genügend zu steigern, um das Exportwachstum ohne eine Schmälerung der Gewinnspannen aufrechterhalten zu können. Im Dienstleistungssektor hat sich die gemessene Produktivität dagegen kaum verändert, und aufgrund verschiedener Arbeitsmarktmaßnahmen und eines deutlichen Anstiegs des Anteils der Teilzeitbeschäftigten reicht inzwischen ein geringeres Wachstum aus, um die Arbeitslosigkeit stabil zu halten.

In *Neuseeland* belebte sich die Inlandsnachfrage im letzten Jahr zwar kräftig, doch blieb das gesamtwirtschaftliche Wachstum hinter dem der meisten anderen englischsprachigen Länder zurück. Die Trockenheit reduzierte die Produktion des Primärsektors, die Preise der wichtigsten neuseeländischen Exportrohstoffe blieben niedrig, und eine starke Ausweitung der Importnachfrage ließ den



Wachstumsbeitrag des Außenhandels negativ werden und das Leistungsbilanzdefizit auf rund 8% des BIP ansteigen.

In Japan beschränkten sich die positiven Wachstumsraten auf das erste Halbjahr 1999, als die Auswirkungen des Ende 1998 verabschiedeten Fiskalpakets zur Konjunkturbelebung durch einen unerwarteten Anstieg der Ausgaben der privaten Haushalte verstärkt wurden. In der zweiten Jahreshälfte machte sich die Schwäche der privaten Nachfrage wieder bemerkbar, als die Ersparnis der privaten Haushalte stieg, die Anlageinvestitionen der Unternehmen weiter sanken und der von früheren Fiskalpaketen ausgehende Impuls allmählich nachließ. Trotz der Festigung des Yen verbesserte sich der Außenbeitrag jedoch leicht.

In Japan
Abschwächung
infolge ...

Die Entwicklung des letzten Jahres ist vor dem Hintergrund der Strukturprobleme zu sehen, mit denen die japanische Wirtschaft konfrontiert ist. Ein Problem, das sich 1997/98 erheblich auf das Geschehen ausgewirkt hatte, war die schwache finanzielle Lage der Banken und ihre mangelnde Fähigkeit (oder Bereitschaft) zur Kreditvergabe. Dieses Problem scheint mehr oder weniger gelöst, denn ein öffentlich finanziertes Rekapitalisierungsprogramm sowie steigende Gewinne ermöglichten es den Banken, notleidende Kredite in großem Umfang abzuschreiben. Dennoch schrumpft das Kreditvolumen der Banken weiterhin, bedingt zum einen durch mangelnde Nachfrage, da große Unternehmen es vorziehen, Bankkredite zu tilgen und/oder sich am Kapitalmarkt zu finanzieren, und zum anderen durch strengere Kriterien bei der Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen. Darüber hinaus könnten die sinkenden Immobilienpreise, denen die Banken nach wie vor ausgesetzt sind, weitere Wertberichtigungen erforderlich machen (s. auch Kapitel IV).

... anhaltender
Schwäche im
Finanzsektor ...

Ein zweites Problem entsteht durch die Umstrukturierungen, mit denen die Unternehmen die Verbesserung ihrer Kapitalrendite anstreben. Als ersten Schritt versuchten sie, Kapazitätsüberschüsse zu reduzieren, was zu dem starken Rückgang der gewerblichen Anlageinvestitionen im letzten Jahr beitrug. Da eine nennenswerte Ertragssteigerung ohne eine beträchtliche Verringerung der Personalausgaben jedoch nicht möglich erscheint, haben die Unternehmen auch Pläne für Beschäftigungskürzungen angekündigt. Obwohl die Umsetzung dieser Pläne einige Zeit in Anspruch nehmen dürfte und ihre Auswirkungen bisher vor allem im Abbau von Überstunden und in rückläufigen Neueinstellungen sichtbar werden, scheinen die Ankündigungen das Vertrauen und die Ausgaben der Verbraucher beeinträchtigt zu haben.

... und Umstruk-
turierungen im
Unternehmens-
bereich

Niedrige Ausgaben und ein daraus resultierendes Überangebot privater Ersparnis dürften tatsächlich das größte der Strukturprobleme für die japanische Wirtschaft darstellen. Ganz anders als in den englischsprachigen Ländern hat sich die private Ersparnis in Japan seit Ende der achtziger Jahre zunehmend erhöht, und seit 1997 hat sich diese Entwicklung erheblich beschleunigt. Zusammen mit dem Rückgang der Unternehmensinvestitionen sowie – in jüngerer Zeit – einer Erholung der Unternehmenserträge und einbehaltenen Gewinne hat dies den Nettofinanzierungsüberschuß des privaten Sektors 1999 auf über 10% und bis zum ersten Quartal 2000 auf fast 13% des BIP gesteigert.

Bedeutender
Anstieg der privaten
Ersparnis ...

Die japanische Regierung hat versucht, den negativen Effekt dieses Ungleichgewichts zwischen Ersparnis und Investitionen im privaten Sektor zu mindern, indem sie eine Reihe expansiver Fiskalpakete verabschiedete (von denen zwei im

... nur teilweise
durch fiskalpolitische
Anreize aufgefangen

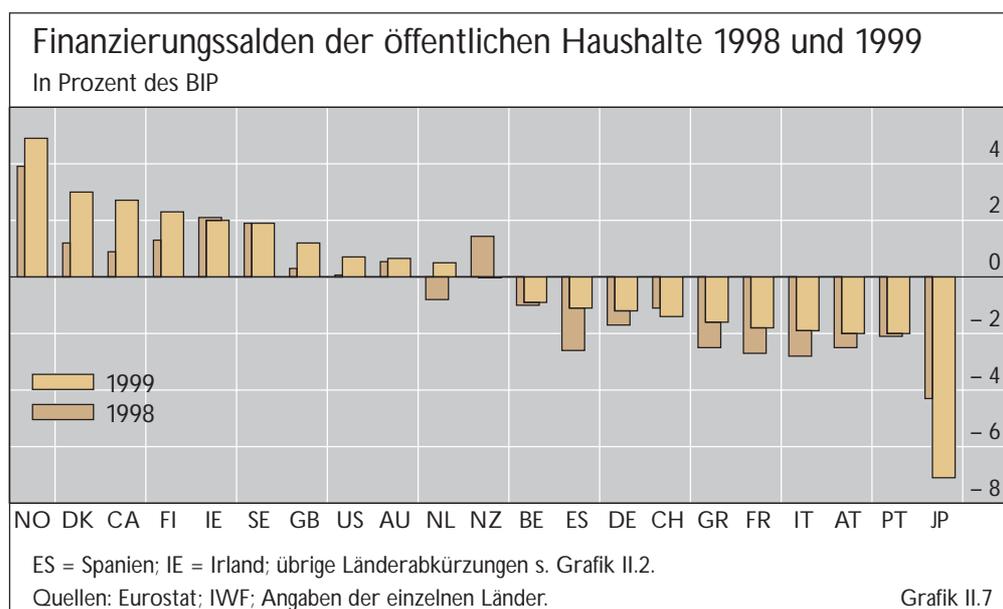
vergangenen Jahr eingeführt wurden); ihr Umfang entspricht rund der Hälfte des kumulierten Nettoersparnisüberschusses des privaten Sektors seit 1992. Um die Wohnbaunachfrage zu steigern und die Kreditkonditionen für kleine und mittlere Unternehmen zu verbessern, wurden die Anreize durch verschiedene Kreditpläne ergänzt. Diese trugen zwar dazu bei, vorübergehend die Wohnbauinvestitionen anzukurbeln und die Zahl der Konkurse zu senken, doch scheinen die Multiplikatoreffekte der fiskalpolitischen Anreize immer mehr abgenommen zu haben. Für lokale Gebietskörperschaften, die finanzielle Engpässe verzeichneten, wurde es zunehmend schwieriger, die erwarteten flankierenden Maßnahmen zu ergreifen, und die marginale Effizienz und der Grenznutzen der öffentlichen Investitionsprojekte scheinen mit der steigenden Zahl implementierter Projekte abgenommen zu haben. Daß die Wirtschaftsleistung in Zeiten ohne fiskalpolitische Anreize jeweils rückläufig war, zeigt jedoch, daß der Abschwung ohne diese Maßnahmen noch wesentlich ausgeprägter gewesen wäre.

Untragbarer
Anstieg der
Staatsverschuldung

Da die fiskalpolitischen Anreize keine nachhaltige Erholung der privaten Nachfrage bewirken konnten und die Steuereinnahmen gemessen am BIP gefallen sind, bewegt sich die Nettostaatsschuldenquote derzeit in nicht tragfähigem Ausmaß nach oben, auch wenn sie im internationalen Vergleich nach wie vor niedrig ist. Der Primärsaldo war im vergangenen Jahr negativ, und da der implizite Schuldzinssatz das Wachstum des nominalen BIP deutlich übertraf, war die Nettoschuldenquote bis zum Jahresende auf über 37% gemessen am BIP (verglichen mit weniger als 30% im Jahr 1998) und die Bruttoschuldenquote auf 105% gestiegen. Auf der Grundlage aktueller Prognosen würde zudem bis Ende dieses Jahres die Nettoschuldenquote auf fast 45% und die Bruttoschuldenquote auf nahezu 115% steigen.

Im Euro-Raum
geringfügige
Ungleichgewichte

Die *Länder des Euro-Raums* verzeichneten im letzten Jahr nur geringfügige binnen- und außenwirtschaftliche Finanzierungsungleichgewichte (Grafik II.13). Das Haushaltsdefizit für den Euro-Raum sank auf 1¼% des BIP (Grafik II.7), was zum Teil auf eine niedrigere Zinsbelastung, zum Teil aber auch auf unerwartete Einnahmenezuwächse zurückzuführen war. Zwar waren diese Zuwächse offenbar



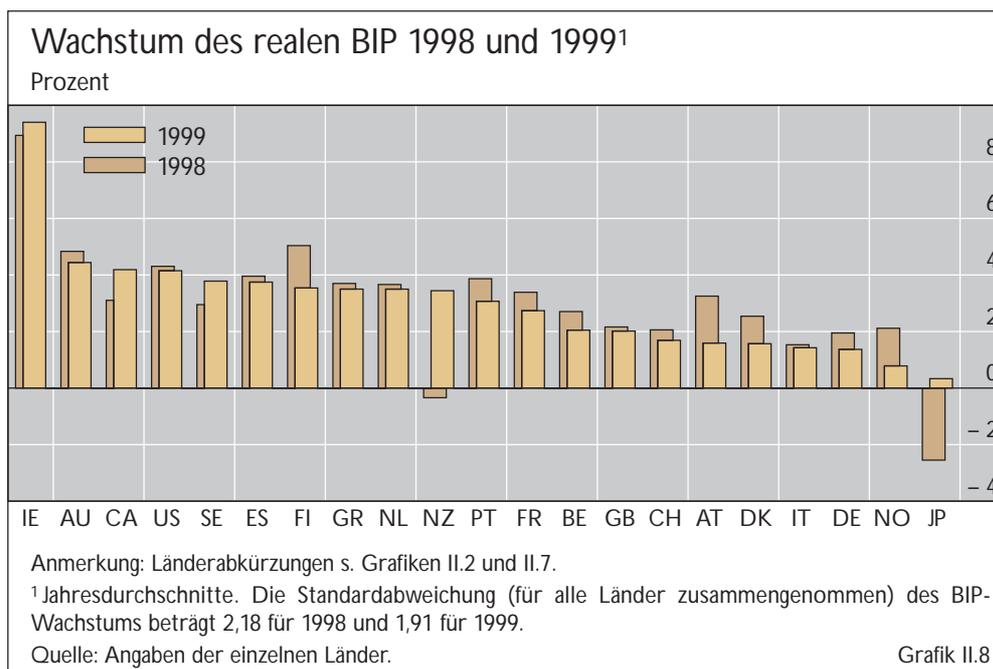
mehr oder weniger konjunkturunabhängig, doch besteht in den Ländern des Euro-Raums eine signifikante positive Korrelation zwischen Haushaltsdefiziten und Produktionslücken, wobei die stärksten Abweichungen in Ländern mit relativ hohen Strukturungleichgewichten zu verzeichnen waren (Österreich, Finnland). Insgesamt jedoch gingen im Jahr 1999 sowohl das strukturelle Defizit als auch die Bruttoschuldenquote zurück. Das größte Ungleichgewicht bestand somit am Arbeitsmarkt, wo die Arbeitslosenquote – trotz erheblicher Senkungen in den letzten beiden Jahren – im Durchschnitt noch immer 10% betrug.

Während die durchschnittliche Wachstumsrate für den Euro-Raum im wesentlichen den früheren Prognosen entsprach, blieb die erwartete Verringerung der Wachstumsunterschiede innerhalb des Euro-Raums aus. Die Wachstumsraten reichten 1999 von einem Höchstwert von 9,4% in *Irland* zu einem Tiefstwert von 1,4% in *Italien* und *Deutschland* (Grafik II.8). Da diese Unterschiede bereits seit einigen Jahren bestehen, gibt es innerhalb der Region auch große Diskrepanzen bei den Kapazitätsüberschüssen und der Arbeitslosigkeit. In Irland übertrifft die tatsächliche Produktion bei einem durchschnittlichen BIP-Wachstum von 8¾% in den letzten fünf Jahren inzwischen die Schätzungen des Potentials um rund 5%. Auch in den *Niederlanden* liegt das tatsächliche BIP über dem Potential, obwohl die Arbeitslosenquote dank der Fortschritte bei der Flexibilisierung des Arbeitsmarktes auf nur 2¾% gesenkt wurde. Dagegen weist Italien mit –3¼% die größte Produktionslücke unter den Ländern des Euro-Raums auf, und bei der Arbeitslosenquote wird es nur von *Spanien* übertroffen.

Bemerkenswert war auch, daß sich die Beschäftigung in den Ländern des Euro-Raums im letzten Jahr trotz eines durchschnittlichen Wirtschaftswachstums von nur 2% um 1½% ausweitete und die Arbeitslosigkeit zurückging. Die Schätzungen in Grafik II.3 lassen vermuten, daß in den letzten Jahren ein geringeres Wachstum als zuvor erforderlich war, um die Arbeitslosigkeit stabil zu

In den Euro-Ländern Unterschiede bei Wachstumsraten und Kapazitätsüberschüssen

Bedeutend bessere Bedingungen am Arbeitsmarkt



halten. Ein Grund dafür könnte sein, daß sich mit der allmählichen Verlagerung der Produktion und der Beschäftigung zu den arbeitsintensiveren Dienstleistungsbranchen die aggregierte Arbeitsproduktivität und damit auch die Wachstumsrate, die erforderlich ist, um die Arbeitslosigkeit stabil zu halten, verringert haben. Außerdem läßt die Tatsache, daß die Arbeitslosigkeit selbst bei niedrigem Wirtschaftswachstum gesenkt werden kann, auf Fortschritte bei der Flexibilisierung der Arbeitsmärkte und der Verringerung der strukturellen Arbeitslosigkeit schließen. Die Niederlande sind hier ein besonders auffälliges Beispiel. Wie Grafik II.3 zeigt, ist die Wachstumsrate, die erforderlich ist, um die Arbeitslosigkeit stabil zu halten, deutlich zurückgegangen, was vor allem einer ausgeprägten Zunahme der Teilzeitbeschäftigung zuzuschreiben ist. Nun sind diese Ergebnisse unter dem Blickwinkel der Reduzierung der Arbeitslosigkeit zwar erfreulich, sie lassen jedoch auch darauf schließen, daß sich die verhältnismäßig hohen Investitionsquoten (Grafik II.6) im Euro-Raum noch nicht in einer technologisch bedingten Erhöhung des Wachstums der Arbeitsproduktivität und der Kapitalrenditen niedergeschlagen haben.

Sonstige Länder in Europa

In den meisten anderen europäischen Ländern war das Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr deutlich verhaltener. In *Dänemark* und *Norwegen* war die Abschwächung auf eine restriktivere Wirtschaftspolitik zurückzuführen, da sowohl das Produktionswachstum als auch die Inflationsrate dem europäischen Konjunkturzyklus zu weit vorauseilten. Die bemerkenswerteste Entwicklung in *Griechenland* war die Abschwächung des Anstiegs der Lohnstückkosten von durchschnittlich über 10% im Zeitraum 1990–97 auf 6% im Jahr 1998 und nur noch 2½% im letzten Jahr. Der Grund für diese Entwicklung war eine Kombination von Lohnzurückhaltung und Produktivitätssteigerungen, und sie half Griechenland auf entscheidende Weise in seinen Bemühungen, die Kriterien für den Beitritt zur Europäischen Währungsunion (EWU) zu erfüllen. Die konjunkturelle Abschwächung in der *Schweiz* im vergangenen Jahr war vor allem auf ein langsames Wachstum der Inlandsnachfrage trotz relativ günstiger monetärer Bedingungen und einer beachtlichen Verringerung der Arbeitslosigkeit zurückzuführen. *Schweden* war die wichtigste Ausnahme von der allgemeinen Abschwächung in Europa. Bis zur Jahresmitte expandierte die Wirtschaft eher schleppend, doch dann bewirkte ein Umschwung bei der Auslandsnachfrage einen Anstieg des BIP-Wachstums auf 3½% für das Jahr insgesamt.

Inflation und Arbeitsmärkte

Inflation und Ölpreise

Obwohl die Jahresraten des Preisanstiegs in den letzten Monaten des Jahres 1999 durchschnittlich 0,4 Prozentpunkte gegenüber dem dritten Quartal zulegten, kündigt diese Zunahme wohl nicht das Ende des günstigen Preisumfelds der neunziger Jahre an. Die Steigerungsraten waren in den meisten Ländern niedrig und spiegelten in erster Linie den steilen Anstieg der Ölpreise wider, die sich mehr als verdoppelt haben. Daß keine nennenswerten Effekte auf die Kerninflationsrate auszumachen sind, deutet in der Tat darauf hin, daß die Kräfte, die die Disinflation der neunziger Jahre prägten, auch weiterhin wirken.

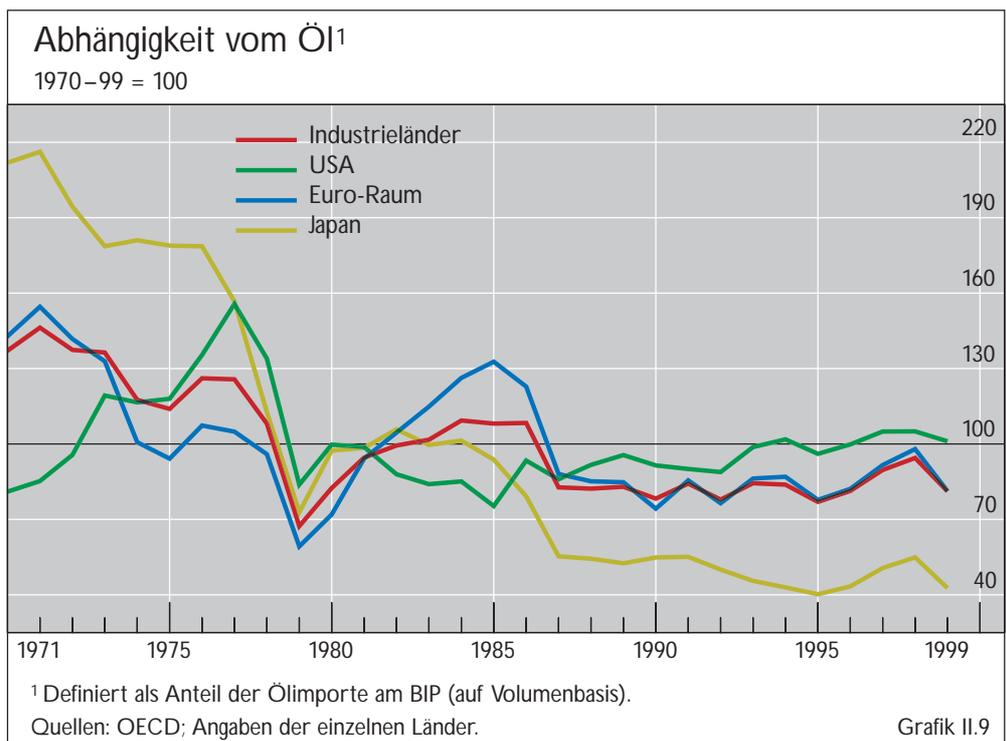
Verhaltene Auswirkungen der höheren Ölpreise ...

Ein erster möglicher Grund für die verhaltene Auswirkung auf die Kerninflation ist, daß sich mit dem jüngsten sprunghaften Anstieg der Ölpreise nur der vorangegangene Ölpreisrückgang wieder umkehrte, so daß die Preise in realer Betrachtung unter dem Niveau von vor zwei Jahren liegen. Daher dürfte auch die Anpassung an die veränderten Preise nicht schwergefallen sein. Zweitens kommt dem Öl heutzutage eine geringere Bedeutung zu als früher. Infolge der Effekte des technologischen Fortschritts, der Erschließung rentabler alternativer Energiequellen sowie der Vielfalt energiesparender Maßnahmen sind die Ölimportvolumina in Relation zum BIP in den Industrieländern seit den siebziger Jahren gefallen (Grafik II.9). Die größere Anzahl an Energiequellen zusammen mit der gesunkenen Bedeutung von Öl vermindert die Zweitrundeneffekte, indem sie es den Unternehmen erleichtert, kostengünstigere Alternativen zu finden oder Preisschwankungen innerhalb der Gewinnspanne aufzufangen.

... als Folge des Energiesparens, des technologischen Fortschritts ...

Eine dritte Ursache für das Ausbleiben von Spillover-Effekten des Ölpreisanstiegs ist das Zusammenwirken von Wettbewerbsdruck, gesamtwirtschaftlichen Nachfragebedingungen und Geldpolitik. Verglichen mit früheren Phasen ausgeprägter Ölpreissteigerungen ist die Inflation weltweit gedämpft, und in einer größeren Anzahl von Ländern bestehen Überkapazitäten. Darüber hinaus haben allgemeinen Einschätzungen zufolge die höhere Wettbewerbsintensität an den Märkten (vorangetrieben durch Globalisierung und Deregulierung), das Widerstandsvermögen der Verbraucher und eine glaubwürdige Geldpolitik dazu beigetragen, „alte“ Inflationismuster zu durchbrechen. In einem solchen Umfeld können Unternehmen, die die Preise anheben, nicht erwarten, daß Wettbewerber diesen Schritt mitvollziehen oder daß sie durch eine Währungsabwertung ihre Wettbewerbsfähigkeit wiedererlangen. Um Marktanteilsverluste zu vermeiden, müssen Preissteigerungen bei einem bestimmten Input-Faktor durch

... des Wettbewerbs und der gesamtwirtschaftlichen Nachfragebedingungen



Kostensenkungen an anderer Stelle oder eine Schmälerung der Gewinnspanne aufgefangen werden. Somit dämpft der verschärfte Wettbewerb die Folgewirkungen von Ölpreiserhöhungen.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß die disinflationären Kräfte der neunziger Jahre die Auswirkungen des Ölpreisschocks im Jahr 1999 bislang offenbar auf eine Veränderung der relativen Preise begrenzt haben, so daß weder die Inflation angeheizt noch ihren Nebeneffekten in Form einer nachfolgenden Rezession Vorschub geleistet wurde. Darüber hinaus bietet die günstige Entwicklung im Jahr 1999 zusammen mit der im März 2000 getroffenen Vereinbarung, zuvor eingeführte Angebotskontingente zu lockern, Grund zu Optimismus, was die von den Energiekosten ausgehenden Zweitrundeneffekte im Verlauf dieses und des nächsten Jahres betrifft.

Arbeitsmärkte, Lohnvereinbarungen und Inflationsprozeß

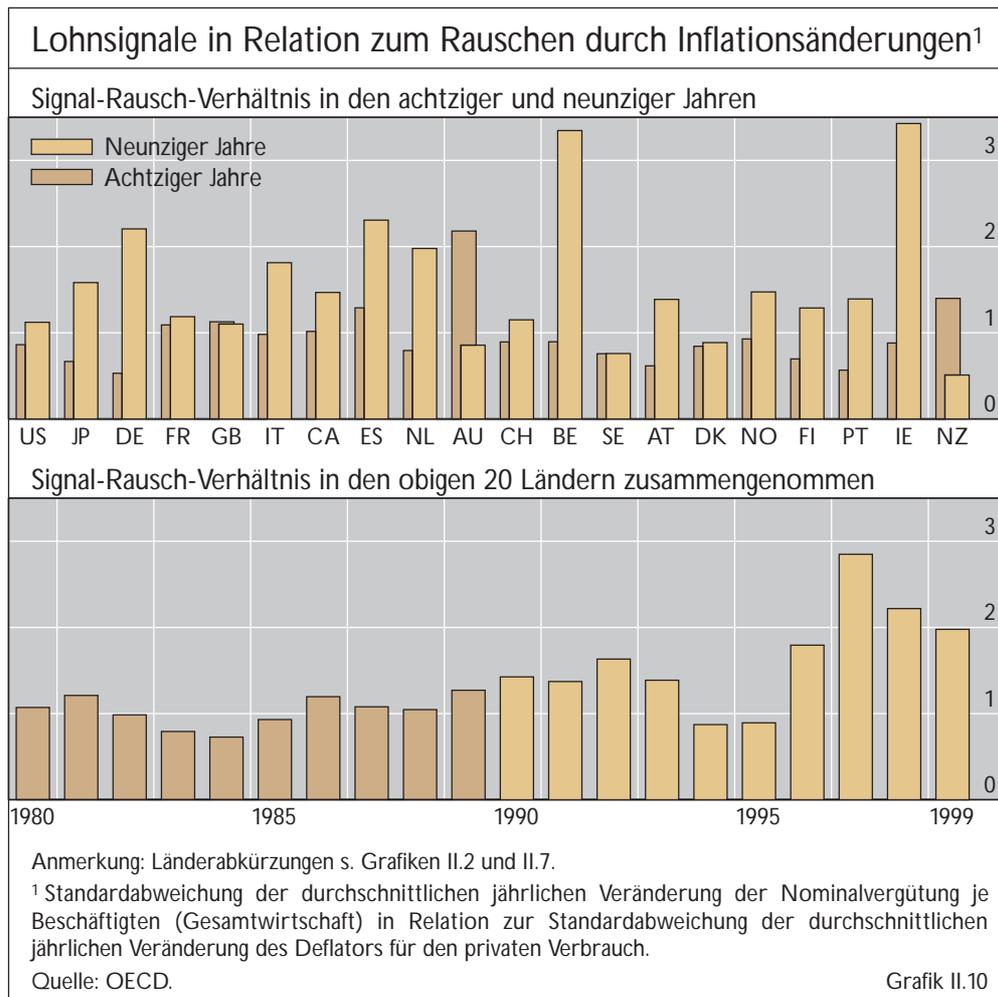
Der zunehmende weltweite Wettbewerb und der technologische Wandel haben nicht nur das Preissetzungsverhalten der Unternehmen beeinflusst, sondern auch weitreichende Auswirkungen auf den Lohnfindungsprozeß und auf die Beziehung zwischen Löhnen und Preisen in den Industrieländern mit sich gebracht. Den Lohnabschlüssen kommt im Inflationsprozeß eine zentrale Rolle zu, da die Löhne gleichzeitig eine Hauptdeterminante des Nominaleinkommens und der Produktionskosten sind. Der Lohnfindungsprozeß kann daher die Schaffung eines Umfelds niedriger und stabiler Inflation bremsen oder begünstigen.

Ein prägendes Merkmal der Rahmenbedingungen für Lohnvereinbarungen entsteht aus dem Inflationsumfeld selbst. Wie andere Märkte funktionieren auch die Arbeitsmärkte effizienter, wenn die Marktteilnehmer über bessere Informationen verfügen. Ein unmittelbarer Vorteil niedriger und stabiler Inflation liegt darin, daß das inflationsbedingte Hintergrundrauschen („noise“) nachläßt, so daß in den Veränderungen des Nominallohns der reale und relative Lohnzuwachs unmittelbar zum Ausdruck kommt, was es wiederum den Marktteilnehmern erleichtert, entsprechende Signale zu erkennen und angemessen auf sie zu reagieren. Ein Maß für die größere Klarheit der von den Nominallöhnen ausgehenden Signale ist die Quote der Streuung von Lohnveränderungen in Relation zur Streuung von Preissteigerungen im Zeit- und Ländervergleich. Ein Anstieg dieser Quote deutet darauf hin, daß Nominallohnveränderungen zunehmend reale Veränderungen und in geringerem Maße Schwankungen des Preisanstiegs widerspiegeln. Grafik II.10 zeigt, daß die Quote der Streuung von Lohnveränderungen in Relation zu den Inflationsraten in den neunziger Jahren in 16 von 20 Industrieländern höher lag als in den achtziger Jahren (oberes Feld). Ebenso ist der Zeitpfad der Quote für dieselben 20 Länder (unteres Feld) während der letzten zwei Jahrzehnte durch einen aufwärtsgerichteten Trend gekennzeichnet. Diese Entwicklung bedeutet, daß Arbeitgeber wie Beschäftigte weniger Anstrengungen darauf verwenden müssen, Reallohnsignale von inflationärem Rauschen zu trennen, und vermag daher auch eine genauere Richtschnur mit Blick auf Einstellung, Ausbildung und Karriereplanung zu bieten.

Bestimmende Faktoren sind außerdem der weltweite Wettbewerb und die technologische Weiterentwicklung, die beide den Druck zur Innovation in den Industrieländern verstärkt haben. Zur Wahrung der Wettbewerbsfähigkeit

Klarere
Nominallohnsignale
durch niedrige
Inflation ...

... bei durch
Wettbewerb
verstärktem Druck
zur Flexibilität



müssen die Unternehmen und ihre Beschäftigten die Fähigkeit, den Anreiz und die Flexibilität haben, technologischen Fortschritt hervorzubringen und zu nutzen. Mithin wird das Personalmanagement zunehmend als zentraler Wettbewerbsbereich in allen Wirtschaftszweigen anerkannt, und zwar besonders in denjenigen, in denen Handel oder Produktion expandieren.

Ein Hauptaspekt des Personalmanagements ist die Entlohnungspolitik. Miteinander konkurrierende Länder und Unternehmen unterscheiden sich in ihren Lohnsetzungs- und -anpassungsmechanismen bereits jetzt deutlich, und im kommenden Jahrzehnt dürfte die Vielfalt der gewählten Ansätze noch zunehmen. In einigen Ländern (besonders in den USA und im Vereinigten Königreich) bieten die Unternehmen mehr Leistungsanreize, Bonuszahlungen, Gewinnbeteiligungen und Aktienoptionspläne, um die Löhne aufzubessern und sie stärker mit der Produktivität des einzelnen und des Unternehmens als Ganzes zu verknüpfen. Umfassende Daten über die Verbreitung dieser Entlohnungskomponenten sind immer noch kaum verfügbar. Jedoch stimmen die vorhandenen Hinweise und gezielte Umfragen darin überein, daß die meisten sehr hochrangigen Führungskräfte in den USA einen großen Teil ihres Gehalts in Form von Aktienoptionen beziehen und daß Leistungsanreize und Bonuszahlungen in niedrigeren Beschäftigungskategorien üblicher geworden sind. Auch in deutschen, schweizerischen

Leistungsabhängige Entlohnung ...

und anderen europäischen Unternehmen erhalten hochrangige Führungskräfte immer öfter Aktienoptionen.

... dürfte
Produktivität und
Konjunktur-
reagibilität der
Löhne erhöhen

Entwicklungen dieser Art dürften produktivitätssteigernd wirken und die Konjunkturreakibilität der Nominaleinkommen erhöhen. Während das schnellere Produktivitätswachstum und die damit einhergehenden höheren Reallöhne unzweifelhaft positiv sind, ist die Wirkung von im Konjunkturverlauf stärker schwankenden Einkommen nicht eindeutig zu beurteilen. Einerseits könnten bei der nächsten Rezession abschwungbedingte Lohnkürzungen das Wegbrechen der Konsumausgaben verstärken, wie dies in Japan in den neunziger Jahren der Fall war. Angesichts der hohen Verschuldung der privaten Haushalte könnte diesem Aspekt in den englischsprachigen Ländern besondere Bedeutung zukommen. Andererseits dürften gerade diese Lohnkürzungen zur Sicherung von Arbeitsplätzen und zur Stärkung des Vertrauens beitragen, da sie es den Arbeitgebern ermöglichen, die Arbeitskosten zu senken, ohne Entlassungen vornehmen zu müssen.

EWU, Lohnverhandlungen und Inflation

Die bestehenden Mechanismen am europäischen Arbeitsmarkt und die Währungsunion werden einander in den kommenden Jahren gegenseitig vor besondere Herausforderungen stellen. Die Währungsunion dürfte zu strukturellen Veränderungen bei den Lohnverhandlungen und Lohnabschlüssen führen, während die Entwicklung an den Arbeitsmärkten ihrerseits für die Durchführung der Geldpolitik von Bedeutung sein könnte.

Lohnfindungs-
mechanismen in
Europa

Die Lohnverhandlungen vollziehen sich in Kontinentaleuropa typischerweise auf nationaler Ebene, wie in Belgien, Österreich, Portugal und den nordischen Ländern, oder auf mittlerer Ebene, d.h. für Sektoren oder einzelne Wirtschaftszweige, wie in Deutschland, Frankreich, Italien, den Niederlanden und Spanien. Üblicherweise werden in Europa mit einem Tarifabschluß für einen Großteil der Arbeitnehmerschaft Durchschnitts- oder Mindestsätze für Lohnerhöhungen festgelegt sowie andere Beschäftigungskonditionen bestimmt, während Vereinbarungen auf Betriebs- oder Unternehmensebene, wie es sie in den USA gibt, bis vor kurzem kaum zu finden waren.

Hauptmerkmale
der Lohn-
verhandlungen auf
zentraler ...

Welchen Einfluß hat es auf die Wirtschaftsleistung, auf welcher Ebene Lohnabschlüsse zustande kommen bzw. in welchem Maße sie koordiniert sind? Vielfach heißt es, daß zentralisierte Verhandlungen auf nationaler Ebene die Gewerkschaften und Arbeitgeber zu Abschlüssen motivieren, die die makroökonomischen Wirkungen und die sozialen Kosten der Vereinbarung angemessen berücksichtigen („Internalisierung von externen Effekten“). Den Verhandlungspartnern scheint bewußt zu sein, daß Lohnvereinbarungen, die über das durchschnittliche Produktivitätswachstum hinausgehen, eine dem eigentlichen Anliegen entgegengerichtete Wirkung entfalten, da sie die Arbeitgeber zwingen, entweder die Preise zu erhöhen und damit den Reallohnzuwachs auszuhöhlen oder, wenn der Wettbewerbsdruck Preiserhöhungen nicht zuläßt, Beschäftigungskürzungen vorzunehmen. Darüber hinaus eröffnen zentralisierte Lohnverhandlungen dem Staat eine Möglichkeit, das Ergebnis direkt zu beeinflussen, etwa durch Steuer-senkungen, wie dies in Irland und Finnland zu Beginn des Jahres zu beobachten war. Dagegen erschweren zentrale Abschlüsse durch den Zwang zu einheitlichen

Lohnsteigerungen über Berufsgruppen und Wirtschaftszweige hinweg die Anpassung der relativen Löhne, was an einem sich wandelnden Arbeitsmarkt zu einem Mißverhältnis zwischen nachgefragter und angebotener Qualifikation sowie zu struktureller Arbeitslosigkeit führen kann.

Bei dezentralisierten Lohnverhandlungen auf Unternehmensebene werden die Auswirkungen höherer Löhne kaum berücksichtigt, aber – was ebenso wichtig ist – das Ergebnis wird durch den Wettbewerb auf den Gütermärkten beeinflusst. Darüber hinaus ermöglichen derartige Abschlüsse eine größere Beweglichkeit der relativen Löhne entsprechend der jeweiligen Produktivität. Der Mittelweg, d.h. Verhandlungen auf der Ebene einzelner Sektoren oder Wirtschaftszweige, wird oft als Lösung mit den meisten Nachteilen betrachtet. Da der Wettbewerb hier weniger intensiv ist als auf Unternehmensebene und der Anreiz, die makroökonomischen Auswirkungen zu berücksichtigen, geringer als bei zentralen Abschlüssen, könnten die Gewerkschaften ihre Macht am Markt ausnutzen, um höhere Lohnsteigerungen für ihre Mitglieder zu erzielen. Auch wenn dies empirisch nicht eindeutig belegt werden kann, so erscheinen doch sowohl die Reallöhne als auch die Arbeitslosigkeit in jenen Ländern tendenziell höher, in denen das Lohnfindungsmodell einem Mittelweg zwischen zentralisierten und dezentralisierten Verhandlungen folgt.

... dezentraler und
branchenweiter
Ebene

Die EWU könnte für diese Verhandlungsbeziehungen in mindestens zweierlei Hinsicht Veränderungen bringen: Die Verhandlungspartner in den einzelnen Ländern nehmen innerhalb des Euro-Raums eine weniger bedeutende Rolle ein, und mit der gemeinsamen Währung und dem gemeinsamen Markt in Europa wird der Wettbewerb verschärft. Der erste Faktor führt zu einer Verlagerung der Lohnverhandlungen auf die mittlere Ebene und birgt die Gefahr, daß die Arbeitnehmervertreter in dem Bewußtsein, daß die preistreibende Wirkung eines einzelnen Abschlusses für den Euro-Raum als Ganzes gering ist, nachdrücklicher für Lohnerhöhungen eintreten werden. Der zweite Faktor bedeutet, daß ähnlich wie bei dezentralisierten Verhandlungen die Kräfte des Wettbewerbs die Lohnforderungen und damit die durchschnittliche Inflationsrate im Euro-Raum dämpfen dürften. Sofern die Verhandlungspartner erkennen, daß übermäßige Lohnforderungen bei glaubwürdiger Geldpolitik und wettbewerbsintensiven Märkten lediglich zu höherer Arbeitslosigkeit und größeren sozialen Konflikten führen, wird sich letztlich der zweite Faktor durchsetzen. Daß es dazu kommt, ist allerdings keineswegs sicher, und größere Konflikte könnten die Mechanismen koordinierter Lohnverhandlungen gefährden.

Durch EWU
möglicherweise ...

Um dies zu verhindern, könnten die Tarifparteien möglicherweise versuchen, die Lohnverhandlungen in Europa zu zentralisieren. Ein solcher Schritt wäre in dem Maße gerechtfertigt, wie die Arbeitgeber und der Wettbewerb stärker gesamteuropäisch werden. Jedoch wäre es nicht einfach, die unterschiedlichen Beteiligten in den einzelnen Ländern (z.B. Industriegewerkschaften und Vertretungen einzelner Berufsgruppen sowie ähnlich unterschiedliche Vereinigungen auf Seiten der Arbeitgeber) in einen einheitlichen Prozeß einzubinden. Intensiverer Wettbewerb und technologischer Wandel werden zudem die Vielfalt der für einzelne Wirtschaftszweige oder Berufsgruppen angemessenen Lohnabschlüsse eher noch größer werden lassen. Dies würde eine höhere Flexibilität erfordern, während europaweite Verhandlungen in die entgegengesetzte Richtung wirken würden.

... europaweite
Zentralisierung
der Lohnverhand-
lungen ...

... oder – wahrscheinlicher – Verlagerung auf Unternehmens-ebene

Wahrscheinlicher ist, daß die Löhne in Europa letztendlich eher auf lokaler Ebene festgelegt werden. In einer Reihe von Ländern wird die Dezentralisierung bereits vorangetrieben. Dieser Prozeß begann schon in den sechziger Jahren im Vereinigten Königreich und hat sich in den achtziger Jahren beschleunigt. Während der letzten zwei Jahrzehnte wurden in Dänemark, Schweden und den Niederlanden die Lohnverhandlungen zu einem großen Teil dezentralisiert, und nur Verhandlungen über sonstige Beschäftigungskonditionen sind auf der nationalen oder sektoralen Ebene verblieben. In anderen Ländern vollzieht sich der Übergang fließender, wenngleich in Deutschland zwischen Unternehmen und Gewerkschaften immer häufiger Abkommen geschlossen werden, die es erlauben, auf Betriebsebene vereinbarte Löhne in Abhängigkeit von der Marktsituation anzupassen („Lohndrift“) oder hindernde Vorschriften zu umgehen.

Rolle der EZB

Da es bisher eine wichtige Komponente der Geldpolitik der nationalen Zentralbanken in der EU war, zunehmend die Erwartung geringer Inflation in den Lohnabschlüssen zu verankern, wird die künftige Rolle der EZB mit einer stärker dezentralisierten Struktur der Lohnfindung indirekter, aber keineswegs weniger wichtig sein. Bei Lohnabschlüssen auf lokaler Ebene fließen die Inflationserwartungen weniger einheitlich und weniger explizit in die Nominallohnveränderungen ein als bei zentralen Abschlüssen. An die Stelle der politischen Einflußnahme auf die Tarifparteien treten weitgehend die Wettbewerbskräfte des Marktes, wobei der Zentralbank die wichtige Aufgabe zukommt, Informationen bereitzustellen und die Unsicherheit über die Zielsetzung der Geldpolitik so gering wie möglich zu halten. Allerdings wird die Zentralbank keinen unmittelbaren Einfluß auf den tatsächlichen Abschluß der in großer Zahl stattfindenden Verhandlungen haben.

Phillips-Kurven

Diversifizierung und Innovation an den Arbeitsmärkten könnten auch dazu führen, daß sich die Beziehungen, die in der Phillips-Kurve dargestellt sind, in den einzelnen Ländern deutlich unterscheiden oder im Zeitverlauf verändern. Den geldpolitischen Entscheidungsträgern liefert die Steigung der kurzfristigen Phillips-Kurve Hinweise hinsichtlich der Auswirkungen der aktuellen Produktionstrends auf die Inflation, und Verschiebungen der zu beobachtenden Phillips-Kurven-Beziehungen bieten nicht nur Aufschluß über die geldpolitischen Konsequenzen wichtiger Entwicklungstendenzen in der Volkswirtschaft, sondern verändern auch einen bedeutenden Parameter des Transmissionsmechanismus.

Phillips-Kurve für den Euro-Raum

Die Gründung der EWU hat das Interesse an den Phillips-Kurven-Beziehungen für das Euro-Gebiet als Ganzes geweckt. Weist die Kurve verglichen mit anderen Ländern einen steilen Verlauf auf? Hat sie sich mit dem Erfolg der Geldpolitik bei der Inflationsbekämpfung verschoben? Gibt es Hinweise auf eine gemeinsame Beziehung für die Länder des Euro-Raums? Zur einführenden Veranschaulichung zeigt Grafik II.11 die Beziehung zwischen der gesamtwirtschaftlichen Produktionslücke der Länder des Euro-Raums und der Veränderung der durchschnittlichen Inflationsrate von 1973 bis 1999. Die eingezeichnete Kurve deutet darauf hin, daß eine Veränderung der Produktionslücke um 1 Prozentpunkt im Durchschnitt mit einer Veränderung der Inflationsrate um 0,6–0,7 Prozentpunkte einherging.

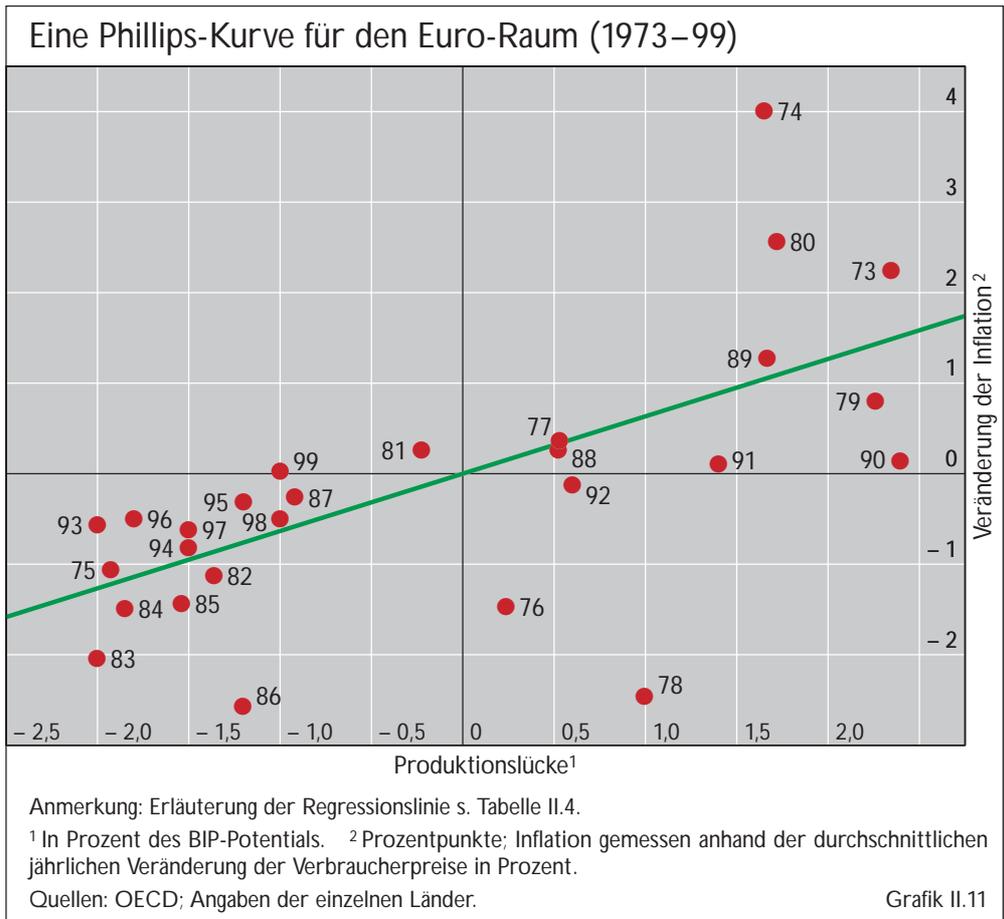


Tabelle II.4 vergleicht diese Beziehung mit Schätzungen für die USA und Japan für denselben Zeitraum und überprüft, ob sich die Steigung der Kurve im Zeitverlauf verändert hat. Werden keine Änderungen in der Steigung der Kurve zugelassen, weisen die Ergebnisse eine bemerkenswerte Übereinstimmung auf (erste Spalte der Tabelle). Bemerkenswert ist zugleich, daß die Steigung in den neunziger Jahren für alle drei Regionen auf 0,2–0,3 sinkt (s. auch Kapitel IV). Das heißt, die Preisentwicklung scheint derzeit in geringerem Maße auf die Produktion zu reagieren als in den siebziger und achtziger Jahren. Obgleich dieses Ergebnis auch für Japan zutrifft, läßt sich die Phillips-Kurve für Japan – möglicherweise wegen Unsicherheiten bezüglich der tatsächlichen Größe der Produktionslücke oder eines veränderten, eher auf die Wahrung der Gewinnspannen ausgerichteten Preissetzungsverhaltens der Unternehmen – offenbar besser erfassen, wenn die Inflationsveränderungen nicht zum Niveau, sondern zu verzögerten *Veränderungen* der Produktionslücke in Bezug gesetzt werden. Nach beiden Methoden hat sich jedoch die Sensitivität der Inflation gegenüber Produktionsveränderungen beträchtlich vermindert.

Offenbar flacherer Verlauf der Phillips-Kurve ...

Wie im vorangegangenen Jahresbericht erörtert (Kapitel II, S. 30ff.), kann der flachere Verlauf der Phillips-Kurve in den neunziger Jahren mehrere Ursachen haben, wie etwa eine niedrigere Inflation, eine glaubwürdigere Geldpolitik und Nominallohn- oder Preisrigiditäten nach unten. Sind z.B. die Löhne bei einer niedrigen Inflation nicht nach unten anpassungsfähig, dann werden manche Löhne zwangsläufig höher sein, als sie es andernfalls wären, so daß sich eine geringere

... möglicherweise aufgrund von nominalen Rigiditäten und Meßfehlern

Phillips-Kurven-Schätzungen ¹							
	1973–99	R ²	DW	1973–88	1989–99	R ²	DW
Euro-Raum	0,63	0,41	1,59	0,89	0,30	0,48	1,75
USA	0,67	0,38	1,93	0,74	0,32	0,38	2,04
Japan	0,69	0,11	2,29	1,06	0,25	0,12	2,47
Japan ²	1,37	0,48	1,70	2,10	0,35	0,68	1,39

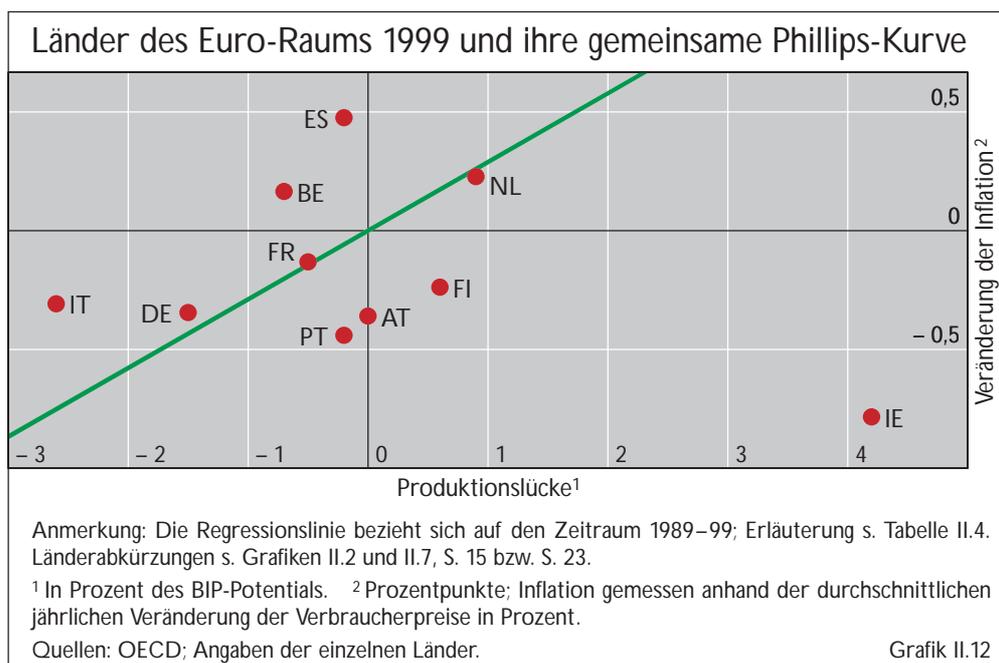
¹ Für den gesamten Zeitraum 1973–99 wurde das Phillips-Kurven-Modell als $\Delta\pi = \beta Gap + \varepsilon$ geschätzt, wobei π der Inflationsrate (Verbraucherpreisindex) entspricht, Gap der Produktionslücke und β der Steigung der Kurve wie in der ersten Spalte dargestellt; ε bezieht sich auf unerklärte Veränderungen der Inflation, R^2 bezeichnet das Bestimmtheitsmaß und DW den Autokorrelationsgrad. Die Schätzungen im zweiten Teil der Tabelle wurden durch $\Delta\pi = \beta Gap + \delta Dum.Gap + \varepsilon$ ermittelt, wobei Dum eine Dummy-Variable darstellt, die nach 1988 den Wert von 1 und bis dahin den Wert von 0 hat. Die Steigung für den Zeitraum 1973–88 ist β , die Steigung für den Zeitraum 1989–99 ist $\delta + \beta$. Sämtliche Steigungskoeffizienten erwiesen sich als signifikant. ² Die erste Gleichung für Japan wird geschätzt als $\Delta\pi = \beta\Delta Gap_{-1} + \varepsilon$, die zweite als $\Delta\pi = \beta\Delta Gap_{-1} + \delta Dum.\Delta Gap_{-1} + \varepsilon$.

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

Nachfrage weniger disinflationär auswirken wird. Auch andere Faktoren können die Steigung der Kurve verändern. So kann in einem Land ein unentdeckter Rückgang des Humankapitals und des Kapitalstocks (bedingt durch Umstrukturierung oder technologischen Wandel), wie es in Japan der Fall gewesen sein dürfte, zu einer Überzeichnung der Produktionslücke führen und die Steigung der Kurve gegen null tendieren lassen.

Gemeinsame Phillips-Kurve für die Länder des Euro-Raums

Die dritte Frage – ob es eine gemeinsame Beziehung für die Länder des Euro-Raums gibt – beruht auf der Annahme, daß diese Länder eine genügend ähnliche Wirtschaftsstruktur haben, um eine gemeinsame Phillips-Kurven-Beziehung aufzuweisen. Wenn dies nicht der Fall wäre (und keine Fortschritte auf dem Weg zu einer derartigen Konvergenz erzielt würden), könnte eine einheitliche Geldpolitik dauerhafte und möglicherweise destabilisierende Unterschiede in der



Wirtschaftsleistung zur Folge haben. Obgleich die Beziehungen in den einzelnen Ländern etwas unterschiedlich sind, beeinträchtigt die Unterstellung einer gemeinsamen Beziehung für die Länder des Euro-Raums glücklicherweise nicht die Fähigkeit der Phillips-Kurve, die Inflation auf der Grundlage der Produktionslücke zu prognostizieren. Entsprechend spiegelt die jeweilige Position der Länder des Euro-Gebiets zur Kurve für den Euro-Raum auf Basis der neunziger Jahre (Grafik II.12) in erster Linie Abweichungen im Konjunkturzyklus wider und nicht Unterschiede in den zugrundeliegenden Beziehungen. Tatsächlich ist die Anpassung an die Euro-Raum-Kurve außer für Irland einigermaßen gut.

Zusammenfassend läßt sich festhalten: Die Phillips-Kurven-Beziehung scheint für die Länder des Euro-Raums in groben Zügen vergleichbar zu sein, und die Kurve hat eine recht ähnliche Steigung wie die für die USA, während für Japan ein alternatives Modell die Beziehung besser zu erklären vermag. Für alle drei Regionen verläuft die Phillips-Kurve in den neunziger Jahren deutlich flacher, was darauf hinweist, daß eine gegebene Änderung der Produktionslücke nunmehr mit einer geringeren Änderung des Preisanstiegs einherzugehen scheint. Dies könnte es den Zentralbanken erleichtern, die Inflation stabil zu halten, erschwert es aber möglicherweise, Abweichungen der Rate von einem gewünschten Pfad zu korrigieren.

Entwicklungen im Welthandel und in der Außenwirtschaft

Welthandel und Preise

Im Jahr 1998 war die Expansion des Welthandelsvolumens stark zurückgegangen, da das gesamtwirtschaftliche Produktionswachstum in einigen der am stärksten geöffneten und außenhandelsorientierten aufstrebenden Volkswirtschaften negativ wurde. Trotz der 1999 einsetzenden Erholung sowohl des globalen Wirtschaftswachstums als auch der wirtschaftlichen Aktivitäten in den asiatischen Krisenländern stieg der Welthandel nur moderat. Der Hauptgrund hierfür war, daß die Importnachfrage in den aufstrebenden Volkswirtschaften (und somit die Exporttätigkeit der entwickelten Volkswirtschaften) wegen eines niedrigen Wachstums der Binnennachfrage gedämpft blieb (Tabelle II.5).

Nur moderates
Wachstum des
Welthandels ...

Entwicklung des Welthandels und der Preise				
	1991–96	1997	1998	1999
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent			
Außenhandelsvolumina	6,5	10,0	3,8	4,9
Außenhandelspreise (in SZR)	–	–0,8	– 4,2	– 1,6
Industriegüter	–	–2,7	0,2	– 1,7
Öl	–3,1	–0,2	–31,2	37,6
Nahrungsmittel	3,0	–6,0	–11,2	–15,9
Genußmittel	2,6	39,9	–14,0	–21,9
Industrierohstoffe	–2,2	3,9	–13,1	– 3,0
Quellen: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung; IWF.				Tabelle II.5

... bei unterschiedlichen Preistrends

Die Welthandelspreise (gemessen in SZR) gingen im vergangenen Jahr erneut zurück, wobei sich die Preistrends zwischen den einzelnen Gruppen von Industriegütern und Rohstoffen stark unterschieden. Nach einem leichten Anstieg 1998 sanken die Preise der Industriegüter etwas, weil der Wettbewerb am Weltmarkt hart blieb und aufgrund des Überangebots nach der Asien-Krise die Lagerbestände noch hoch waren. Die Lebensmittelpreise gingen im zweiten Jahr in Folge deutlich zurück, während sich die Preise von Industrierohstoffen (besonders Metallen), die zumeist empfindlicher auf die Entwicklung der internationalen Industrieproduktion reagieren, im Jahresverlauf zu erholen begannen, allerdings nicht genug, um einen leichten Rückgang im Vorjahresvergleich zu verhindern. Dagegen wiesen die Ölpreise eine geradezu spektakuläre Erholung auf. Vor allem aufgrund einer wirksamen Produktionseinschränkung, die im März 1999 in Kraft trat, stiegen sie gegenüber 1998 um nahezu 40% und vom Tiefstand Ende 1998 bis zur jüngsten Preisspitze sogar auf mehr als das Dreifache. Nach der im März dieses Jahres getroffenen Vereinbarung zur Erhöhung der Fördermengen sank der Ölpreis allerdings um fast ein Drittel.

Leistungsbilanzsalden

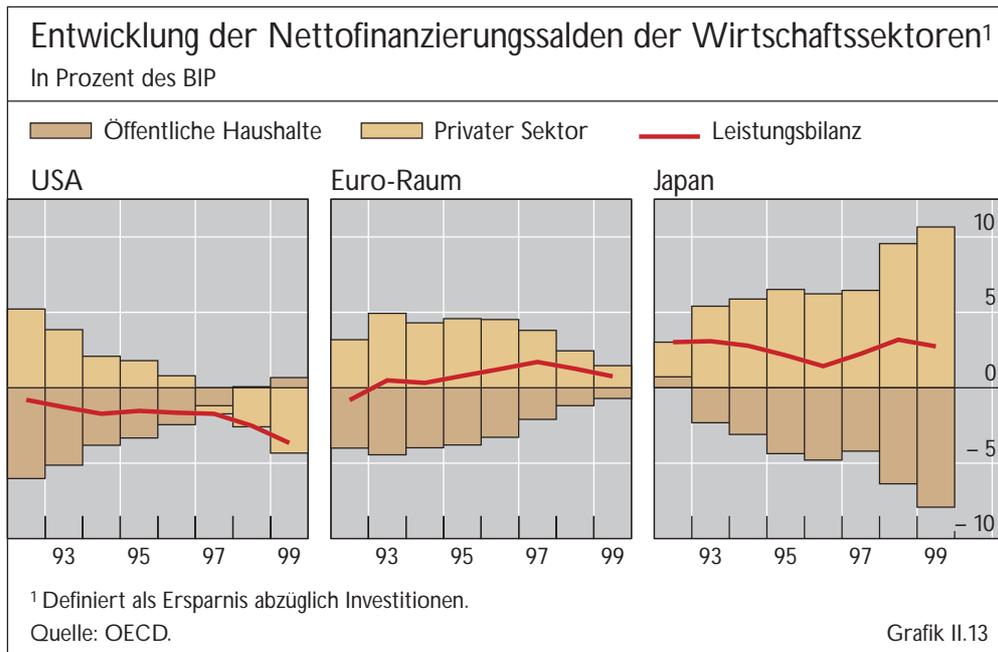
Wachsende statistische Diskrepanz

Wie aus Tabelle II.6 ersichtlich, hat sich das weltweite Defizit oder die statistische Diskrepanz seit dem Ausbruch der Asien-Krise beträchtlich erhöht. Die zusammengefaßte Verschlechterung in allen Ländern, die seit 1997 eine schwächere Leistungsbilanz aufweisen, belief sich auf rund \$ 320 Mrd. Davon entfielen etwa 60% auf die USA und ein Drittel auf andere Industrieländer. Indes betrug die kumulierte Verbesserung der Leistungsbilanzen nur \$ 144 Mrd., die in erster Linie in Asien erwirtschaftet wurden. Der überwiegende Teil der Verschlechterung kann dem rascheren Importwachstum zugeschrieben werden, aber in den Ländern und Regionen im linken Teil der Tabelle scheint die Importentwicklung durchaus der traditionellen Beziehung zwischen Importen und binnenwirtschaftlichem Nachfragewachstum zu folgen. Die Trennung zwischen Volumen- und Preisänderungen wird durch die starken Wechselkurschwankungen während der Beobachtungsperiode erschwert, die auch die

Veränderung der Leistungsbilanzsalden 1997 – 99 ¹			
	Verschlechterung		Verbesserung
USA	- 195,4	Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens	85,3
Euro-Raum	- 61,0	Japan	15,2
Vereinigtes Königreich	- 31,5	Kanada	7,3
Australien	- 9,6	Schweiz	3,2
Sonstige Industrieländer	- 3,9	Sonstige Industrieländer	2,4
Naher Osten	- 9,6	Volkswirtschaften im Übergang	20,8
Afrika	- 9,4	Lateinamerika	9,9
Insgesamt	-320,4	Insgesamt	144,1

¹ Mrd. US-Dollar.
Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.6



Unterscheidung von Exportvolumina und -preisen verwischen. Insgesamt läßt die Tabelle den Schluß zu, daß das Exportwachstum – und daher das Wachstum der Gesamtproduktion – höher ausgefallen sein dürfte als bisher angenommen. Die genaue Lokalisierung dieser zusätzlichen Wachstums- und Zahlungseffekte ist jedoch weit schwieriger.

Läßt man die Frage der statistischen Diskrepanz unberücksichtigt, so beschränken sich die Finanzierungsungleichgewichte in den USA, wie weiter oben erläutert, nicht auf die Binnenwirtschaft, sondern kommen möglicherweise am deutlichsten im sich ausweitenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewicht und in einer wachsenden Sorge um die längerfristige Tragfähigkeit des derzeitigen US-Dollar-Wechselkursniveaus zum Ausdruck (Grafik II.13). Jedoch kann die Frage, ob und ab welchem Zeitpunkt das US-Leistungsbilanzdefizit von den Märkten als untragbar angesehen wird, nicht beantwortet werden, ohne die langfristigen Nettokapitalströme und ihre Bestimmungsfaktoren mit zu berücksichtigen. In den letzten zwei bis drei Jahren wurden die Leistungsbilanzsalden der drei wichtigsten Währungsgebiete durch Nettoströme von ausländischen Direktinvestitionen sowie von Portfolioinvestitionen in Form von Aktienkäufen regelrecht überschwemmt (Tabelle II.7). Beispielsweise wurde das US-Leistungsbilanzdefizit im vergangenen Jahr zu rund 40% durch Nettozuflüsse aus Direktinvestitionen finanziert, und der verbleibende Betrag wurde durch Aktienerwerb mehr als gedeckt. Erwähnenswert ist auch, daß die US-Unternehmen zwischen 1991 und 1997 mehr im Ausland investierten als ausländische Unternehmen in den USA. Allerdings kehrte sich dieser Trend 1998 um. Die Zuflüsse aus Aktienerwerb hatten bereits im Jahr 1996 ihr Vorzeichen gedreht, wenngleich teilweise deshalb, weil die US-Anleger zu Nettoverkäufern ausländischer Aktien wurden. Insgesamt deutet die Beschleunigung der Nettozuflüsse von Direkt- und Portfolioinvestitionen in die USA in den letzten beiden Jahren darauf hin, daß die Rentabilitäts-erwartungen der ausländischen Anleger in den USA entsprechend dem beobachteten Wachstum von Produktivität und Produktionspotential gestiegen sind und

Tragfähigkeit des
US-Leistungsbilanz-
defizits ...

... abhängig von
langfristigen
Kapitalzuflüssen

diese Änderung die Finanzierung der starken Ausweitung des Leistungsbilanzungleichgewichts sicherstellte.

Kapitalströme im Euro-Raum, in Japan ...

Das Euro-Gebiet ist in gewisser Weise ein Spiegelbild der USA. Die Leistungsbilanz wies im vergangenen Jahr einen Überschuß auf, aber die langfristigen Nettokapitalabflüsse waren viermal so hoch wie der Leistungsbilanzüberschuß, so daß die Gesamtbilanz stark negativ war. Im Falle Japans sanken die Nettokapitalabflüsse durch die Rückführung von im Ausland angelegten Finanzmitteln in Verbindung mit dem Nettoerwerb japanischer Aktien durch Gebietsfremde und einer Verdreifachung der Zuflüsse von Direktinvestitionen nach Japan gegenüber 1998 (ausgelöst durch Deregulierung und Umstrukturierung im Unternehmensbereich) auf lediglich ein Drittel des Leistungsbilanzüberschusses.

... und in einigen anderen Ländern

Was andere einzelne Länder betrifft, so verzeichneten alle größeren Länder im Euro-Gebiet im vergangenen Jahr Nettokapitalabflüsse. Deutschland wies das größte Gesamtbilanzdefizit auf, die Beneluxländer dagegen einen Überschuß. In der Schweiz schwang die Gesamtbilanz vom Überschuß ins Defizit um. Auch im Vereinigten Königreich kam es zu einer starken Verschiebung der Nettokapitalströme, und die Gesamtbilanz kehrte sich in einen ungewohnten Überschuß. Unter den übrigen englischsprachigen Ländern divergierten 1999 Leistungs- und Kapitalbilanz recht deutlich. Dies stand im Kontrast zu 1998, als alle drei Länder relativ hohe Leistungsbilanzdefizite und sich abschwächende Nettokapitalströme verzeichnet hatten. Kanada konnte mit Hilfe von Exporten in die USA und höherer Rohstoffpreise sein Leistungsbilanzdefizit praktisch eliminieren, während die Nettokapitalabflüsse zurückgingen. Dagegen mußten Australien und Neuseeland, die von der relativ langsamen Erholung der Importnachfrage in Asien stärker betroffen waren und bei denen landwirtschaftliche Erzeugnisse einen höheren Anteil an den Rohstoffexporten ausmachen, eine

Zahlungsbilanzen in den Industrieländern									
	Leistungsbilanz			Direkt- und Portfolioinvestitionsströme netto			Gesamtbilanz ¹		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
	Mrd. US-Dollar								
USA	-143,5	-220,6	-338,9	277,6	238,5	359,0	134,1	17,9	20,1
Japan	94,3	120,6	109,5	3,6	- 62,9	- 35,8	97,9	57,7	73,7
Euro-Raum	106,8	67,3	45,8	-80,9	-214,2	-180,4	25,9	-146,9	-134,6
<i>Deutschland</i>	- 3,1	- 4,6	- 20,2	-37,9	- 75,9	- 59,4	-41,0	- 80,5	- 79,6
<i>Frankreich</i>	38,8	40,6	37,4	-37,5	- 64,2	- 84,5	1,3	- 23,6	- 47,1
<i>Italien</i>	32,2	21,7	9,8	4,8	- 6,9	- 13,0	37,0	14,8	- 3,2
<i>Beneluxländer</i>	41,4	37,7	34,6	-40,8	- 88,0	- 27,9	0,6	- 50,3	6,7
Vereinigtes Königreich	10,8	- 1,1	- 20,7	-67,2	- 84,2	50,0	-56,4	- 85,3	29,3
Schweiz	25,9	23,8	29,2	-24,9	- 14,0	- 55,4	1,0	9,8	- 26,2
Australien	- 12,7	- 17,9	- 22,3	16,2	6,6	12,2	3,5	- 11,3	- 10,1
Kanada	- 10,3	- 11,1	- 2,9	- 6,9	- 8,1	- 5,6	-17,2	- 19,2	- 8,5
Neuseeland	- 4,3	- 2,6	- 4,3	5,4	3,0	0,1	1,1	0,4	- 4,2
Industrieländer	80,2	- 41,1	-193,2	103,3	-163,2	163,2	183,5	-204,3	- 30,0

¹ Berechnet als Summe der beiden vorangegangenen Größen für die jeweilige Periode.
Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.7

weitere Ausweitung ihrer Handels- und Leistungsbilanzdefizite hinnehmen. Australien profitierte allerdings von größeren Nettokapitalzuflüssen, die den Druck auf die Währung gemildert haben dürften, während Neuseeland einen weiteren Rückgang der Kapitalzuflüsse verzeichnete.

Insgesamt haben die Nettoströme von Direkt- und Portfolioinvestitionen, geprägt durch sich verändernde Einschätzungen von Erträgen und langfristigen Wachstumsraten, im letzten Jahrzehnt offenbar gegenüber den Leistungsbilanzungleichgewichten an Bedeutung gewonnen. Dies gilt auf jeden Fall für die USA, wo Aktienkurse und Nettokapitalzuflüsse stark positiv korreliert sind, ebenso wie der US-Dollar und die Aktienkurse (s. Kapitel V). Es ist auch in Japan offensichtlich, wo Ankündigungen von Umstrukturierungen im Unternehmensbereich zu einem markanten Anstieg der Kapitalzuflüsse und Aktienkurse geführt haben. Allerdings können die relativen Aktienkursbewegungen nicht die Abflüsse längerfristigen Kapitals aus Europa erklären, denn die Aktienkurse stiegen in Europa in ähnlich hohem Ausmaß wie in Japan und mehr als doppelt so stark wie in den USA.

Im übrigen sind die meisten dieser Trends zwar eindeutig, es ist aber nicht sicher, ob sie aufrechterhalten werden können. Wenn die Einschätzung der zukünftigen Erträge und somit die Kapitalzuflüsse im wesentlichen konjunkturabhängig sind, dürfte bei einer Abschwächung der US-Wirtschaft die Besorgnis über das Leistungsbilanzdefizit zunehmen, und die Nettokapitalzuflüsse könnten zurückgehen. Wenn die Kapitalströme dagegen primär durch strukturelle Änderungen getrieben werden, wie etwa eine IT-induzierte Erhöhung des langfristigen Wachstums oder eine Umstrukturierung des Unternehmensbereichs, und wenn der Nachfragedruck in den Zielländern gemäßigt bleibt, dürfte sich eine weitere Zunahme der Leistungsbilanzungleichgewichte nur geringfügig im Umfang der längerfristigen Kapitalströme niederschlagen.

Verschiedene Bestimmungsfaktoren der Kapitalströme

Dauerhaftigkeit der Kapitalzuflüsse in die USA