

II. Entwicklung in den Industrieländern

Schwerpunkte

Die Wirtschaftslage in den Industrieländern änderte sich im Verlauf des Jahres 2000 drastisch. Nach einer kräftigen Expansion in der ersten Jahreshälfte verlangsamte sich das Produktionswachstum in den USA im zweiten Halbjahr abrupt. Diese Abschwächung wurde von einer Lageranpassung und niedrigeren Investitionen in Hochtechnologieausrüstung angeführt. Sie breitete sich schnell von den USA auf andere Länder und Regionen aus, vor allem auf diejenigen aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften, die vom Export elektronischer Ausrüstungsgüter abhängig sind. In Japan war die Produktion bei stagnierenden Exporten und einer schwachen Inlandsnachfrage rückläufig. Dank eines weniger verschuldeten Unternehmensbereichs und eines solideren Bankensystems war der Euro-Raum gegenüber dem Konjunkturabschwung weniger anfällig. Die kurzfristigen Aussichten für die Weltwirtschaft sind zum gegenwärtigen Zeitpunkt jedoch sehr unsicher. Ein struktureller Einflußfaktor, dem entscheidendes Gewicht zukommt, ist die Beschaffenheit des Produktivitätswachstums in den USA. Wenn der rasante Anstieg der Arbeitsproduktivität in den letzten Jahren strukturelle Verbesserungen widerspiegelt, die auch auf andere Länder übergreifen und den zukünftigen Gewinnen Auftrieb verleihen können, dann besteht eine größere Wahrscheinlichkeit, daß der Konjunkturrückgang nur leicht und von kurzer Dauer sein wird.

Eine angenehme Überraschung bot im letzten Jahr die Inflation, die ungeachtet des starken Wirtschaftswachstums in der ersten Jahreshälfte und der höheren Ölpreise moderat blieb. Trotz größeren Nachfragedrucks und sinkender Arbeitslosigkeit waren die Inflationsraten während der gesamten neunziger Jahre tendenziell niedriger als erwartet. Eine stabilitätsorientierte Geldpolitik hatte bei der Verankerung der Inflationserwartungen eine Schlüsselrolle inne, doch andere vorübergehende und möglicherweise umkehrbare Faktoren haben das Inflationsverhalten ebenfalls beeinflußt.

Die erneute Ausweitung bestimmter Finanzierungsungleichgewichte in den wichtigsten Volkswirtschaften warf mehrere Fragen auf. In den USA fiel die Sparquote des privaten Sektors unter -6% des BIP, was das Leistungsbilanzdefizit in die Höhe trieb und die Tragfähigkeit der daraus resultierenden höheren Verschuldung im privaten Sektor in Frage stellte. In Japan konzentrierten sich die Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit auf den öffentlichen Sektor, da mehrere Jahre zunehmend höherer Budgetdefizite die Staatsverschuldung auf über 120% des BIP ansteigen ließen. Gleichzeitig erklärte sich das nach wie vor schwache Wachstum der Inlandsnachfrage zum Teil aus der anhaltenden Unsicherheit über die Stabilität des Bankensektors und dem wachsenden Nettoersparnisüberschuß im privaten Sektor. Dagegen tendierten

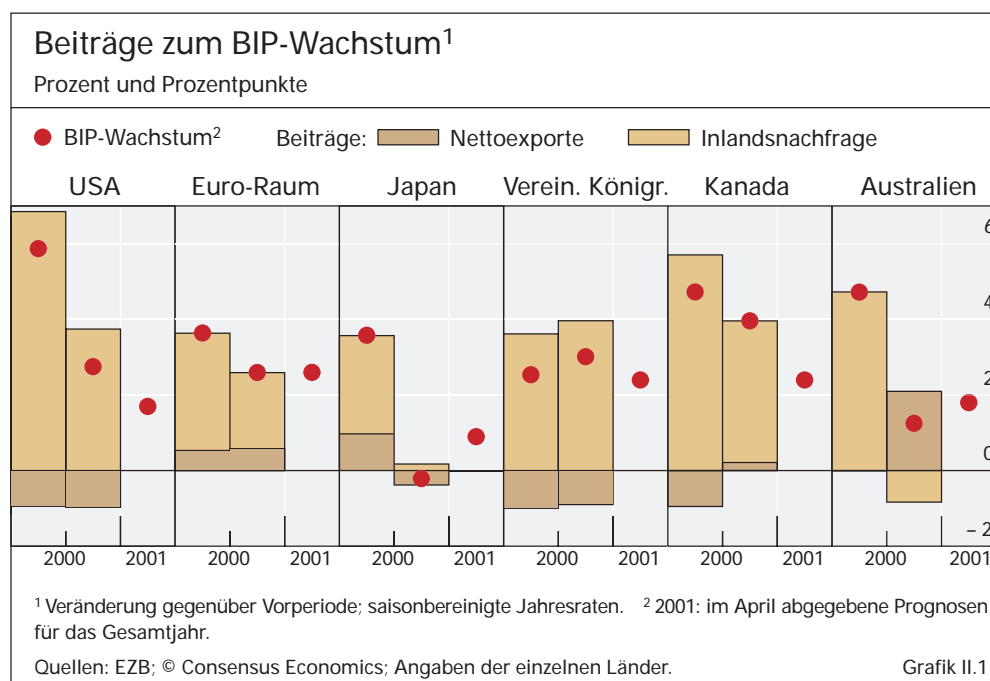
die privaten und öffentlichen Finanzierungssalden im Euro-Raum im letzten Jahr allmählich gegen null.

Erwähnenswert ist auch, daß die nationalen Investitionsquoten – insbesondere in Europa – offenbar immer unabhängiger von den nationalen Sparquoten geworden sind. Das könnte bedeuten, daß sich die internationalen Finanzmärkte bei der Kapitalallokation inzwischen weniger auf außenwirtschaftliche Ungleichgewichte als solche konzentrieren, sondern vermehrt darauf achten, in welchen Ländern höhere Renditen zu erwarten sind.

Lebhafte Konjunktur im ersten Halbjahr 2000

Hohes Wachstum
aufgrund
US-Nachfrage

Von einer starken Inlandsnachfrage angetrieben, insbesondere in den USA und anderen englischsprachigen Ländern, stieg das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern in der ersten Hälfte des Jahres 2000 auf eine Jahresrate von fast 5% (Grafik II.1), was der höchsten Zuwachsrate seit Ende der achtziger Jahre entsprach. Wie in den Jahren zuvor war in den USA der Verbrauch die Hauptantriebskraft für das Nachfragewachstum. Unterstützend wirkten dabei ein kräftiger Einkommensanstieg aufgrund der günstigen Arbeitsmarktbedingungen sowie beträchtliche Vermögenszuwächse. Die Investitionen wuchsen infolge niedriger Kapitalkosten und hoher Renditeaussichten ebenfalls deutlich. Auch in Kanada war ein schnelles Investitionswachstum zu verzeichnen, während sich in Australien Konsum und Wohnbau im Vorfeld eines neuen, ab 1. Juli 2000 geltenden Systems der indirekten Besteuerung erheblich beschleunigten. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum im Vereinigten Königreich war moderater, wenngleich es immer noch ausreichte, um die geschätzte positive Produktionslücke auszuweiten. Die Ausgaben der privaten Haushalte, die durch eine Zunahme der Beschäftigung gestützt wurden, waren die am schnellsten wachsende Nachfragekomponente.



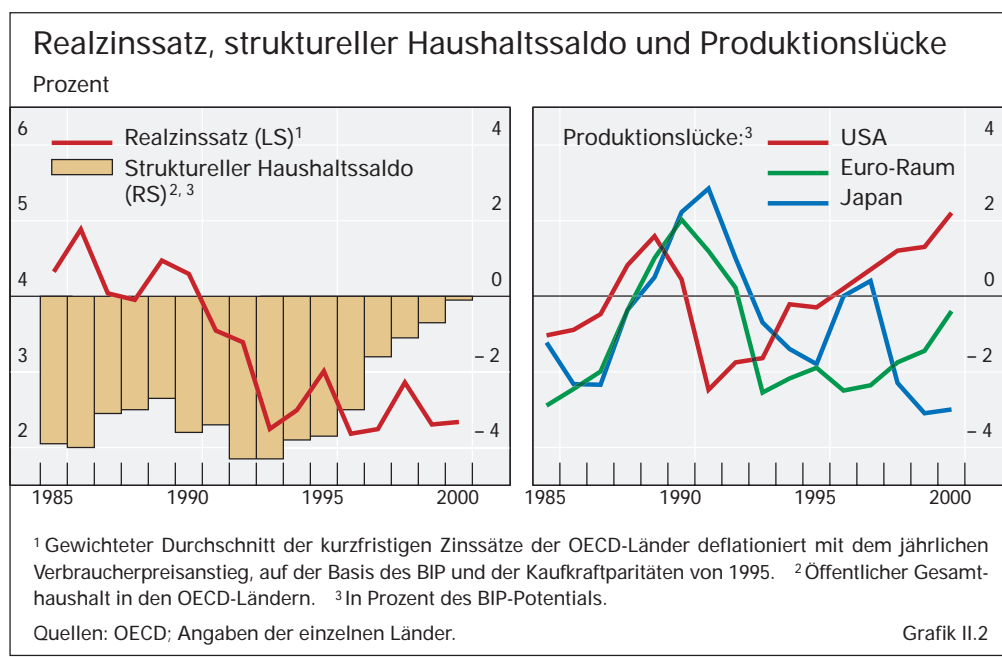
Dagegen verlangsamten sich die Unternehmensinvestitionen nach einer raschen Expansion im Vorjahr.

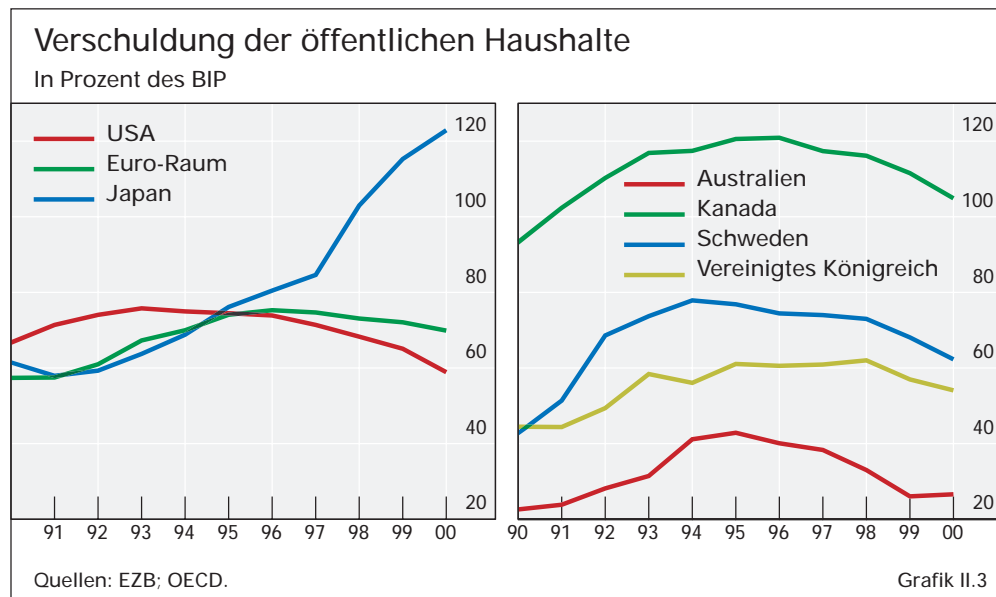
Die Wirtschaft im Euro-Raum expandierte in der ersten Jahreshälfte 2000 ebenfalls stark. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate von 3½% war zwar deutlich niedriger als in den USA, stellte aber dennoch eine merkliche Verbesserung im Vergleich zu den neunziger Jahren dar. Nicht zuletzt dank eines wettbewerbsfähigen Wechselkurses und günstiger Bedingungen in der Weltwirtschaft trugen die Nettoexporte nicht nur positiv zum Wirtschaftswachstum bei, sondern kurbelten auch die Investitionsausgaben an. Bei einer jährlichen Zuwachsrate der Beschäftigung von über 2% und sinkender Arbeitslosigkeit wirkte sich zudem der private Verbrauch unterstützend aus. Auch andere europäische Länder wiesen im ersten Halbjahr 2000 eine lebhafte Konjunktur auf. Das Wirtschaftswachstum in der Schweiz erreichte beinahe 4%, wobei die Unternehmensinvestitionen einen besonders starken Auftrieb erlebten. Schweden konnte dank fiskalpolitischer Anreize und günstiger Arbeitsmarktbedingungen ebenfalls eine hohe Expansionsrate verzeichnen. In Norwegen setzte sich die Mitte 1999 begonnene Erholung fort, getragen in erster Linie von den Nettoexporten und verbesserten Terms of Trade infolge höherer Ölpreise. Da sich aber die Volkswirtschaft der Vollbeschäftigung näherte (oder sie möglicherweise bereits überschritt), mußte die Geldpolitik gestrafft werden, um den Inflationsdruck zu mindern.

Auch in Kontinental-europa lebhaftes Wachstum

Japan kehrte nach der Rezession 1998 und der Stagnation 1999 zu einem positiven Wachstum zurück. Unterstützt durch die Dynamik des US-Marktes sowie die kräftige Erholung in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens trugen die Nettoexporte mit 1 Prozentpunkt zum gesamten BIP-Wachstum bei. Darüber hinaus belebten höhere Gewinne die Anlageinvestitionen der Unternehmen, insbesondere bei den Ausrüstungen in der Hochtechnologie. Die öffentlichen Investitionen nahmen ebenfalls zu, was die Wirkung der gegen Ende 1999 beschlossenen haushaltspolitischen Maßnahmen widerspiegelte.

In Japan Rückkehr zu positivem Wachstum





Trotz staatlich garantierter Kreditpläne zugunsten kleiner und mittlerer Unternehmen verringerte sich die Kreditvergabe an den privaten Sektor weiter. Anhaltende Unsicherheit über die Beschäftigungsaussichten sowie Bedenken wegen der zukünftigen Renten, der sozialen Sicherheit und der Leistungen im Gesundheitswesen begrenzten außerdem das Wachstum der Ausgaben der privaten Haushalte.

Wachstum gestützt durch Policy Mix ...

In den meisten Industrieländern wurde das Wachstum durch das Zusammenspiel einer solideren Haushaltslage und verhältnismäßig niedriger Realzinsen unterstützt (Grafik II.2). Trotz einer geldpolitischen Straffung in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen blieben die kurzfristigen Realzinsen tief, insbesondere angesichts der lebhaften Nachfrage. Die langfristigen Realzinsen lagen nur knapp darüber und nahmen im Laufe des Jahres sogar ab. Die Haushaltskonsolidierung und die daraus resultierenden Rückgänge der öffentlichen Schuldenquoten trugen zweifellos zu dieser Entwicklung bei und halfen, Raum für private Investitionen zu schaffen. In den USA führte eine fortschreitende Verbesserung der Haushaltslage zu einer Verringerung der Staatsschuldenquote (Grafik II.3). Im Euro-Raum profitierten die öffentlichen Einnahmen sowohl von der Stärkung des Wachstums als auch von außerordentlichen Einnahmen (z.B. aus dem Verkauf der UMTS-Mobilfunklizenzen). Dadurch war der Haushalt weitgehend ausgeglichen, was angesichts der sich schließenden Produktionslücke im Einklang mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt stand, so daß einige der wichtigsten Länder in der Lage waren, ihre Steuerreformen voranzubringen und die Steuern zu senken. Auch im Vereinigten Königreich, in Kanada, Australien und Schweden war die fiskalpolitische Entwicklung durch einen Schuldenabbau geprägt. In Japan dagegen ist die Staatsschuldenquote weiter gestiegen, und die niedrigen Zinssätze lassen sich hauptsächlich auf eine hohe private Ersparnisbildung und eine akkommodierende Geldpolitik zurückführen.

... und günstige Bedingungen an den Finanzmärkten

Für das starke Wachstumsergebnis spielten günstige Bedingungen an den Vermögens- und Kreditmärkten ebenfalls eine Rolle, und zwar nicht nur in

den USA, sondern auch in Ländern wie Kanada, Australien, den Niederlanden und Schweden. In allen Fällen waren es Vermögensgewinne in Verbindung mit niedrigen Nominalzinsen, die die privaten Haushalte motivierten und es ihnen ermöglichten, sich weiter zu verschulden, um den Kauf von langlebigen Konsumgütern und Wohneigentum zu finanzieren.

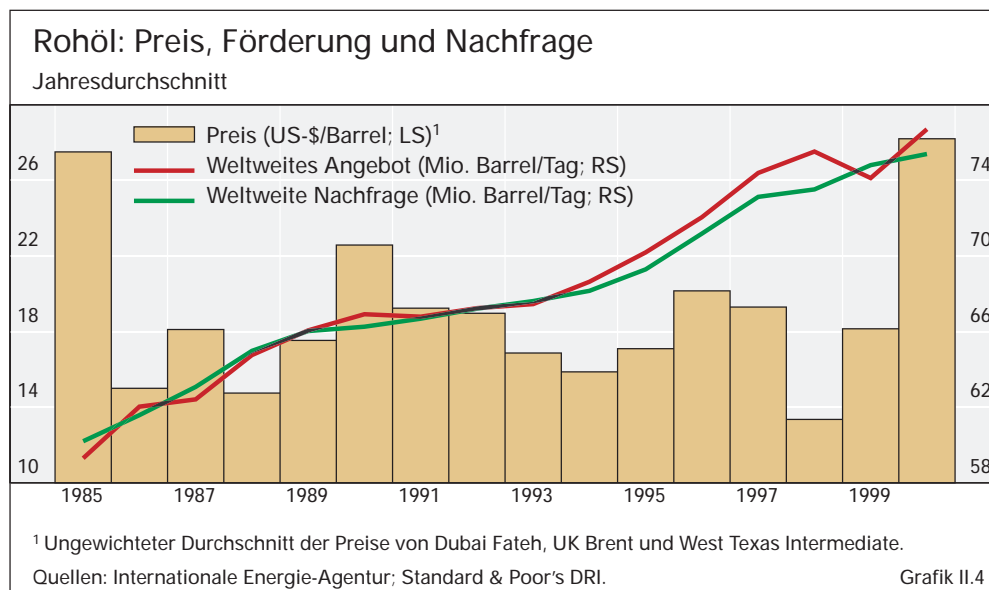
Abschwächung in der zweiten Jahreshälfte

In der zweiten Jahreshälfte 2000 machten sich Anzeichen einer beträchtlichen Abschwächung bemerkbar (Grafik II.1). Die Konjunktur in den USA verlangsamte sich deutlich, und im vierten Quartal betrug das Wachstum nur noch 1%. Bei diesem Umschwung spielten verschiedene Faktoren eine Rolle. Erstens haben sich die Ölpreise gegenüber ihrem Tiefstand im Jahr 1998 verdreifacht, was einer „Steuerabgabe“ in Höhe von 1½% des BIP gleichkommt. Die Gründe für diesen Höhenflug sind nicht völlig ersichtlich. Wie Grafik II.4 zeigt, ging die globale Ölnachfrage gegenüber dem weltweiten Angebot im Jahr 2000 zurück, nachdem die Förderquoten in den OPEC-Ländern erhöht worden waren. Eine mögliche Erklärung ist, daß die begrenzte Raffineriekapazität in den USA – nach einem Jahrzehnt niedriger oder abnehmender Investitionen im Energiesektor – zu einer Knappheit von Leichtöl auf dem nordamerikanischen Markt führte. Die niedrigen Öllagerbestände sowie geringe Überkapazitäten außerhalb Saudi-Arabiens in Verbindung mit einem steilen Anstieg der Erdgaspreise und Erwartungen, daß die Wirtschaft in den USA weiterhin rasch expandieren würde, könnten zudem ein spekulatives Element in den Marktpreis für Rohöl hineingebracht haben.

Zweitens bewirkte die zunehmende Straffung der Geldpolitik seit Mitte 1999 zusammen mit dem stärker werdenden Eindruck, die USA stünden kurz vor ihrem Höhepunkt im Konjunkturzyklus, daß sich die Bedingungen auf den Kapitalmärkten und die Kreditkonditionen für Unternehmen wesentlich verschlechterten. Wie in Kapitel VI erörtert, fielen die Aktienkurse in den USA nach

In den USA
deutliche
Abschwächung
infolge gestiegener
Ölpreise ...

... schärferer
Kredit-
konditionen ...



ihrem Höchststand im März 2000 beträchtlich. Dies hatte für die privaten Haushalte Vermögensverluste zur Folge, und die Kosten einer Finanzierung über Aktien stiegen sprunghaft an. Überdies wurde die Wirkung der sich ausweitenden Renditenspannen am Markt für Unternehmensanleihen durch deutlich schärfere Kreditkonditionen der Banken noch vergrößert.

... und negativer Beschleunigungseffekte

Drittens, und das ist vielleicht der wichtigste Faktor, verstärkten verschiedene Beschleunigungseffekte den Abschwung, als die US-Konjunktur erst einmal den Wendepunkt erreicht hatte. Die Pkw-Nachfrage ging abrupt zurück, und Unternehmen mit überhöhten Lagerbeständen verringerten ihre Aufträge. Als sich die Ertragsaussichten verschlechterten und erste Anzeichen für Überkapazitäten sichtbar wurden, kürzten die Unternehmen außerdem ihre Investitionspläne, insbesondere für Computer und sonstige Hochtechnologieausrüstung. So gingen die Ausrüstungsinvestitionen nach einer ununterbrochenen Ausweitung in den letzten neun Jahren im vierten Quartal sogar zurück. Aufgrund von Vermögensverlusten sowie einer beträchtlichen Zunahme der angekündigten Stellenkürzungen schwand zudem das Vertrauen der Verbraucher, und die Ausgaben der privaten Haushalte wuchsen langsamer.

Abschwächung auch in anderen Ländern ...

Überraschend war nicht nur, wie rasch sich die Wirtschaftslage in den USA verschlechterte, sondern auch das Ausmaß und die zeitgleiche Überlagerung mit der Abschwächung in anderen Ländern. In einigen Fällen war die nachlassende Dynamik auf länderspezifische Sonderfaktoren zurückzuführen (so z.B. den Einbruch bei den Wohnbauinvestitionen in Australien nach Einführung einer neuen Güter- und Dienstleistungssteuer) oder auf enge Handelsverflechtungen mit dem rückläufigen Hochtechnologiebereich in den USA (wie im Falle der aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften, s. Kapitel III). In den meisten anderen Fällen jedoch deuteten die Entwicklungen im zweiten Halbjahr 2000 darauf hin, daß die Übertragungskanäle zwischen Ländern weit über direkte Handelsverbindungen hinausgingen.

... wie Kanada ...

Ein auffälliges Beispiel war Kanada. Die Verlangsamung der Produktion im zweiten Halbjahr resultierte offensichtlich aus der schwächeren Binnen nachfrage. Diese verzeichnete im vierten Quartal sogar einen absoluten Rückgang, da die Unternehmen ihre Lagerbestände und Investitionsausgaben verringerten. Jedoch hatten sowohl unmittelbare als auch weniger sichtbare Übertragungskanäle ebenfalls ihre Wirkung. So war die verbesserte Handelsbilanz in erster Linie das Ergebnis niedrigerer Importe. Am stärksten sanken zudem Aufträge und Produktion bei den Zulieferbetrieben für die von der Konjunkturschwäche am meisten betroffenen US-Wirtschaftszweige (Automobil- und Telekommunikationsbranche).

... Japan ...

In Japan, wo das BIP im zweiten Halbjahr zurückging, zeigte sich ein ähnliches Bild. Niedrigere Ausfuhren in andere asiatische Länder und die USA erklärten zum Teil das Nachlassen der Nettoexporte. Noch stärker wirkte sich diesbezüglich allerdings das beschleunigte Wachstum der Importvolumina in einem Umfeld allgemein schwächerer Inlandsnachfrage aus. Ein weiterer Faktor war das geringere Wachstum der Ausgaben der privaten Haushalte. Ihre Hauptursache hatte die Verschlechterung der inländischen Nachfragebedingungen jedoch in einer Kürzung der öffentlichen Investitionen. Während

die Unternehmensinvestitionen ihr Wachstum bis Ende 2000 fortsetzten, offenbart die jüngste *Tankan*-Erhebung der Bank of Japan ein deutlich geringeres Vertrauen der Wirtschaft, stark gesunkene Nachfrageerwartungen und substantielle Kürzungen der geplanten Investitionsausgaben. Diese Kürzungen könnten sich noch verschärfen, wenn die Banken nurmehr in geringerem Umfang Kredite gewähren können oder wollen. Mit den sich stark häufenden Insolvenzen weisen die Banken erneut einen steigenden Bestand an notleidenden Krediten auf, während sich ihr Spielraum für die Abschreibung solcher Kredite verringert hat, da sich die Buchgewinne in ihren Aktienportfolios in Verluste verwandelt haben. Um die Banken wieder in die Lage zu versetzen, Kredite zu gewähren, schlugen die Behörden ein Programm vor, das den Banken den Anreiz geben soll, Kredite, die an Konkursunternehmen oder vor dem Konkurs stehende Unternehmen gewährt wurden, zu veräußern. Sie machten auch den Vorschlag, eine neue Einrichtung zu schaffen, die bis zu einem Viertel der von Banken gehaltenen Aktien aufkaufen soll.

Der Euro-Raum erfuhr in der zweiten Jahreshälfte ebenfalls eine deutliche Abkühlung. Sie war jedoch weniger ausgeprägt als in den USA und Japan und verlief in den Mitgliedsländern sehr unterschiedlich. Bedingt durch die Abhängigkeit von der Industriegüterausfuhr und einen tatsächlichen Rückgang des privaten Verbrauchs sank das BIP-Wachstum in Deutschland von 4% im ersten auf 2% im zweiten Halbjahr. Auch das Geschäftsklima trübte sich ein. In Frankreich hingegen gewann die Konjunktur im Verlauf des Jahres an Dynamik, das Vertrauen der Verbraucher blieb hoch, und die Unternehmensinvestitionen beschleunigten sich. Nach der weltweiten Abschwächung im Hochtechnologiebereich, bei der die europäischen Telekommunikationsaktien den Rückgang der IT-Werte in den USA nachvollzogen, waren die Produzenten in beiden Ländern mit schlechter werdenden Wachstumsaussichten und strafferen Kreditkonditionen konfrontiert. Da die deutschen Unternehmen die Übernahme von US-Firmen aktiver betrieben hatten, waren sie über ihre Tochtergesellschaften potentiellen Umsatzeinbußen nun jedoch stärker ausgesetzt.

Die Widerstandsfähigkeit des Euro-Raums im Vergleich zu den USA und Japan erklärt sich aus mehreren Faktoren. Erstens war der Euro-Raum mit einer robusten Inlandsnachfrage, einem nicht durch Schulden überbelasteten Unternehmensbereich und einem starken Finanzsektor besser positioniert, den ungünstigen außenwirtschaftlichen Schocks standzuhalten, als Japan. Zweitens unterhält der Euro-Raum weniger Handelsbeziehungen mit den USA und den aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften als Japan, und er profitierte wahrscheinlich von dem anhaltenden Wachstum des Handels und des Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedsländern. Drittens war die Abwärtskorrektur der Aktienkurse im Euro-Raum zwar noch ausgeprägter als in den USA, aber ihre Auswirkungen auf die Ausgaben der privaten Haushalte und die Investitionen waren gering. Der Anteil der privaten Haushalte, die Aktien besitzen, ist nämlich viel niedriger, und die Unternehmen finanzieren ihre Investitionen in höherem Maße mit einbehaltenen Gewinnen und über Banken. Dieser Unterschied bei den Vermögenseffekten ist einer der Gründe, weshalb das Verbrauchervertrauen im Euro-Raum hoch blieb. Schließlich sind die meisten Länder im Euro-Raum weniger von der Herstellung von Hochtechnologie-

... und dem
Euro-Raum

Widerstands-
fähigkeit des Euro-
Raums

ausrüstung abhängig als die USA oder die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, und ihre IT-Investitionen haben sich nur leicht erhöht. Infolgedessen bestand für den Euro-Raum – außer in den Bereichen Telekommunikationsausrüstung und -dienstleistungen – ein geringeres Risiko eines Abschreibungsbedarfs in bezug auf den Kapitalstock sowie einer Rückführung der Unternehmensverschuldung.

Entwicklungen in anderen Ländern

Andere europäische Länder verzeichneten ebenfalls nur eine mäßige Abschwächung der Konjunktur. Im Vereinigten Königreich nahm das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2000 trotz eines leichten Rückgangs gegen Ende des Jahres und eines relativ hohen Außenhandelsanteils mit den USA sogar zu, vor allem aufgrund der Dynamik der Ausgaben der privaten Haushalte und einer expansiven Fiskalpolitik. Auch in der Schweiz wirkten das robuste Ausgabenverhalten der privaten Haushalte und eine außergewöhnlich gute Entwicklung des Arbeitsmarktes der außenwirtschaftlichen Abschwächung entgegen. In Schweden war der Wachstumsrückgang etwas ausgeprägter, denn das Land verfügt über einen verhältnismäßig großen IT-Sektor und ist stärker von den Exporten in die USA abhängig. Darüber hinaus gehört Schweden zu den europäischen Ländern, die den Entwicklungen an den Aktienmärkten am stärksten ausgesetzt sind, da mehr als die Hälfte der privaten Haushalte Aktien halten.

Jüngste Inflationsentwicklung

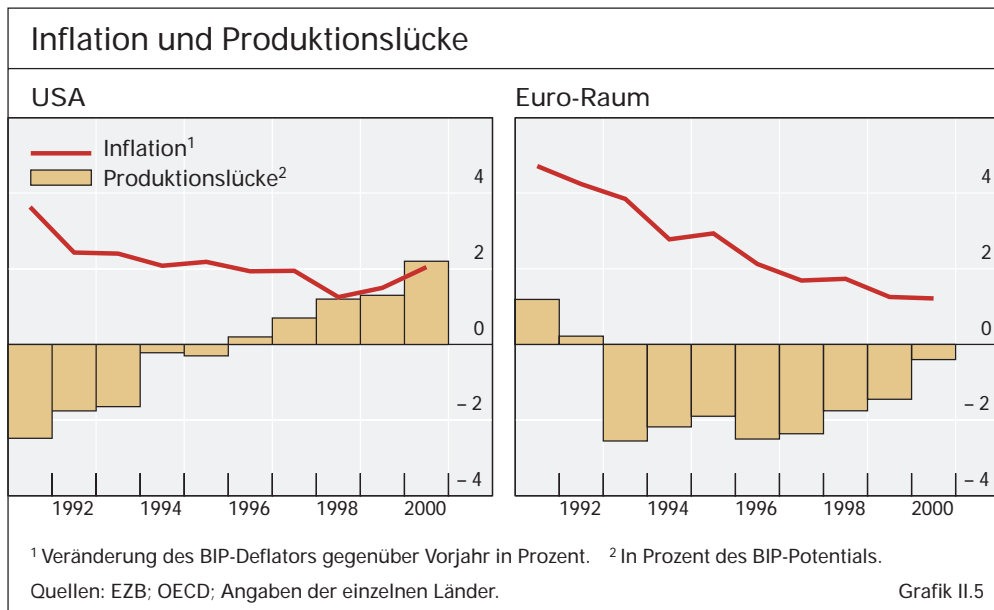
Nur mäßiger Inflationsdruck im Jahr 2000

Trotz des starken gesamtwirtschaftlichen Produktionswachstums und höherer Ölpreise kam es in den Industrieländern im Jahr 2000 nur zu einem mäßigen Anstieg des Inflationsdrucks. Die am Verbraucherpreisindex gemessene Inflationsrate erhöhte sich auf 2¼%, aber die Basisinflationsrate veränderte sich kaum, und der Anstieg des BIP-Deflators, des am weitesten gefaßten Maßes für die Inflation, betrug nur 1¼%. Er war damit etwas höher als 1999, blieb aber deutlich unter dem Durchschnittswert der neunziger Jahre. In den USA lag die Inflation leicht über dem Durchschnitt, während im Euro-Raum die Abwertung des Euro den Effekt der höheren Ölpreise verstärkte. In einigen anderen Ländern hatten indirekte Steuern beträchtliche einmalige Preiserhöhungen zur Folge. Dagegen blieb die Inflation im Vereinigten Königreich im letzten Jahr zumeist unter dem Zielwert. Anhaltende Preisrückgänge in Japan trugen dazu bei, daß sich die Inflationsraten in den Industrieländern weiter auseinanderentwickelten, wie dies schon seit 1997 festzustellen gewesen war.

Niedrige Inflation in den neunziger Jahren u.a. infolge ...

Mit der günstigen Inflationsentwicklung des letzten Jahres setzte sich der während der gesamten neunziger Jahre zu beobachtende Trend zu beständig überhöhten Vorausschätzungen der Preisänderungen fort. Es war tatsächlich ungewöhnlich, daß sich der Preisauftrieb in einem allgemein dynamischen konjunkturellen Umfeld und bei Anspannungen an den Arbeitsmärkten weiterhin so deutlich verlangsamt (Grafik II.5).

Neben der Geldpolitik mit Preisstabilität als ihrem wichtigsten Ziel gibt es weitere Erklärungen für die jüngste Inflationsentwicklung, die sich drei allgemeinen Kategorien zuordnen lassen. Die eine besagt, daß sich einige Faktoren, die den Inflationsprozeß prägen, *dauerhaft* verändert haben, so daß



die traditionellen Prognosemodelle nicht mehr anwendbar sind. Am anderen Ende des Spektrums steht der Ansatz, wonach die traditionellen Modelle nach wie vor gültig sind, solange verschiedene *vorübergehende* und sich möglicherweise wieder umkehrende angebotsseitige Schocks berücksichtigt werden. Erklärungen der dritten Kategorie – im Grunde eine Mischung der beiden anderen – sind beispielsweise, daß die herkömmlichen Modelle noch gelten, daß sich aber einige der Schlüsseldeterminanten geändert und zu langanhaltenden (jedoch nicht permanenten) Verlagerungen im Inflationsverlauf geführt haben.

In die erste Kategorie gehört das Argument, daß sich der Trade-off zwischen Wachstum und Inflation durch den größeren Einfluß von Marktkräften verbessert hat und noch weiter verbessern wird. An weniger regulierten Gütermärkten dürften die Absatzbedingungen durch einen höheren Grad an Preiselastizität gekennzeichnet sein, was die Unternehmen veranlaßt bzw. zwingt, ihre Gewinnspannen zu verringern und sich verstärkt um Kostensenkungen zu bemühen. In ähnlicher Weise könnte die Ansicht vertreten werden, daß Fortschritte im elektronischen Handel und in der Datenübertragung die Funktionsweise von freien Märkten verändern. Auch die Angebotsfunktionen reagieren tatsächlich immer mehr auf Preisänderungen, was langanhaltende Folgen für das Preissetzungsverhalten der Unternehmen hat. Zudem besteht vermehrt Grund zu der Annahme, daß verschiedene Strukturveränderungen dazu beigetragen haben, die Inflation zu senken, und daß sich diese Änderungen fortsetzen werden. In den europäischen Versorgungsgüterbranchen (vor allem Telekommunikation und Energie) waren als Folge von Deregulierung und Privatisierung erhebliche Preissenkungen zu verzeichnen. Darüber hinaus hat sich durch die Schaffung des Binnenmarktes mit einer gemeinsamen Währung der Wettbewerb im gesamten Euro-Raum zunehmend verschärft. Die negative Inflation in Japan wird ebenfalls häufig auf Restrukturierungs- und Deregulierungseffekte sowie auf den technologischen Fortschritt und eine größere Öffnung für Importe zurückgeführt.

... besser funktionierender Gütermärkte ...

... und eher vorübergehender Einflußfaktoren

Beim zweiten Erklärungsansatz wird bisweilen die These vertreten, daß das bewährte Modell der Phillips-Kurve die Inflation recht gut nachvollzieht, sofern dem bedeutenden Rückgang der Rohstoffpreise in den neunziger Jahren entsprechend Rechnung getragen wird. Dann wieder wird hervorgehoben, daß auch andere, aber vorübergehende Preis- oder Angebotschocks berücksichtigt werden müssen. Dazu gehören die stark rückläufigen Computerpreise und – in den USA fast das ganze letzte Jahrzehnt über – der geringfügige Anstieg der Kosten im Gesundheitswesen sowie die Berichtigung der systematischen Überzeichnung der gemessenen Inflationsrate. Läßt man Unklarheiten bezüglich des exakten quantitativen Einflusses dieser Elemente einmal beiseite, bedeutet dies u.a., daß die Schocks, die zu den günstigen Inflationsbewegungen geführt haben, nicht von Dauer und möglicherweise durchaus reversibel sind. Der Anstieg der Ölpreise seit 1998 verdeutlicht denn auch, wie Vorteile, die durch positive, aber nur vorübergehende Angebotschocks entstanden sind, wieder verlorengehen können. Auch einige der Änderungen im Lohnverhalten, wie sie weiter unten beschrieben werden, könnten sich als nur temporär und umkehrbar erweisen. Dies steht in krassem Gegensatz zu der extremen New-Economy-Auffassung, daß die niedrige Inflation Ausdruck eines grundlegenden und dauerhafteren Wandels der Lohn- und Preispolitik sei.

Weitere Ursachen:
– niedrigere NAIRU

Der dritte Erklärungsansatz würde – in seiner einfachsten Form – die niedrige Inflation der neunziger Jahre darauf zurückführen, daß die strukturelle Arbeitslosenquote (inflationstabile Arbeitslosenquote, NAIRU) in mehreren Ländern gesunken ist. Der Hauptunterschied zum zweiten Erklärungsansatz besteht darin, daß die Veränderung der NAIRU nicht vorübergehend, sondern dauerhaft ist. Das herkömmliche Inflationsmodell gilt jedoch weiterhin, und eine Verringerung der Inflation ist nur solange festzustellen, wie die tatsächliche Arbeitslosenquote die neue, niedrigere NAIRU noch nicht erreicht hat. Oft wird der Rückgang der NAIRU einem verstärkten Einfluß der Marktkräfte zugeschrieben. Die Arbeitsmärkte in den englischsprachigen Ländern funktionieren inzwischen merklich besser, und in einigen Ländern Kontinentaleuropas waren in jüngster Zeit ebenfalls Fortschritte zu beobachten. Sowohl in den USA als auch im Vereinigten Königreich liegt die Arbeitslosenquote nunmehr unter dem Niveau, das früher gewöhnlich mit einem zunehmenden Lohnkostendruck verbunden war. Auch die beeindruckende Beschäftigungszunahme und die sinkenden Arbeitslosenquoten in kontinentaleuropäischen Ländern gingen bisher nur mit einem leicht höheren Lohnkostendruck einher.

– höheres Produktivitätswachstum

Andere Erklärungen für eine mögliche Veränderung der Bestimmungsfaktoren für die Inflation stützen sich auf die Art und Weise, wie die Informationstechnologie die traditionellen Beziehungen zwischen den Wirtschaftsakteuren verändert hat. Die wohl am häufigsten angeführte Veränderung dieser Art ist die Beschleunigung des Produktivitätswachstums in den USA und einer Anzahl weiterer Länder im Laufe der neunziger Jahre (s. weiter unten). Ähnlich wie die niedrigere NAIRU wird ein dauerhaft höheres Produktivitätswachstum die Inflation nur so lange senken, wie die gesamtwirtschaftliche Nachfrage noch nicht das neue, höhere Ausmaß des Produktionspotentials erreicht hat. Diese Erklärung setzt außerdem voraus, daß sich die

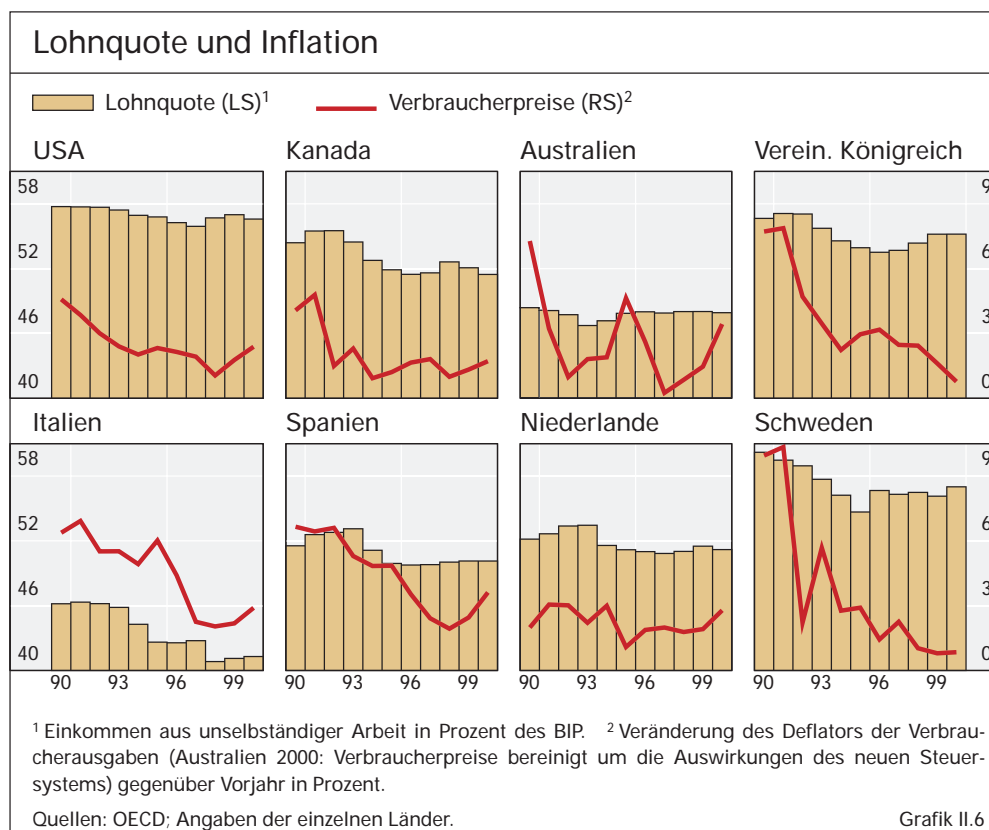
Erwartungen künftiger Gewinne nicht übermäßig erhöhen, so daß die Nachfrage rascher wächst als die Produktion, wie dies in den USA Anfang 2000 zu beobachten war.

Einem wieder anderen Argumentationsansatz zufolge hängt die Inflationsentwicklung vom tatsächlichen Inflationsniveau ab. Vor allem in einem Umfeld niedriger Inflation und einer auf Preisstabilität abzielenden Geldpolitik sind die Erwartungen meist besser verankert und die Inflationsraten dadurch stabiler. Nach dieser Auffassung sind der schwindende Spielraum der Unternehmen, die Preise über die erwartete Inflationsrate hinaus anzuheben, sowie die verminderte Überwälzung der Kosten auf die Preise im wesentlichen darauf zurückzuführen, daß die tatsächliche Inflation reagibler geworden ist. In Zeiten niedriger Inflation lassen die Arbeitnehmer und die Unternehmen in der Lohn- und Preispolitik preistreibende Schocks teilweise außer acht. Daneben werden in einem Umfeld niedriger Inflation Wechselkursänderungen eher als vorübergehend und reversibel betrachtet, was dazu führt, daß die Inlandspreise unempfindlicher auf Währungsschocks reagieren. Die Erfahrungen in Kanada 1991–93, in Italien, im Vereinigten Königreich und in Schweden nach der Krise im EWS-Wechselkursmechanismus 1992 sowie in Australien als Folge der Asien-Krise und im vergangenen Jahr lassen darauf schließen, daß die Überwälzung von Wechselkursänderungen auf die inländischen Preise im letzten Jahrzehnt tatsächlich abgenommen hat.

– die niedrige Inflation selbst

Vor diesem Hintergrund läßt sich die günstige Inflationsentwicklung der neunziger Jahre nicht auf einen einzigen Faktor zurückführen. Vielmehr scheint sie von verschiedenen Faktoren und deren Zusammenwirken abhängig zu sein.

Nicht nur eine einzige gültige Erklärung ...



Oft wird auf den geringeren Spielraum der Unternehmen bei der Preisgestaltung (und die niedrigeren Gewinnspannen) im immer schärferen Wettbewerb an den nationalen und internationalen Märkten verwiesen. Wäre dies aber die einzige Veränderung, wäre die auf niedrigem Niveau stabile Inflation mit einer höheren Lohnquote einhergegangen. Doch im letzten Jahrzehnt stagnierte die Lohnquote weitgehend oder sank sogar (Grafik II.6). Auffallend ist tatsächlich, daß für alle in der Grafik dargestellten Länder eine signifikante und positive Korrelation zwischen Inflationsrate und Lohnquote besteht.

... aber geringerer Einfluß von Schocks wegen Kräfteverschiebung an den Märkten

Eine plausible Erklärung für den rückläufigen Trend der Lohnquote könnte eine Verschiebung des Kräfteverhältnisses auf den Güter- und Arbeitsmärkten sein. Anders als in den siebziger und achtziger Jahren werden nicht mehr beide Märkte von Anbietern beherrscht. Wie bereits angeführt, haben die Unternehmen (die Anbieter) ihre Preissetzungsautonomie an den Absatzmärkten weitgehend eingebüßt. Gleichzeitig haben die Arbeitnehmer ihre Preismacht an den Arbeitsmärkten größtenteils verloren, da verschiedene Arbeitsmarktvorschriften und -beschränkungen gelockert oder ganz aufgehoben wurden und der Anteil gewerkschaftlich organisierter Arbeitnehmer abgenommen hat; in einigen Fällen hat auch die hohe Arbeitslosigkeit dazu beigetragen. In einem solchen Umfeld wirken sich negative Schocks (z.B. höhere Importpreise) meist nur mäßig auf die Inflation aus, da die Unternehmen ihre gestiegenen Kosten nicht auf die Preise überwälzen und sich Lohnausgleichsforderungen erfolgreich widersetzen können. Ebenso wird ein autonomer Anstieg des Produktivitätswachstums in erster Linie zu niedrigeren Preisen und in Verbindung damit zu einem Anstieg der Reallöhne führen, ohne daß sich das Nominallohnwachstum verändert hätte.

Produktivitätstrends und Aussichten für die Weltwirtschaft

Fragen in bezug auf das Produktivitätswachstum

Die günstige Inflationsentwicklung in den USA und anderen Industrieländern hat zwar den Spielraum für eine expansive Wirtschaftspolitik vergrößert, Ausmaß und Dauer des gegenwärtigen Abschwungs werden aber auch von der Art der jüngsten Produktivitätsentwicklung beeinflusst. Drei Fragen sind hier wesentlich: War außer in den USA auch in anderen Ländern ein stärkerer Produktivitätszuwachs zu beobachten? Inwieweit wurde der sprunghafte Anstieg des Produktivitätswachstums in den USA von den Investitionen in IT-Ausrüstung und den Entwicklungen im Hochtechnologiebereich getragen? Und in welchem Maße ist die jüngste deutliche Beschleunigung des Wachstums bei der Arbeitsproduktivität konjunkturbedingt?

Produktivitätswachstum in den USA und Australien

Was die Produktivitätsentwicklung in anderen Industrieländern betrifft, so hatte in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre nur Australien einen höheren Anstieg der Arbeitsproduktivität zu verzeichnen als die USA (Tabelle II.1). Australien ist auch das einzige Land neben den USA, wo sich das Wachstum der Arbeitsproduktivität in diesem Zeitraum gegenüber der ersten Hälfte der neunziger Jahre und den achtziger Jahren beschleunigte. Erwähnenswert ist zudem, daß die Beschleunigung in beiden Ländern hauptsächlich einem offenbar rascheren technologischen Fortschritt zuzuschreiben ist, wie er am Wachstum der Mehrfaktorenproduktivität gemessen wird (d.h. dem

Produktionsanstieg, der nicht auf einen höheren Input an Arbeit oder Kapital zurückgeht), und sich deshalb als nachhaltiger erweisen könnte. Der Beitrag der Verbesserungsinvestitionen (d.h. der Steigerung der Kapitalausstattung je Beschäftigten) scheint geringer gewesen zu sein, wenngleich dies teilweise vom verwendeten Datenmaterial abhängt (s. weiter unten).

In allen in der Tabelle aufgeführten Ländern des Euro-Raums war das Wachstum der Arbeitsproduktivität in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre rückläufig. Am stärksten war der Rückgang in Frankreich, Italien, den Niederlanden und Spanien, also den Ländern, die bei der Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen und der Beschäftigungsförderung am erfolgreichsten waren. In Frankreich scheint die Schaffung von Arbeitsplätzen durch die Senkung der Sozialversicherungsabgaben für wenig qualifizierte Arbeitskräfte begünstigt worden zu sein. In Italien, Spanien und den Niederlanden wurden die zuvor unverhältnismäßig hohen Entlassungskosten gemindert und befristete Beschäftigung sowie Teilzeitarbeit gefördert. Der Erfolg dieser Maßnahmen ist zu begrüßen, doch gingen damit ein beträchtlicher Anstieg der Arbeitsintensität der Produktion und eine entsprechende Abschwächung des Wachstums der Arbeitsproduktivität einher. Auch die nordischen Länder können dieser Gruppe zugerechnet werden, während die Situation in der Schweiz schwieriger zu interpretieren ist. Hier konnte die Arbeitslosenquote in nur drei Jahren von über 5% auf unter 2% gesenkt werden. Doch anders als in den Ländern des Euro-Raums hat sich das Wachstum der Arbeitsproduktivität im Vergleich zur ersten Hälfte der neunziger Jahre sogar erhöht.

In Europa schwächeres Produktivitätswachstum, aber besser funktionierende Arbeitsmärkte

Neben den Auswirkungen der Arbeitsmarktreformen dürfte das im Vergleich zu den USA langsame Wachstum von Arbeits- und Mehrfaktoren-

IT-Revolution

Veränderung der Arbeitsproduktivität im Unternehmensbereich									
	Produktion je Stunde	darunter:		Produktion je Stunde	darunter:		Produktion je Stunde	darunter:	
		Kapital ¹	MFP ²		Kapital ¹	MFP ²		Kapital ¹	MFP ²
	1996–99			1990–95			1981–89		
Jahresrate in Prozent und Prozentpunkten									
Australien	3,1	1,0	2,1	1,8	0,6	1,2	1,5	0,5	1,0
USA	2,3	0,5	1,8	1,0	0,2	0,8	1,3	0,2	1,1
Deutschland	2,1	1,0	1,1	2,2	1,2	1,0	...	...	...
Japan	2,1	1,2	0,9	2,9	1,6	1,3	3,1	1,1	2,0
Schweiz	1,9	1,0	0,9	0,7	1,2	-0,5	...	...	...
Schweden	1,7	0,6	1,1	2,1	0,9	1,2	1,5	0,6	0,9
Frankreich	1,6	0,5	1,1	2,3	1,4	0,9	3,4	1,1	2,3
Vereinigtes Königreich	1,5	0,5	1,0	1,8	0,6	1,2	3,4	0,5	2,9
Norwegen	1,4	0,3	1,1	3,2	0,7	2,5	1,4	0,9	0,5
Kanada	0,9	0,6	0,3	1,4	1,1	0,3	1,4	1,3	0,1
Dänemark	0,9	0,6	0,3	3,7	1,3	2,4	2,5	...	...
Italien	0,7	0,8	-0,1	2,7	1,4	1,3	2,3	0,9	1,4
Niederlande	0,4	-0,2	0,6	2,9	0,9	2,0	3,4	...	...
Spanien	0,4	0,3	0,1	2,6	2,0	0,5	3,9	...	...

¹ Steigerung der Kapitalintensität. ² Mehrfaktorenproduktivität.
Quelle: *Federal Reserve Bulletin*, USA, Oktober 2000 (auf der Basis von OECD-Daten). Tabelle II.1

produktivität im Euro-Raum auch auf den unterschiedlichen Einfluß der umwälzenden Fortschritte in der Informationstechnologie zurückzuführen sein. Die USA profitierten viel stärker von der Produktion und dem Einsatz von Hochtechnologieausrüstung als die Länder des Euro-Raums. Darüber hinaus wurden die Vorteile aus der Innovation durch den starken Wettbewerb auf dem US-Markt zweifellos vergrößert. In Europa hingegen sind die IT-Produktion und der Einsatz von Hochtechnologieausrüstung noch nicht so weit fortgeschritten, und der Wettbewerb auf den Märkten ist weniger intensiv. Mit der anhaltenden Liberalisierung der Güter- und Arbeitsmärkte und der Übernahme von Innovationsprozessen aus den USA könnte sich das Produktivitätswachstum in den europäischen Ländern mittelfristig jedoch noch beschleunigen.

Produktivitätswachstum in anderen Ländern

Sowohl das Vereinigte Königreich als auch Kanada mußten ein schwächeres Wachstum der Arbeitsproduktivität hinnehmen, was damit zusammenhängen könnte, daß die Effekte höherer Investitionsgüteraussgaben von den Auswirkungen der Deregulierung am Arbeitsmarkt mehr als ausgeglichen wurden. Auch in Japan ließ das Produktivitätswachstum sowohl im Laufe der neunziger Jahre als auch im Vergleich zu den achtziger Jahren nach. Angesichts des geringen gesamtwirtschaftlichen Wachstums in den letzten zehn Jahren war dies vielleicht zu erwarten gewesen. Größtenteils ist die niedrigere Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität jedoch auf den offensichtlich langsameren technologischen Fortschritt (bzw. Anstieg der Mehrfaktorenproduktivität) zurückzuführen, was bedeutet, daß es sich um einen länger anhaltenden Effekt handeln könnte. Im Gegensatz dazu blieb der Beitrag von Investitionen zur Steigerung der Kapitalintensität relativ stabil.

Rolle der IT-Investitionen und der IT-Branche in den USA

Im Mittelpunkt der zweiten Frage (nach der Rolle der IT-Branche und der IT-Investitionen in den USA) steht, daß sich der höhere Beitrag von Investitionen zur Steigerung der Kapitalintensität während der zweiten Hälfte der neunziger Jahre allein mit den Investitionen in IT-Ausrüstung erklären läßt (Tabelle II.2). Der Beitrag anderer Unternehmensinvestitionen (ohne IT-Ausrüstung und -Anlagen) blieb auf einem Niveau deutlich unter dem des Zeitraums 1974–90 konstant. Der zunehmende Einfluß des technologischen Fortschritts verteilte sich offenbar etwa gleichmäßig auf die Hersteller und die Verwender von IT-Ausrüstung. Bei letzteren konnten im Groß- und Einzelhandel sowie im Finanzsektor besonders hohe Produktivitätszuwächse verzeichnet werden. Dagegen ging das Produktivitätswachstum im Transport und Verkehr, im Nachrichtenwesen und bei der Herstellung von nichtdauerhaften Konsumgütern zurück.

Höhe des Potentialwachstums in den USA

Die dritte Frage, d.h. inwieweit das Produktivitätswachstum konjunkturbedingt ist, hat vielleicht die größte Bedeutung für die kurzfristigen Aussichten der US-Wirtschaft, ist aber leider auch am schwierigsten zu beantworten. Vielen Schätzungen zufolge hat sich das Potentialwachstum in den USA von 2–2,5% in den achtziger Jahren und der ersten Hälfte der neunziger Jahre auf nunmehr 3,5–4% erhöht. Bei einer jährlichen Zunahme der Erwerbsbevölkerung um gut 1% würde das einen anhaltenden Anstieg der Arbeitsproduktivität um 2,5–3% bedeuten. Ein solcher Anstieg wurde jedoch erst gegen Ende des Zeitraums 1995–2000 registriert. Um diesen Wert zu halten, müßten

Beitrag zur Steigerung der Arbeitsproduktivität im US-Unternehmensbereich (ohne Landwirtschaft)			
	1996–99	1991–95	1974–90
	Jahresrate in Prozent und Prozentpunkten		
Arbeitsproduktivität	2,6	1,5	1,4
Steigerung der Kapitalintensität	1,1	0,6	0,8
Informationstechnologiekapital ¹	1,0	0,5	0,4
Sonstiges Kapital	0,1	0,1	0,4
Qualität des Erwerbspotentials	0,3	0,4	0,2
Mehrfaktorenproduktivität	1,2	0,5	0,3
Hochtechnologiebereiche ²	0,7	0,3	0,2
Sonstige Wirtschaftszweige	0,5	0,2	0,1

Anmerkung: Berechnungen der Autoren auf der Basis von Daten des Bureau of Labor Statistics und des Bureau of Economic Analysis.
¹ Hardware-, Software- und Kommunikationsausrüstung. ² Computer- und Halbleiterindustrie.
Quelle: S.D. Oliner und D.E. Sichel, „The resurgence of growth in the late 1990s: Is information technology the story?“, *Journal of Economic Perspectives*, Herbst 2000. Tabelle II.2

die Investitionsgüteraussgaben außerdem im selben Ausmaß weiterwachsen wie bis Mitte letzten Jahres. Sollte sich das Potentialwachstum tatsächlich auf etwa 4% erhöht haben, dann hätten die Gewinne und die Aktienkurse eine solidere Unterstützungsbasis. Wenn sich daraufhin die Verbraucherausgaben wieder belebten, wäre die derzeitige Konjunkturabschwächung in den USA von kürzerer Dauer und vielleicht überwiegend auf eine Lageranpassung begrenzt. Sollten dagegen die oben angeführten Schätzungen des langfristigen Produktions- und Produktivitätsanstiegs zu hoch angesetzt sein, dürften auch die derzeitigen Erwartungen des Ertragswachstums zu optimistisch sein. Dann blieben sowohl die Konsum- als auch die Investitionsausgaben wahrscheinlich verhalten und könnten sogar weiter zurückgehen.

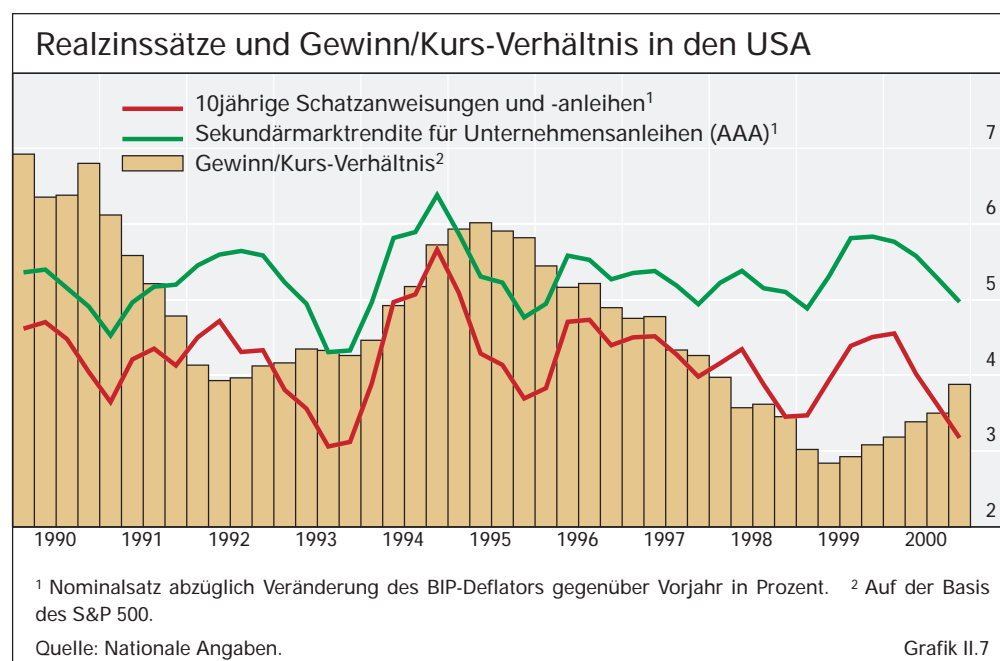
Die Beurteilung der dauerhaften bzw. trendmäßigen Komponente des Anstiegs der Arbeitsproduktivität anhand der jüngsten Erfahrungen wird durch ein anderes Problem erschwert. Möglicherweise hat sich die Arbeitsproduktivität infolge der konjunkturbedingten Nachfragestärke nur vorübergehend erhöht. Die aktuellen Schätzungen machen diese Problematik deutlich, denn je nach den getroffenen Annahmen und den verwendeten Methoden liegen sie weit auseinander. Nach Schätzungen des US-Sachverständigenrats war die Steigerung der Arbeitsproduktivität von 1995 bis 2000 überwiegend strukturbedingt, was bedeuten würde, daß die höhere Einschätzung des Potentialwachstums gerechtfertigt ist. Dagegen schreiben einige Volkswirte aus dem privaten Bereich ein Drittel bis die Hälfte der Steigerung konjunkturellen Faktoren zu. Die aktuellen Wirtschaftsindikatoren lassen auf eine relativ große zyklische Komponente schließen. Die Entwicklung des Kapazitätsauslastungsgrads in der Industrie stützt in gewisser Weise die Ansicht, daß die Investitionen (vor allem in Hochtechnologieausrüstung) zurückgehen und damit dem bisherigen Wachstum der Arbeitsproduktivität einen positiven Einflußfaktor entziehen könnten. In den letzten drei Jahren, als die Industrieproduktion um jährlich 5–6% stieg, blieb der Kapazitätsauslastungsgrad unter dem lang-

Schätzungen
der zyklischen
Komponente

fristigen Durchschnitt, und mit der Abschwächung des Wachstums im zweiten Halbjahr 2000 ging er stark zurück. Zudem sind die Probleme, denen sich viele junge Hochtechnologieunternehmen in letzter Zeit bei der Finanzierung ihrer Geschäftstätigkeit gegenübersehen, möglicherweise ein Hinweis darauf, daß die Arbeitsproduktivität nicht nur von dem geringeren Beitrag der Investitionen zur Steigerung der Kapitalintensität, sondern auch von einem langsameren technologischen Fortschritt beeinträchtigt werden könnte. Die jüngsten Zahlen über das Wachstum der Arbeitsproduktivität liefern Grund zur Besorgnis. Während zu Beginn des Konjunkturrückgangs im letzten Jahr die Produktivität je Arbeitsstunde noch mit rund 4½% gewachsen war, nahm sie im ersten Quartal dieses Jahres sogar ab. Aber angesichts des Tempos der Produktionsabschwächung sowie der Hemmnisse bei der Beschäftigungsanpassung, selbst in einer Volkswirtschaft mit einem flexiblen Arbeitsmarkt, lassen sich die langfristigen Produktivitätstrends anhand der jüngsten Zahlen nur unvollständig und ungenau messen.

Finanzmarkt-
indikatoren

Die aktuellen Finanzmarktindikatoren für die USA scheinen darauf hinzudeuten, daß die Anleger – zu Recht oder zu Unrecht – die Einschätzung eines jährlichen Wachstumspotentials von knapp 4% akzeptiert haben (Grafik II.7). Nachdem die Kurs/Gewinn-Verhältnisse seit Anfang letzten Jahres nach unten korrigiert wurden, dürfte sich aus den impliziten Eigenkapitalrenditen ein langfristiges Wachstumspotential von etwa 3½% herleiten lassen, was nur knapp unter der allgemeinen Einschätzung liegt. Das könnte bedeuten, daß die Aktienanleger die jüngsten Rücknahmen bei den Ertragsprognosen als nur vorübergehend betrachten. Problematischer ist es, die reale Verzinsung langfristiger Anleihen als Näherungswert für den langfristigen Wachstumspfad zu verwenden. Das Ergebnis hängt dabei nicht nur vom angenommenen Nominalzins, sondern auch von der Messung der Inflationserwartungen ab.



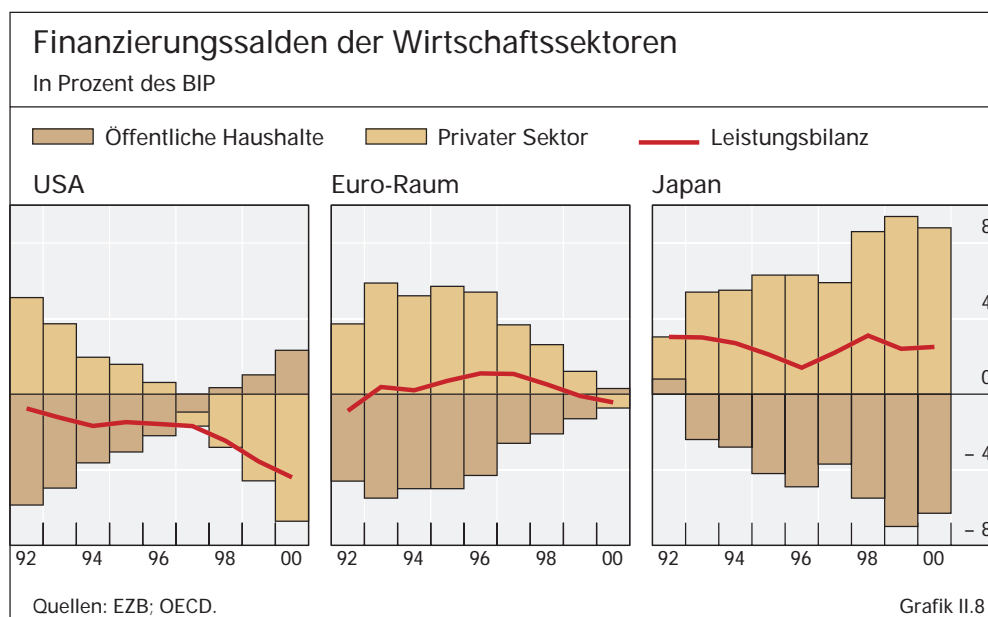
Finanzierungssalden, Ersparnis und Verschuldung

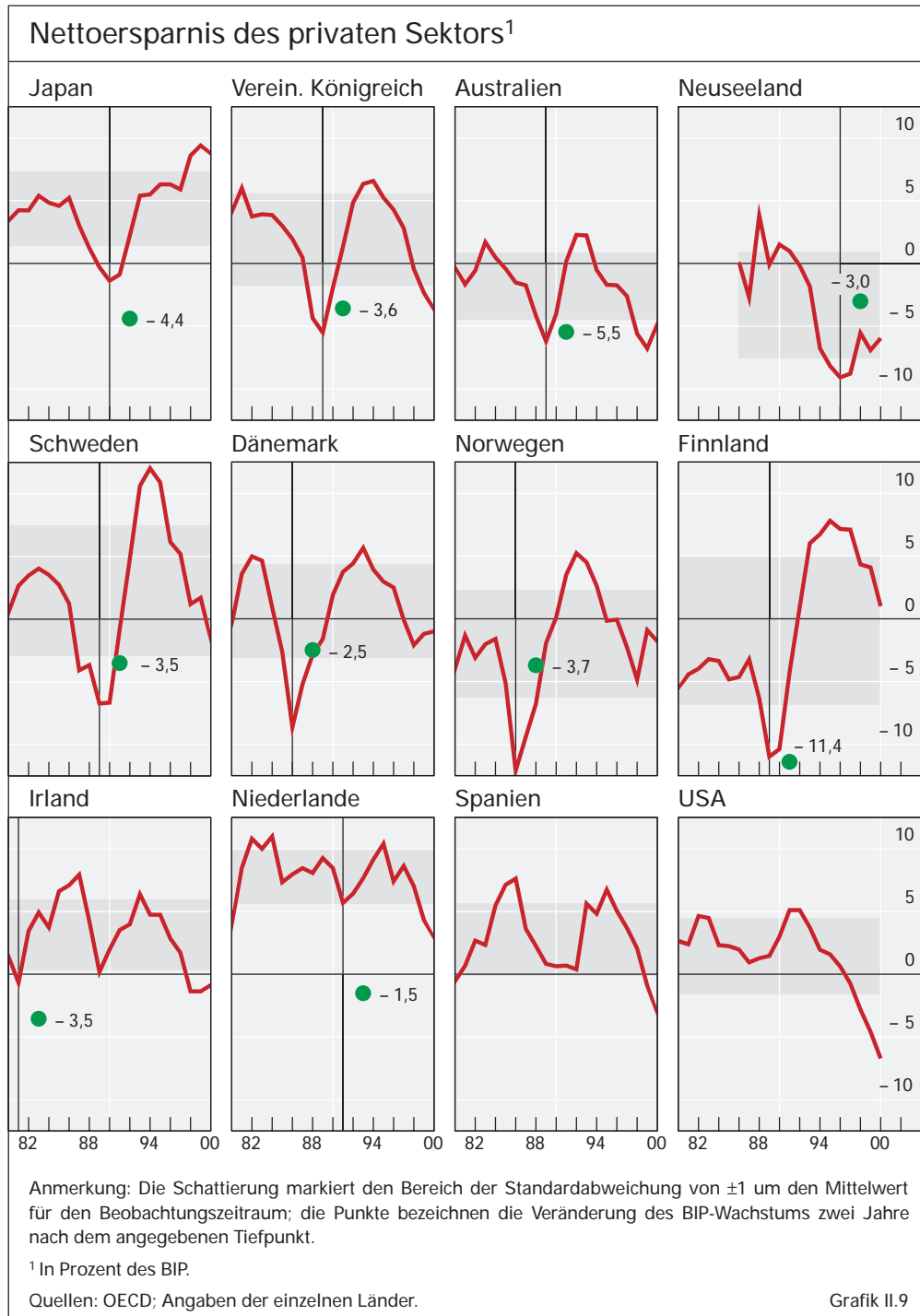
Mit dem Nachlassen der US-Konjunktur im zweiten Halbjahr 2000 kam die Frage auf, ob sich nun Übersteigerungen und Schwachstellen zeigen würden, die in den Jahren zuvor durch das rasche Wachstum verdeckt worden waren. Dies bedarf einer Betrachtung aus verschiedenen Blickwinkeln. So war festzustellen, daß im Jahr 2000 die Nettoersparnis (Ersparnis abzüglich Investitionen) des privaten Sektors auf $-6\frac{1}{2}\%$ des BIP (Grafiken II.8 und II.9) sank, verglichen mit einem anhaltenden Überschuß während der gesamten achtziger und der frühen neunziger Jahre. Zwar wurde dieses Defizit mühelos durch staatliche und ausländische Ersparnisse finanziert, doch könnten immer noch Probleme auftreten. In der Vergangenheit folgte auf Jahre, in denen die Nettoersparnis des privaten Sektors deutlich unter ihren langfristigen Durchschnitt fiel (und die Kredite an den privaten Sektor besonders stark expandierten, s. Kapitel VII), zumeist eine spürbare Verlangsamung des BIP-Wachstums (Grafik II.9). Dies war nach 1986 in Dänemark und Norwegen der Fall, Ende der achtziger Jahre im Vereinigten Königreich, in Australien und in Finnland sowie nach 1990 in Japan. Außerdem haben in einigen anderen Industrieländern, in denen die private Nettoersparnis im letzten Jahr deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt lag (Irland, Niederlande, Spanien), die Befürchtungen immer mehr zugenommen, daß es zu einer Überhitzung der Konjunktur und zu Finanzierungsungleichgewichten kommen könnte.

Perioden deutlich rückläufiger privater Nettoersparnis

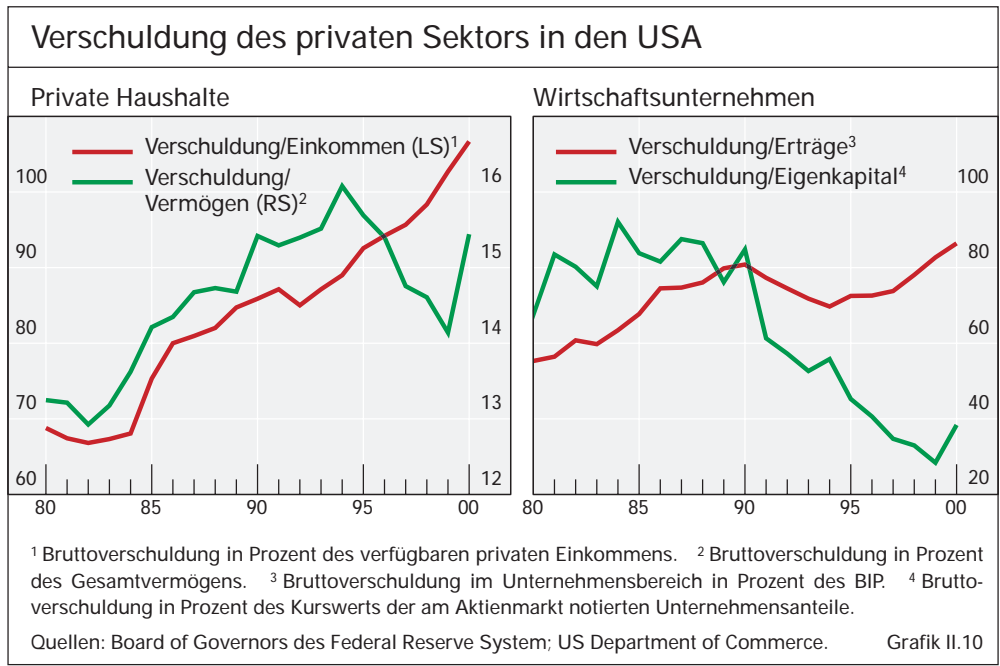
Auffallend war auch, wie rasch der Finanzierungssaldo im privaten Sektor der USA ins Ungleichgewicht abglitt, nämlich seit 1992 um fast 12 Prozentpunkte gemessen am BIP. Die damit im Zusammenhang stehende höhere Verschuldung (Grafik II.10) sowie die Befürchtung, daß ein langsamerer Anstieg des Nominaleinkommens und des Cash-flows zu Schuldendienstproblemen führen könnte, trugen mit dazu bei, daß sich die Bedingungen an den Kreditmärkten verschärfen und die Banken strengere Kreditkonditionen auferlegten. Im vergangenen Jahr war der Anteil der Banken, die ihre Kreditkonditionen

Schärfere Kreditkonditionen





strafften, so hoch wie zuletzt bei der Rezession von 1990/91. Zudem waren die Renditenaufschläge für Unternehmensanleihen Ende 2000 größer als auf dem Höhepunkt der Krise von 1998 (Kapitel VI). Neben den steigenden Schuldenständen haben möglicherweise auch die beschleunigten technologischen Veränderungen im Zusammenhang mit der New Economy bei den Anleihe-inhabern Bedenken über die Bonität zuvor als erstklassig bewerteter Schuldner hervorgerufen. Unternehmen, die in hohem Maße in Hochtechnologieaus-rüstung investiert haben, sehen sich mit ungewissen Ertragsaussichten kon-frontiert und werden kaum in der Lage sein, stabile Cash-flows zu generieren.



Außerdem wird sich ihr Abschreibungsaufwand zu Beginn deutlich bzw. sogar jäh erhöhen, wenn ihr Kapitalstock aufgrund neuer Technologien tatsächlich veraltet.

Natürlich müssen die Entwicklungen der privaten Nettoersparnis und der Verschuldung in den wichtigsten Volkswirtschaften im Zusammenhang mit den Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Spar- und Investitionstätigkeit sowie ihrer Gliederung nach Sektoren betrachtet werden. Erstens blieb die gesamtwirtschaftliche Sparquote in den USA in Prozent des BIP gemessen während der neunziger Jahre vergleichsweise stabil. Angesichts des traditionell prozyklischen Sparverhaltens und der raschen Einkommensexpansion dürfte diese scheinbare Stabilität eine Verschlechterung der zugrundeliegenden Sparquote verdecken. Dennoch scheint das größere gesamtwirtschaftliche Defizit in der Ersparnisbildung in erster Linie auf die lebhaftere Investitionskonjunktur zurückzuführen zu sein. Dies steht in krassem Gegensatz zur Entwicklung in Japan, wo die unsicheren Zukunftsaussichten zur Folge hatten, daß die private Ersparnis relativ hoch blieb und die gesamtwirtschaftliche Sparquote nicht so steil sank wie die gesamtwirtschaftliche Investitionsquote. Im Euro-Raum zeigte sich ein wieder anderes Bild: Dort blieben die gesamtwirtschaftlichen Spar- und Investitionsquoten im letzten Jahrzehnt weitgehend stabil.

Zweitens war der Rückgang der privaten Ersparnisbildung (und die damit verbundene Zunahme der Finanzierungsungleichgewichte und der Verschuldung) bei den privaten Haushalten im allgemeinen ausgeprägter als bei den Unternehmen (Tabelle II.3). Seit ihrem Höchststand im Jahr 1992 ist die Sparquote der privaten Haushalte in den USA um beinahe 9 Prozentpunkte gefallen, und in Kanada, Schweden und Finnland war der Rückgang sogar noch größer. Die Verschuldung im Verhältnis zum BIP ist bei den privaten Haushalten in den USA stärker angestiegen als bei den Unternehmen. Ähnlich

Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis

Allgemein sinkende Ersparnis der privaten Haushalte

war die Situation in den Niederlanden und Australien sowie, in geringerem Ausmaß, auch in Italien und Kanada. Niedrigere Hypothekensätze halfen jedoch in vielen Ländern, die Kosten des Schuldendienstes trotz steigender Verschuldung zu begrenzen. Dazu kommt, daß die Verschuldung der privaten Haushalte gemessen an der Vermögensentwicklung stabil blieb oder abnahm; dies dürfte sich allerdings mit dem jüngsten Aktienkurseinbruch in einigen Fällen geändert haben.

Höhere
Verschuldung von
US-Unternehmen

Drittens erreichte die Verschuldung der Unternehmen in den USA im Verhältnis zu deren Wertschöpfung zwar einen historischen Höchststand, doch ist der Verschuldungsgrad in den letzten zehn Jahren bedeutend gesunken, und das trotz beträchtlicher fremdfinanzierter Aktienrückkäufe (Grafik II.10). Im Falle von überhöhten Investitionen und – auf der Grundlage zukünftiger Ertragsaussichten – überzogenen Aktienkursen würde dieser Verschuldungsgrad natürlich ein falsches Bild vermitteln. Aber auch wenn nicht Markt-, sondern Buchwerte angesetzt würden, hätte der Verschuldungsgrad im letzten Jahr immer noch unter seinem langfristigen Durchschnitt gelegen. Zudem war die Nettozinslast im Verhältnis sowohl zum Cash-flow als auch zum Umlaufvermögen während der neunziger Jahre weitgehend stabil. Bei einer Klassifizierung der Schulden- und Liquiditätskennzahlen nach Betriebsgröße ist allerdings eine zunehmende Anfälligkeit kleiner Unternehmen zu erkennen. Die Wahrscheinlichkeit, daß solche Unternehmen an den Finanzmärkten unter Druck geraten, ist größer, und zwar vor allem dann, wenn sie noch keine über längere Zeit erfolgreiche Ertragsentwicklung vorweisen können.

Entwicklung der Sparquote der privaten Haushalte								
	Prozent und Prozentpunkte							
	Kanada	Schweden	Finnland	USA	Italien	Neusee-land	Dänemark	Vereinigtes Königreich
Höchststand neunziger Jahre (Jahr)	13,2 (1991)	11,5 (1993)	10,0 (1992)	8,7 (1992)	18,7 (1991)	5,5 (1991)	11,2 (1990)	11,4 (1992)
2000	3,2	2,0	0,7	-0,1	10,4	-1,9	4,2	4,4
Veränderung ¹	-10,0	-9,5	- 9,3	-8,8	-8,3	-7,4	-7,0	-7,0
<i>Verschuldung/BIP</i> ²	16,2	-4,7	-15,8	18,2	14,3	...	8,2	16,4
	Australien	Niederlande	Japan	Belgien	Deutsch-land	Spanien	Schweiz	Frankreich
Höchststand neunziger Jahre (Jahr)	9,3 (1990)	14,9 (1995)	15,4 (1991)	18,4 (1992)	13,1 (1991)	14,4 (1993)	10,8 (1993)	16,2 (1997)
2000	3,1	9,4	11,1	14,3	9,8	11,6	8,1	15,8
Veränderung ¹	- 6,2	-5,5	- 4,3	-4,1	-3,3	-2,8	-2,7	-0,4
<i>Verschuldung/BIP</i> ²	30,0	22,4	12,6	13,5	18,8	16,0	...	-0,2

¹ Vom Höchststand der neunziger Jahre bis 2000. ² Veränderung des Verschuldungsgrads der privaten Haushalte in bezug auf das BIP zwischen dem Durchschnitt für den Zeitraum 1981–90 (Finnland: 1992; Dänemark, Niederlande: 1995; Vereinigtes Königreich: 1987; Australien: 1988; Deutschland: 1991) und der jüngsten Beobachtung.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.3

Interessant ist es, die Entwicklung in den USA seit Mitte der neunziger Jahre mit jener in Japan in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre zu vergleichen. Wie Tabelle II.4 zeigt, gibt es eine Reihe von Ähnlichkeiten, aber auch wesentliche Unterschiede. In beiden Fällen stieg das durchschnittliche BIP-Wachstum im Vergleich zum vorangegangenen Fünfjahreszeitraum, und auch die Arbeitsproduktivität sowie der technologische Fortschritt nahmen rascher zu. Beide Länder verzeichneten auch einen Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen im Verhältnis zum BIP, und die Verbesserungsinvestitionen trugen beträchtlich zur Zunahme der Arbeitsproduktivität bei. Vermutlich läßt sich der Investitionsschub in beiden Fällen auf eine höhere erwartete Rentabilität in einem Umfeld niedriger Kapitalkosten zurückführen. Die langfristigen Realzinsen blieben während der Expansion stabil oder sanken, und wenn außerdem der Anstieg der Kurs/Gewinn-Verhältnisse (bzw. der implizite Rückgang der Risikoprämie für Aktien) berücksichtigt wird, waren die Gesamtkapitalkosten wahrscheinlich sehr niedrig. Trotz des rascheren Wirtschaftswachstums ging die Inflation in beiden Ländern zurück, da ein beschleunigtes Produktivitätswachstum und die Aufwertung der Währung zu einer Dämpfung des Kostendrucks beitrugen. Ferner verzeichneten sowohl Japan als auch die USA eine Verbesserung des Haushaltssaldos und einen Rückgang der privaten Nettoersparnis.

Ähnlichkeiten mit Japan Ende der achtziger Jahre ...

Japan und USA: Entwicklung im Vergleich					
	Japan			USA	
	1981-85	1986-90	1991-95	1991-95	1996-2000
BIP-Volumen ¹	3,3	4,9	1,4	2,4	4,3
Arbeitsproduktivität ¹	2,3	3,4	0,8	1,4	2,7
Verbraucherpreise ¹	2,8	1,3	1,4	3,1	2,5
Investitionen (ohne Wohnbau)/BIP ²	15,7	17,9	16,7	10,4	12,5
Realzinssatz ³	4,8	4,2	3,6	4,2	4,1
Kurs/Gewinn-Verhältnis ⁴	35,2	69,5 ⁵	86,5	17,5	32,4 ⁵
Importe/BIP ²	12,5	8,1	7,5	11,1	13,2
Preise für Wohneigentum ⁶	131	190	172	113	147
Aktienkurse ⁶	211	563 ⁵	314	187	452 ⁵
Nominaler effektiver Wechselkurs ⁶	129	154	208	99	122
Private Nettoersparnis/BIP ²	4,7	1,6	3,7	3,5	-2,8
Haushaltssaldo/BIP ²	-2,8	1,3	-1,1	-4,5	0,1
Leistungsbilanz/BIP ²	1,8	2,8	2,6	-1,0	-2,7
Nettokapitalzuflüsse/BIP ^{2, 7}	-1,3	-3,6	-0,9	0,1	3,3
Private Haushalte: Ersparnis/verfügbares Einkommen ²	22,0	17,6	14,0	7,2	3,1
Verschuldung der privaten Haushalte/BIP ⁸	47	61	63	67	74
Unternehmensverschuldung/BIP ⁸	99	131	132	69	73
Geldmenge in weiter Abgrenzung ¹	8,3	10,4	2,1	1,8	8,7

¹ Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ² Periodendurchschnitt in Prozent. ³ 10jähriger Nominalzinssatz abzüglich der jährlichen Inflationsrate (Verbraucherausgabendeinflator), Periodendurchschnitt. ⁴ Periodenendstand. ⁵ Höchststand im letzten Jahr des angegebenen Zeitraums. ⁶ Index (Japan: 1980 = 100; USA: 1990 = 100); Periodenendstand. ⁷ Direkt- und Portfolioinvestitionsströme netto. ⁸ Prozent; Periodenendstand.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder; BIZ.

Tabelle II.4

... aber auch
Unterschiede ...

Zu den Unterschieden gehört, daß in den Jahren der Hochkonjunktur das jährliche durchschnittliche Wachstum der breit abgegrenzten Geldmenge im Vergleich zum Anstieg des nominalen BIP in Japan mit 4,1 Prozentpunkten etwas höher war als in den USA (2,6 Prozentpunkte). Überdies verlieh in Japan die zusätzliche Liquidität den Preisen von Vermögenswerten mehr Auftrieb; dies galt besonders für Immobilien, aber auch für Aktien. Japan verzeichnete zudem einen steileren Anstieg im Verschuldungsgrad des privaten Sektors als die USA, und da Bankkredite den Großteil des entsprechenden Kreditwachstums 1986–90 ausmachten, erhöhten sich die Risikopositionen der japanischen Banken im Zeitraum 1996–2000 stärker als die der US-Banken. Dies trifft besonders im Hinblick auf die Kreditverteilung nach Wirtschaftszweigen zu, denn in Japan war die Kreditvergabe der Banken eng mit dem spekulativ bedingten Anstieg der Immobilienpreise korreliert. In den USA dagegen entfiel der größte Teil der neuen Bankkredite auf die Hersteller von Waren und Dienstleistungen.

... vor allem
hinsichtlich der
Zahlungsbilanz

Ein weiterer wichtiger Unterschied betrifft die Entwicklung der Zahlungsbilanz. Während in Japan von 1986 bis 1990 ein Zuwachs des Leistungsbilanzüberschusses und der Nettokapitalabflüsse verzeichnet wurde, war die Expansion in den USA von einem steigenden Leistungsbilanzdefizit und einem wachsenden Auslandskapitalbedarf begleitet. Wenngleich langfristig kaum tragfähig, dürfte das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht doch den positiven Effekt gehabt haben, daß die US-Unternehmen – an den inländischen wie an den internationalen Märkten – unter dem anhaltenden Druck standen, ihre Gewinne und ihre Rentabilität zu verbessern. Auch die japanischen Unternehmen waren einem Wettbewerbsdruck ausgesetzt, der vornehmlich aus den anderen asiatischen Ländern stammte. Dennoch lag für sie die größte Herausforderung darin, attraktive Investitionsmöglichkeiten im Ausland zu suchen.

Anpassung des
Kapitalstocks

Die fallende Investitionsquote in Japan 1991–95 dürfte ein Hinweis darauf sein, daß der Investitionsboom in Anlagen und Ausrüstung übertrieben war und daß der Abbau eines Kapitalstocks mit einer relativ langen wirtschaftlichen Lebensdauer sowohl langwierig als auch schmerzlich ist. In den USA hingegen beschränkte sich die Ausweitung der Investitionstätigkeit überwiegend auf Hochtechnologieausrüstung mit einer vergleichsweise kurzen wirtschaftlichen Lebensdauer. Daher lassen sich dort etwaige Überinvestitionen schneller korrigieren, wenngleich den Kreditgebern und Investoren trotzdem hohe Verluste erwachsen können.

Welthandel und Außenwirtschaft

Deutliche Zunahme
des Welthandels
und des Außen-
handelsanteils
am BIP

Mit dem seit über 15 Jahren höchsten Weltwirtschaftswachstum nahm auch der Welthandel im Vergleich zu 1999 volumenmäßig um 13½% zu (Tabelle II.5). Der Außenhandel im Verhältnis zur Weltproduktion stieg daher im letzten Jahr weiter und setzte damit den seit dem Zweiten Weltkrieg ununterbrochen zu beobachtenden Trend fort, der in hohem Maße auf Änderungen in den Produktionsverfahren der Unternehmen zurückzuführen ist (Tabelle II.6). Aufgrund eines intensiveren Wettbewerbs an den internationalen Gütermärkten,

Welthandel und Preise				
	1991-97	1998	1999	2000
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent			
Außenhandelsvolumina	7,1	4,6	5,6	13,4
Außenhandelspreise (in US-Dollar)	0,2	- 6,1	-1,5	-0,3
Industriegüter	0,1	- 1,7	-2,0	-6,2
Öl	-2,5	-32,1	37,5	56,9
Sonstige Rohstoffe	1,8	-14,7	-7,1	1,8
Terms of Trade				
Industrieländer	0,3	1,7	0,1	-3,4
Aufstrebende Volkswirtschaften	-0,7	- 7,1	5,0	6,4

Quelle: IWF, *World Economic Outlook*. Tabelle II.5

noch verstärkt durch die Versuche der Unternehmen, die Vorteile steigender Skalenerträge auf Betriebsebene zu nutzen, haben sich die Produktionsprozesse sowohl vertikal als auch horizontal zunehmend aufgespalten. Im Vergleich zu früher umfaßt jeder Arbeitsprozeß heute eine steigende Zahl an Zwischenstufen, die sich auf verschiedene Länder verteilen und dort zu dem wachsenden Außenhandelsanteil beitragen. Dank des technologischen Fortschritts und der niedrigeren Kommunikationskosten sind auch immer mehr Dienstleistungen handelbar geworden, was den Anteil des Außenhandels ebenfalls erhöht hat. Etwas überraschend ist, daß der Anteil der Dienstleistungen am Welthandel trotzdem außergewöhnlich konstant blieb.

Trotz der Zunahme der Außenhandelsvolumina hielt der während der neunziger Jahre durchweg beobachtete Rückgang der Außenhandelspreise von Industriegütern (in Dollar wie auch in SZR gemessen) im vergangenen Jahr an und bestätigte damit ebenfalls, daß die Unternehmen an den internationalen Gütermärkten an Preissetzungsspielraum eingebüßt haben. Auf-

Anhaltender Rückgang der Güterpreise

Außenhandelsanteile ¹				
	1981-90	1995	1999	2000
	in Prozent des BIP			
USA	7,9	11,6	13,9	14,8
Euro-Raum	11,9	14,3	17,6	19,0
Japan	7,1	8,4	9,1	9,9
Vereinigtes Königreich	22,9	28,5	33,9	35,9
Kanada	23,7	35,9	43,7	46,3
Australien	13,3	18,4	20,5	21,6
Schweden	28,4	37,1	45,0	47,7
Schweiz	28,8	33,1	39,2	41,4
<i>Handel mit Dienstleistungen/ Außenhandel insgesamt</i>	21,5	20,4	21,2	19,9

¹ Durchschnitt der Exporte und Importe von Gütern und Dienstleistungen, Abgrenzung nach den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen der jeweiligen Länder (in realer Betrachtung).
Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.6

grund des steilen Anstiegs der Ölpreise und der Trendumkehr bei den Preisen für andere Rohstoffe verschlechterten sich die Terms of Trade der Industrieländer im letzten Jahr. In den ölexportierenden Ländern sowie den von Metallexporten abhängigen Volkswirtschaften verlieh die Entwicklung der Außenhandelspreise den Realeinkommen hingegen einen bedeutenden Auftrieb.

Verschlechterung der Leistungsbilanz des Euro-Raums

Was Veränderungen in der Zahlungsbilanz betrifft, ist als eine der überraschendsten Entwicklungen der letzten Jahre die Verschlechterung der Leistungsbilanz im Euro-Raum zu nennen, nämlich von einem Überschuss von rund \$ 70 Mrd. im Jahr 1997 zu einem Defizit von über \$ 30 Mrd. im vergangenen Jahr (Tabelle II.7). Im Zeitraum 1997–99, als das gesamtwirtschaftliche Nachfragewachstum im Euro-Raum verhältnismäßig niedrig war, stiegen die Importe (sowohl nominal als auch real) weit schneller als die Exporte. Im letzten Jahr, als die Abwertung des Euro wesentlich zur Steigerung des Exportwachstums beitrug, wuchsen die Importe aufgrund des Zusammenwirkens höherer Ölpreise und eines schwächeren Wechselkurses sogar noch rascher. Auf Italien entfällt seit 1997 rund ein Drittel der Verschlechterung, denn das Land büßte erhebliche Exportmarktanteile ein, und seine Abhängigkeit von Ölimporten ist relativ hoch. Deutschland und Spanien sind für je rund 20% verantwortlich. Während die Verschlechterung in Deutschland in erster Linie auf wachsende Defizite in der Dienstleistungs- und Kapitalertragsbilanz zurückzuführen war, kann das höhere Außenhandelsdefizit Spaniens dem ungewöhnlich starken Importwachstum zugeschrieben werden.

Im Vereinigten Königreich hat sich die Leistungsbilanz ebenfalls beträchtlich verschlechtert (seit 1997 um 2¼ Prozentpunkte bezogen auf das BIP), was überwiegend auf ein steigendes Handelsbilanzdefizit zurückzuführen ist. Im Gegensatz dazu verzeichneten Kanada und Norwegen Verbesserungen um 3½ bzw. 8¼ Prozentpunkte. In Norwegen ist dies vor allem das Ergebnis höherer Ölpreise, während Kanada von dem starken Wachstum der US-Nachfrage, günstigen Veränderungen der Terms of Trade und niedrigeren Nettozinszahlungen profitierte.

Geringere Korrelation zwischen Spar- und Investitionsquoten ...

Ebenfalls interessant und nicht ohne weiteres nachzuvollziehen ist, wie sich die traditionelle Beziehung zwischen den gesamtwirtschaftlichen Investitions- und Sparquoten in den letzten Jahren offenbar verändert hat. Der

Zahlungsbilanz in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen									
	Leistungsbilanz			Direkt- und Portfolioinvestitionsströme netto			Gesamtbilanz ¹		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Mrd. US-Dollar									
USA	-217	-331	-435	174	338	487	- 43	7	52
Euro-Raum	35	- 7	- 32	-218	-166	-144	-183	-173	-176
Japan	120	109	118	- 63	- 36	- 60	57	73	58

¹ Summe der beiden vorangegangenen Größen.
Quellen: EZB; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.7

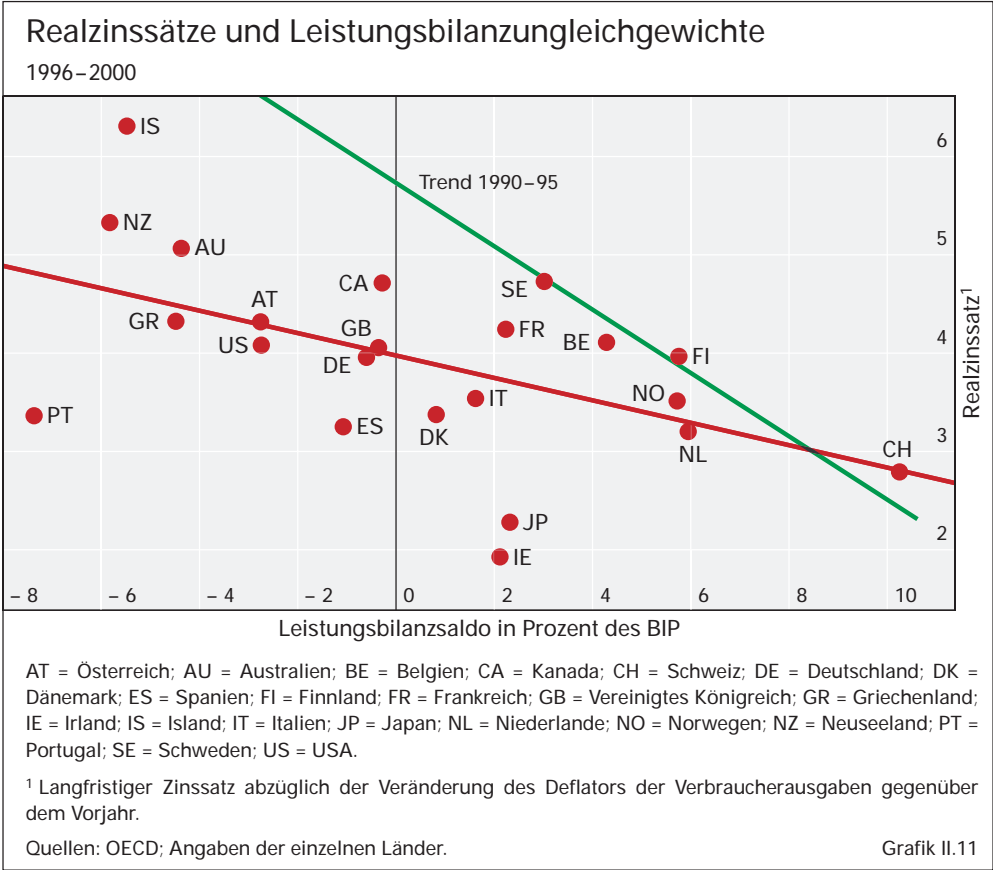
Verhältnis zwischen Ersparnis und Investitionen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene, Schätzung ¹				
	α	β	R^2	$\Sigma Bop/Y$
1980–89	10,5**	0,58**	0,62	2,3
1990–95	9,3**	0,56**	0,68	2,0
1996–2000	17,2**	0,19*	0,08	3,6
2000	21,9**	0,01	-0,05	4,9

¹ Die der Schätzung zugrunde liegende Gleichung für 22 Industrieländer lautet $I/Y = \alpha + \beta(S/Y)$ mit I/Y bzw. S/Y als dem durchschnittlichen Verhältnis von Gesamtinvestitionen bzw. Gesamtsparsparnis zum BIP bezogen auf die in der ersten Spalte angegebenen Perioden. $\Sigma Bop/Y$ ist das durchschnittliche Verhältnis der Zahlungsbilanz zum BIP ohne Berücksichtigung des Vorzeichens, wobei * und ** Signifikanzniveaus von 90% bzw. 99% bezeichnen.

Tabelle II.8

geschätzte Regressionskoeffizient für die gesamten achtziger und frühen neunziger Jahre lag bei rund 0,6 und ging für die zweite Hälfte der neunziger Jahre auf nur noch 0,2 zurück (Tabelle II.8); dies deutet darauf hin, daß sich die Investitionsquoten immer mehr von den Sparquoten abgekoppelt haben. Dieser Entwicklung stand ein beispielloser Anstieg der Leistungsbilanzungleichgewichte gegenüber, der die Frage nach den zugrundeliegenden Einflüssen aufwirft.

Eine mögliche Erklärung dafür ist, daß die Märkte aufgrund der Verringerung der Haushaltsungleichgewichte weniger Bedenken hinsichtlich außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte hatten. Eine zweite Erklärung stützt sich auf



... möglicherweise
als Folge der
Währungsunion ...

die Einführung der Währungsunion in Europa, die zwar den Handel zwischen ihren Mitgliedsländern beträchtlich ansteigen ließ, aber auch von einer deutlichen Ausweitung der Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der Region begleitet war. Tatsächlich wurde die Zunahme der aggregierten Ungleichgewichte zwischen den Zeiträumen 1990–95 und 1996–2000 etwa zur Hälfte durch diese Veränderungen hervorgerufen.

... des reibungs-
loseren Ausgleichs
an den Kapital-
märkten ...

Ein dritter, damit im Zusammenhang stehender Erklärungsansatz ist, daß der starke Anstieg der grenzüberschreitenden Investitionen und Portfolio-kapitalströme die treibende Kraft hinter der gegenwärtigen Lage der Leistungs-bilanzen ist bzw. diese erst ermöglicht hat. Dies gilt besonders für die Kapitalbewegungen innerhalb des Euro-Raums, aber auch für den Kapital-fluß zwischen den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen. Wie aus Tabelle II.7 ersichtlich, haben die Nettozuflüsse von Direktinvestitionen und langfristigen Portfolioinvestitionen in die USA mit der Vergrößerung des Leistungs-bilanzungleichgewichts in den letzten drei Jahren zugenommen. In Japan blieb die Gesamtbilanz relativ stabil, während das Defizit im Euro-Raum trotz des sich verschlechternden Leistungsbilanzsaldos allmählich abnahm. Die Hypothese, daß die internationalen Kapitalmärkte Spar-/Investitionsungleich-gewichte inzwischen zunehmend ausbalancieren, wird etwa durch die Beobachtung unterstützt, daß die Reagibilität der Realzinsen gegenüber Leistungsbilanzungleichgewichten in den neunziger Jahren abgenommen zu haben scheint (Grafik II.11). Das heißt, daß die Unterschiede bei den Realzinsen oder den erwarteten Renditen, die notwendig sind, damit Sparüberschüsse in Länder mit attraktiven Investitionsmöglichkeiten und Leistungsbilanzdefiziten geleitet werden, im Vergleich zu früheren Perioden offenbar geringer geworden sind.

... oder größerer
Ungenauigkeiten in
der weltweiten
Leistungsbilanz

Eine vierte mögliche Erklärung schließlich ist, daß sich die offensichtliche Auflösung der traditionellen Beziehung zwischen Ersparnisbildung und Investi-tionen hauptsächlich aus Meßfehlern der weltweiten Zahlungsbilanzstatistik ergibt. Schon mindestens seit Anfang der achtziger Jahre besteht in der weltweiten Leistungsbilanz eine beträchtliche Diskrepanz. Seit 1997 ist diese Diskrepanz besonders groß, denn den Verschlechterungen in der aggregierten Leistungsbilanz der Industrieländer standen nur zur Hälfte Verbesserungen in anderen Teilen der Welt gegenüber (Tabelle II.9). Die Erfahrung legt

Leistungsbilanzsaldo in den wichtigsten Regionen					
	1997	1998	1999	2000	Veränderung 1997–2000
Mrd. US-Dollar					
Industrieländer	78	-33	-198	-298	-376
Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens	26	114	112	88	62
Lateinamerika	-67	-90	- 56	- 48	19
Naher Osten und Afrika	- 2	-49	- 9	58	60
Volkswirtschaften im Übergang	-24	-28	- 2	27	51
Insgesamt	11	-86	-153	-173	-184

Quelle: IWF, *World Economic Outlook*. Tabelle II.9

jedoch auch nahe, daß mit der Verfügbarkeit vollständigerer Zahlungsbilanzdaten aus einem größeren Kreis von Ländern die Diskrepanz im Vergleich zu den Voraussagen und Schätzungen tendenziell abnimmt. Aus diesem Grund dürfte sich die in der Tabelle dargestellte zunehmende Diskrepanz als zu hoch erweisen. Das würde nicht nur bedeuten, daß die aggregierte Leistungsbilanz der Industrieländer möglicherweise etwas besser war, als anhand der aktuellen Daten vermutet werden kann, sondern auch, daß der Zusammenhang zwischen gesamtwirtschaftlicher Investitions- und Sparsamkeit zuletzt eher der über lange Zeit festgestellten Beziehung entsprach.