

## II. Entwicklung in den fortgeschrittenen Industrieländern

### Schwerpunkte

In den fortgeschrittenen Industrieländern setzte im Laufe des Jahres 2001 ein ungewöhnlich plötzlicher und gleichlaufender Konjunkturabschwung ein. Dabei kam das Wachstum des Welthandels zum Stillstand. Der Abschwung ging vom Unternehmenssektor aus, wo der Einbruch bei Gewinnen und Aktienkursen einen deutlichen Rückgang der Anlageinvestitionen und Lagerbestände auslöste. Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen wurden differenzierter, da Unternehmen mit niedrigen Bonitätseinstufungen höhere Zinsaufschläge in Kauf nehmen mussten. Im Gegensatz dazu blieb die Nachfrage der privaten Haushalte, insbesondere in den USA und anderen englischsprachigen Ländern, robust. Die Stabilität der Ausgaben der privaten Haushalte war zum Teil auf steigende Preise für Wohneigentum und günstige Kreditbedingungen zurückzuführen.

In den ersten Monaten des Jahres 2002 verbesserte sich die Weltkonjunktur infolge eines langsameren Abbaus der Lagerbestände und durchgreifender wirtschaftspolitischer Maßnahmen beträchtlich. Die Anlageinvestitionen haben sich noch nicht erholt; die Ertragslage der Unternehmen ist weiterhin schlecht, und die Verschuldung erscheint in einigen Ländern für diese Phase des Konjunkturzyklus hoch. Die Inflationserwartungen sind offenbar trotz höherer Ölpreise auf niedrigem Niveau verankert, sodass die Notenbankzinssätze tief gehalten werden können.

### Konjunkturabschwung im Jahr 2001

Kräftiger  
Wachstums-  
rückgang im  
Welthandel

Das Wirtschaftswachstum in den wichtigsten Industrieländern begann sich Mitte 2000 zu verlangsamen und schwächte sich im vergangenen Jahr spürbar weiter ab (Tabelle II.1). In den USA hatte sich der Konjunkturabschwung zuerst abgezeichnet, und zwar insbesondere im Hochtechnologiebereich. Der darauf folgende Wachstumsrückgang im Welthandel fiel besonders kräftig aus (Grafik II.1), was die ungewöhnliche Synchronität des Konjunkturabschwungs verdeutlicht. Ein wesentliches Merkmal des Abschwungs ist, dass er offenbar nicht durch eine geldpolitische Straffung ausgelöst wurde. Vielmehr reduzierten die Unternehmen im Anschluss an – und teilweise bedingt durch – erhebliche Gewinneinbußen ihre Lagerbestände und Investitionen beträchtlich. Im Gegensatz dazu blieben der private Verbrauch und der Wohnbau deutlich lebhafter als in früheren Abschwungphasen. Die gegenläufigen Trends bei den Ausgaben der Unternehmen und der privaten Haushalte waren teilweise auf unterschiedliche Rahmenbedingungen zurückzuführen. So standen überschüssige Kapazitäten und rückläufige Gewinne auf der

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

<sup>1</sup> Vereinigtes Königreich: Einzelhandelspreise ohne Hypothekenzinszahlungen. <sup>2</sup> Im Mai veröffentlichter Prognosemittelwert aus Expertenbefragungen.

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

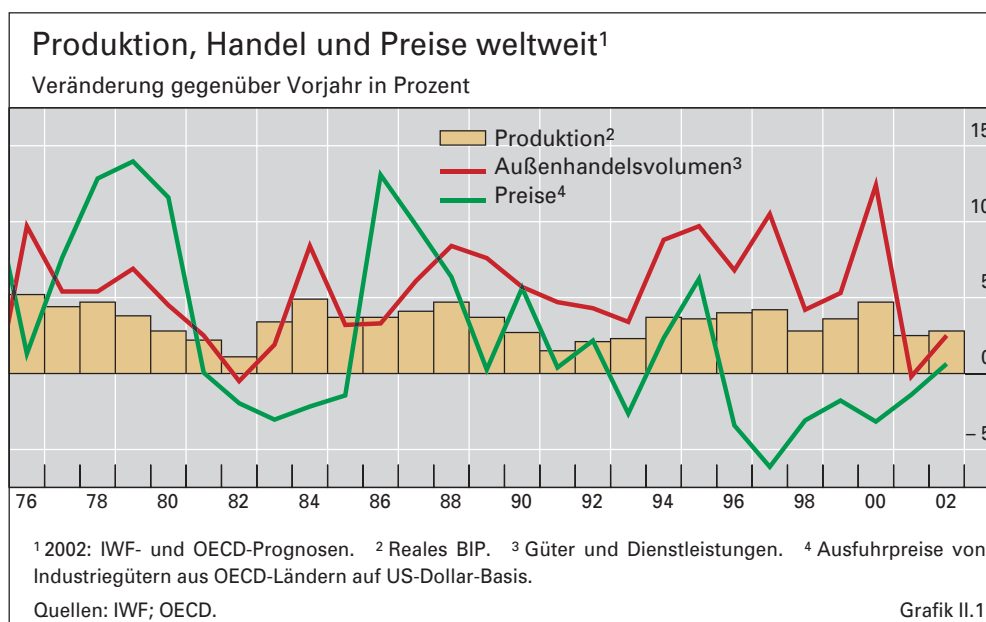
Unternehmensseite in krassem Gegensatz zu den steigenden Immobilienpreisen und den anhaltend hohen Realeinkommenszuwächsen der privaten Haushalte. Die relativ günstigen Kreditbedingungen für die privaten Haushalte begünstigten den Verbrauch und den Wohnbau.

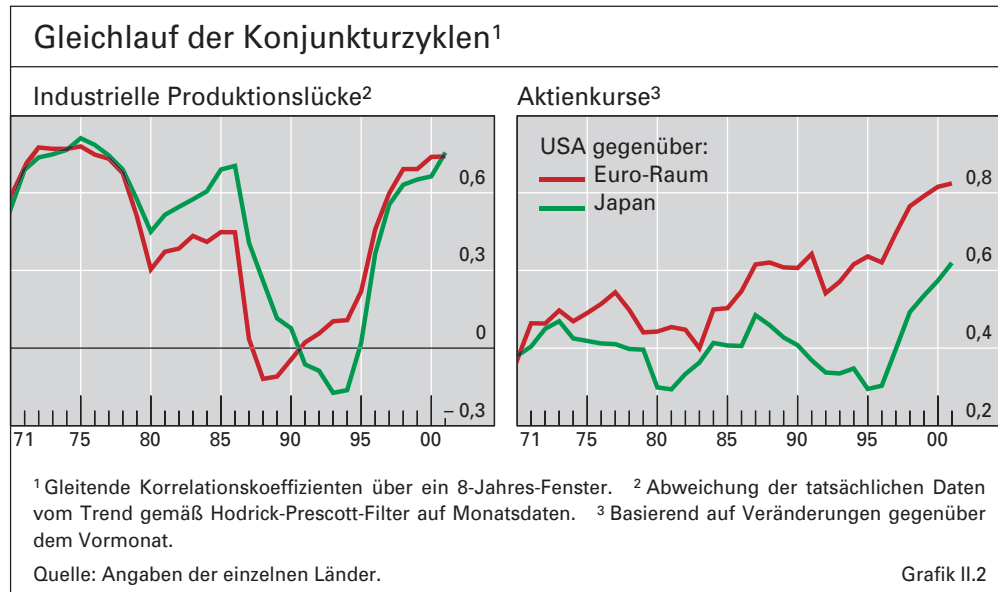
#### Internationale Verflechtungen

Der jüngste Konjunkturabschwung zeichnete sich dadurch aus, dass er offenbar stärker synchron verlief als die Rezession Anfang der neunziger Jahre (Grafik II.2). Dies könnte bedeuten, dass die Konjunkturzyklen im Zuge der wirtschaftlichen Globalisierung heute enger korreliert sind; es gibt jedoch auch andere plausible Erklärungsansätze.

Der unmittelbarste Kanal für die Übertragung von Schocks auf andere Länder ist der Außenhandel. Infolge der größeren Spezialisierung in den unterschiedlichen Produktionsphasen hat sich in den heutigen Volkswirt-

Außenhandelsverflechtungen





schaften der Anteil der Außenhandelsströme an der gesamtwirtschaftlichen Produktion erhöht (Tabelle II.2). Zudem lösen sektorspezifische Schocks wegen der vertikalen Integration international ähnliche Schwankungen der gesamtwirtschaftlichen Produktion aus. Ein zweites, damit zusammenhängendes Merkmal der Globalisierung ist, dass sich die Unternehmen an den ausländischen Märkten stärker etabliert haben, was sich in den wachsenden Direktinvestitionsströmen über die gesamten neunziger Jahre zeigt. Störungen in einer wichtigen Volkswirtschaft würden somit auf die konsolidierten Gewinne multinationaler Konzerne drücken und sie veranlassen, ihre Ausgaben weltweit anzupassen. Des Weiteren könnte eine Störung in einem Land die Konjunkturerwartungen in den Volkswirtschaften der Handelspartner beeinträchtigen und hierdurch eine schnellere Korrektur von Lagerbeständen, Investitionsplänen und Beschäftigung auslösen.

Finanzkanäle

Auch die Finanzkanäle dürften an Bedeutung gewonnen haben. Die langfristigen Zinssätze tendieren zu gleichlaufenden Bewegungen. Zudem ist die

Außenhandelsanteile <sup>1</sup>				
	1981–90	1991–2000	2000	2001
	in Prozent des BIP			
USA	9,3	11,4	13,0	11,9
Euro-Raum <sup>2</sup>	14,8	15,0	19,3	19,3
Japan	11,3	9,1	10,0	10,1
Vereinigtes Königreich	26,1	27,1	29,0	28,2
Kanada	26,0	35,1	42,9	40,7
Australien	16,5	19,6	22,4	22,2
Schweden	32,2	35,7	44,5	43,5
Schweiz	35,8	36,1	44,0	44,2

<sup>1</sup> Durchschnitt der Exporte und Importe von Gütern und Dienstleistungen. <sup>2</sup> Ohne intraregionalen Handel.  
 Quellen: EZB; OECD; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.2

Korrelation der Aktienkurse in den größeren Industrieländern im Laufe der Zeit gestiegen. Dies dürfte die Synchronität der Konjunkturzyklen auf zweierlei Weise verstärkt haben. Da die Preise an den Finanzmärkten schnell auf Veränderungen der makroökonomischen Bedingungen reagieren, beschleunigen sie die Übertragung von länderspezifischen Störungen auf andere Volkswirtschaften. Darüber hinaus haben die Kapitalmärkte in den letzten Jahrzehnten an Bedeutung gewonnen. Zwar weisen die Finanzstrukturen und Unternehmensbilanzen in den einzelnen Ländern weiterhin große Unterschiede auf, und der Einfluss der Kapitalmärkte ist in den englischsprachigen Ländern im Allgemeinen größer als im Euro-Raum oder in Japan. Dennoch schlagen veränderte Bedingungen an den zunehmend miteinander korrelierten Finanzmärkten heute wahrscheinlich deutlicher und zeitgleicher auf die Inlandsnachfrage durch als früher.

Ungeachtet dieser langfristigen Tendenzen dürfte der eigentliche konjunkturelle Gleichlauf geringer sein, als es die Entwicklungen im Jahr 2001 vermuten lassen. Erstens kamen im jüngsten Konjunkturabschwung verschiedene vorübergehende und möglicherweise umkehrbare gemeinsame Einflussfaktoren zum Tragen. Höhere Ölpreise 1999 und 2000 (Tabelle II.3) ließen die Importpreise steigen und die Unternehmensgewinne sinken, was sowohl den privaten Verbrauch als auch die Unternehmensausgaben dämpfte. Auch wurde 1999/2000 in den meisten Ländern die Geldpolitik gestrafft. Vielleicht am einflussreichsten war jedoch das Platzen der Blase bei den Hochtechnologiewerten, mit dem sich die Bedingungen an den weltweiten Kapitalmärkten drastisch und synchron verschlechterten. Durch den darauf folgenden steilen Rückgang der Anlageinvestitionen der Unternehmen und der Lagerbestände – Nachfragekomponenten mit einer relativ hohen Außenhandelsintensität – gewann der Außenhandel als Übertragungsweg noch mehr an Bedeutung. Die Terroranschläge am 11. September 2001 schließlich beeinträchtigten das Vertrauen in allen Ländern.

Zweitens scheint der Gleichlauf im jüngsten Konjunkturabschwung gegenüber der Rezession der frühen neunziger Jahre größer gewesen zu sein.

Vorübergehende und möglicherweise umkehrbare allgemeine Schocks 2001

Welthandel und Preise <sup>1</sup>					
	1991–2000	1999	2000	2001	2002 <sup>2</sup>
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent				
Außenhandelsvolumina	7,3	5,6	12,8	-0,7	2,6
Außenhandelspreise (in US-Dollar)	-0,8	-2,0	0,3	-3,5	-1,5
Industriegüter	-0,9	-1,9	-5,1	-2,4	-0,5
Öl	2,1	37,5	57,0	-14,0	-5,3
Sonstige Rohstoffe	-0,9	-7,0	1,8	-5,5	-0,1
Terms of Trade					
Fortgeschrittene Volkswirtschaften <sup>3</sup>	0,2	0,1	-2,5	0,4	0,6
Entwicklungsländer	-0,0	4,5	7,4	-3,0	-1,6

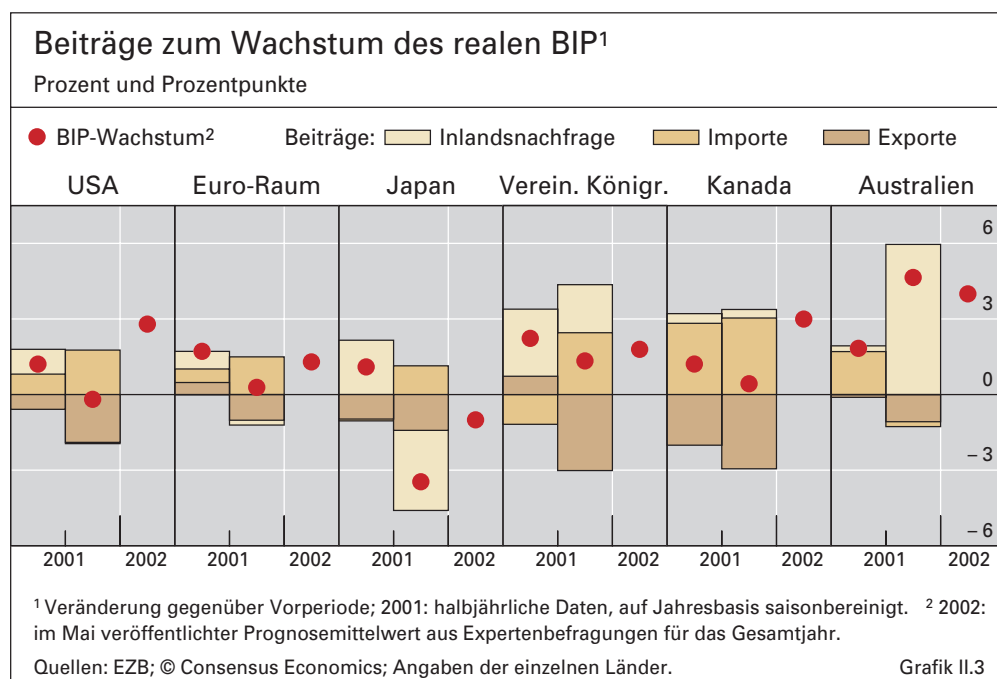
<sup>1</sup> Nur Güter. <sup>2</sup> IWF-Prognose. <sup>3</sup> Fortgeschrittene Industrieländer und junge industrialisierte Volkswirtschaften Asiens (Hongkong SVR, Korea, Singapur und Taiwan, China).  
Quelle: IWF, *World Economic Outlook*. Tabelle II.3

Rückkehr zur Situation der siebziger und achtziger Jahre?

Die damaligen Entwicklungen waren allerdings ziemlich ungewöhnlich. In den USA und den anderen wichtigen englischsprachigen Ländern ging die Wirtschaftsleistung 1991 zurück, in Kontinentaleuropa und Japan jedoch erst zwei Jahre später. Dass der Konjunkturverlauf damals nicht synchron erfolgte, beruhte im Wesentlichen auf länderspezifischen Störungen und Ereignissen, insbesondere der Wiedervereinigung Deutschlands und dem Platzen der Preisblase bei den Vermögenswerten in Japan. Letzteres führte zudem zu langwierigen Problemen in den Unternehmensbilanzen, die die Konjunktur in den gesamten neunziger Jahren belasteten. Die sich daraus ergebende Abkopplung Japans vom Konjunkturzyklus in anderen Industrieländern wurde durch die Asien-Krise 1997/98 noch verstärkt. Aus dieser Perspektive betrachtet, könnte der im vergangenen Jahr beobachtete Gleichlauf der Konjunktur einfach wieder eine Annäherung an die Situation der siebziger und achtziger Jahre bedeuten.

Gleichlauf im Jahr 2001 nicht überbetonen

Drittens sollte der Gleichlauf der Konjunkturzyklen im Jahr 2001 nicht überbetont werden. Wenn auch das Wirtschaftswachstum überall beeinträchtigt wurde, so folgten die makroökonomischen Entwicklungen in den wichtigsten Volkswirtschaften doch unterschiedlichen Mustern, die den Einfluss länderspezifischer Faktoren widerspiegeln. Außerhalb der USA war das Bild bei den anderen englischsprachigen Ländern am günstigsten, sogar bei denjenigen mit einer engen Verbindung zur US-Wirtschaft (insbesondere Kanada). Im Vereinigten Königreich fiel das Wachstum im Jahr 2001 unter den G7-Ländern am höchsten aus, wenngleich sich die Wirtschaftsleistung gegen Ende des Jahres abschwächte. Dahinter standen im Wesentlichen ein lebhafter Konsum und ein kräftiges Wachstum der öffentlichen Investitionen. Die australische Volkswirtschaft wuchs im vergangenen Jahr trotz ihrer Außenhandelsverflechtungen mit Japan und Ostasien um 2½%, und zwar dank einer dynamischen Inlandsnachfrage, eines wettbewerbsfähigen



Wechselkurses sowie günstiger Angebotseffekte infolge einer langjährigen Politik der wirtschaftlichen Deregulierung (Grafik II.3).

Andere Regionen waren von dem weltweiten Konjunkturabschwung stärker betroffen als zunächst erwartet. Japan, dessen Wirtschaft schon stagnierte, als die US-Volkswirtschaft noch kräftig wuchs, war das einzige fortgeschrittene Industrieland, in dem das BIP im Jahr 2001 sogar zurückging. Der Einbruch der Exporte verstärkte die Rezession in der Binnenwirtschaft, die bereits durch Schwierigkeiten im Bankensektor, anfällige Unternehmensbilanzen und Deflationserwartungen belastet war. Im Euro-Raum verlangsamte sich die Konjunktur im Jahresverlauf deutlich. In Deutschland nahm das BIP im zweiten Halbjahr 2001 sogar ab, da die Inlandsnachfrage durch eine beträchtliche Anpassung der Lagerbestände und rückläufige Investitionen gebremst wurde. Auch in Italien schwächte sich die Konjunktur aufgrund der schleppenden Inlandsnachfrage spürbar ab. Ein merklich geringeres Wachstum verzeichneten in Europa außerdem Schweden, wo die Konsumnachfrage 2001 ins Stocken geriet, sowie die Schweiz, wo die Exportnachfrage durch das niedrige Wachstum der Weltwirtschaft und die Aufwertung des Schweizer Francs beeinträchtigt wurde.

Insgesamt spiegelte der gleichlaufende Konjunkturabschwung 2001 anscheinend im Wesentlichen die Auswirkungen allgemeiner Schocks wider, die sich durch die hohe Außenhandelsintensität bei den am meisten betroffenen Nachfragekomponenten verstärkten. In dieser Hinsicht ähnelte der Abschwung den Rezessionen der frühen siebziger und achtziger Jahre. Das heißt vor allem, dass die weltweite Konjunkturerholung, die Anfang 2002 eingesetzt zu haben scheint, nicht unbedingt ebenso synchron verlaufen muss (s. weiter unten).

#### *Rolle des Unternehmenssektors und der verarbeitenden Industrie im Konjunkturabschwung*

Ein zweites Merkmal des letztjährigen Konjunkturabschwungs war neben dem hohen Grad an internationalem Gleichlauf die gegensätzliche Entwicklung im Unternehmensbereich und bei den privaten Haushalten. Sie hatte große Wachstumsunterschiede zwischen den binnen- und außenwirtschaftlich orientierten Sektoren zur Folge, und zwar insbesondere in den Ländern, deren Währung sich in den vergangenen Jahren stark aufgewertet hatte. So ging z.B. in den USA und im Vereinigten Königreich die Produktion der verarbeitenden Industrie deutlich zurück, während der Wohnbau, der öffentliche Bau und der Dienstleistungssektor den Abschwung relativ gut überstanden.

Gegensätzliche Entwicklung des Unternehmenssektors und der privaten Haushalte

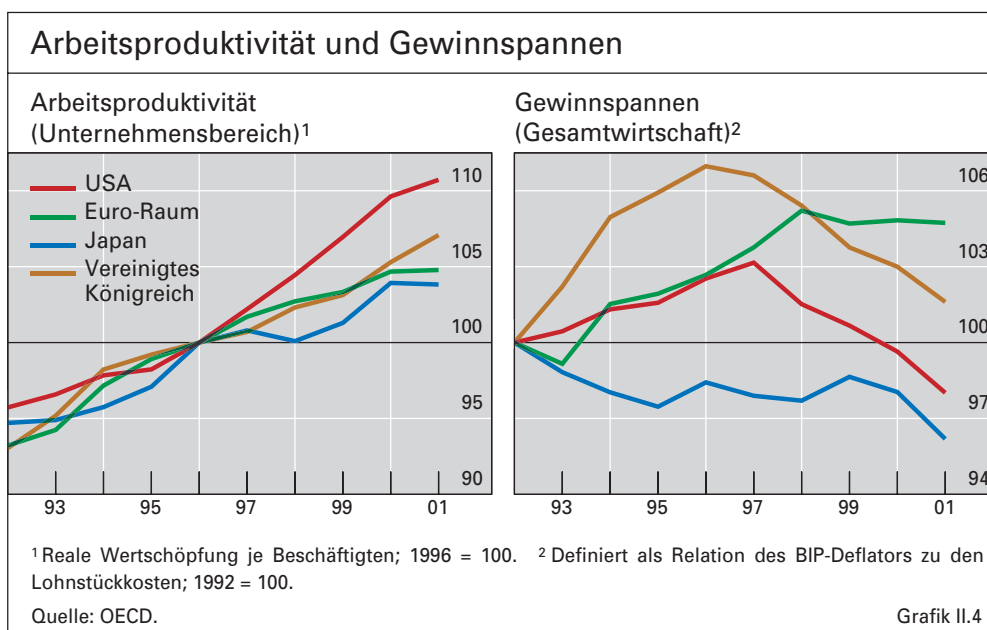
Angeführt wurde der weltweite Konjunkturabschwung durch einen steilen Rückgang der Produktion in der verarbeitenden Industrie, insbesondere bei den Hochtechnologieerzeugnissen. Ein Schlüsselfaktor hierfür waren die beträchtlichen und raschen Kürzungen der Unternehmensinvestitionen infolge sinkender Gewinne. Nachdem die meisten Unternehmen in den neunziger Jahren von niedrigen Zinssätzen und einem kräftigen Wirtschaftswachstum profitiert hatten, gerieten die Gewinne in den letzten Jahren zunehmend unter Druck. Die Gewinnspannen der US-Unternehmen sind seit 1997 rückläufig, da die Produktivitätssteigerungen fast vollständig von den gestiegenen Lohn-

kosten absorbiert wurden. Aufgrund des Ölpreisanstiegs und der vorangegangenen Straffung der Kreditbedingungen in einigen Wirtschaftszweigen haben sich die Spannen in der Zeit kurz vor der jüngsten Konjunkturabschwächung weiter verringert (Grafik II.4). Zu dieser Verschlechterung der Ertragslage, die auch in einigen anderen wichtigen Industrieländern zu beobachten war, kam der Aufbau von Überkapazitäten in verschiedenen Branchen hinzu, sodass deflationärer Druck entstand und der Preissetzungsspielraum der Unternehmen eingeschränkt wurde.

Beträchtliche Lageranpassungen (vor allem in den USA) trugen ebenfalls zum Rückgang der Industrieproduktion bei. In Japan blieben dagegen die Lagerbestände im Verhältnis zu den Lieferungen hoch, wenn auch die Industrieproduktion zum Jahresende auf den tiefsten Stand seit 14 Jahren fiel. Wie bereits erwähnt, waren auch die Terroranschläge vom 11. September ein wichtiger weltweiter Einflussfaktor. Sie führten nicht nur zu vorübergehenden Produktionsausfällen in der Industrie, sondern erschütterten weltweit auch das Vertrauen in die Wirtschaftsentwicklung und bremsten den Welthandel zusätzlich.

Die Ausgaben der Unternehmen, die ohnehin bemüht waren, durch Ausgabenkürzungen ihren Cashflow wieder zu stärken und ihren Finanzierungsbedarf zu reduzieren, wurden durch die Preisentwicklung bei den Vermögenswerten und die sich verändernden Finanzierungsbedingungen zusätzlich gedämpft. Erstens drückten hohe Wertverluste nach teuren Übernahmen auf die ausgewiesenen Unternehmensgewinne. Zweitens sahen sich viele Unternehmen angesichts der schwachen Konjunktur und des begrenzten Zugangs zu einigen Kreditmärkten unerwarteten Liquiditätsengpässen ausgesetzt, nachdem die kurzfristigen Gewinnerwartungen deutlich nach unten korrigiert worden waren. Drittens verschärfte in den USA und im Vereinigten Königreich eine starke Währung die Probleme der verarbeitenden Industrie, während im Euro-Raum die Unternehmensausgaben insbesondere durch Überkapazitäten

Unternehmen  
mussten  
Finanzierungs-  
lücke verringern



und eine beträchtliche Kurskorrektur der Telekommunikationsaktien beeinträchtigt wurden.

Im Übrigen änderten sich die Finanzierungsbedingungen innerhalb des Unternehmenssektors in den vergangenen 18 Monaten erheblich. Schuldner mit Anlagerating profitierten sowohl von der Lockerung der Geldpolitik als auch von einer Verschiebung zugunsten der Anleihefinanzierung. Sie emittierten weiterhin in großem Umfang Schuldtitel, insbesondere in den USA und im Vereinigten Königreich. Als sich der Konjunkturabschwung beschleunigte, differenzierten die Kapitalanleger noch stärker, und die Renditeaufschläge für Schuldtitel unterhalb der Anlagequalität stiegen an, was die expansive Wirkung niedrigerer kurzfristiger Zinssätze neutralisierte. Wie in Kapitel VI erörtert, verschlechterte sich die Bonität mehrerer Kategorien von Unternehmensschuldern, da der Konjunkturabschwung auf die Gewinne drückte und sich die Zahl der Insolvenzen erhöhte. Branchenspezifische Risiken spielten eine besondere Rolle, vor allem nach den Ereignissen vom September, und manche Wirtschaftszweige und Unternehmen sahen ihren Zugang zu Krediten erheblich beschnitten. Diese Bedenken hinsichtlich des Kreditrisikos zeigten sich auch in strikteren Kreditvergabekriterien der Banken und der stockenden Mittelaufnahme am Markt für Commercial Paper in den USA. In Japan ist der Kreditrückgang zum größten Teil auf die Nachfrageschwäche zurückzuführen. Gleichzeitig jedoch hatten der wachsende Bestand notleidender Kredite in einem deflationären Umfeld und die steigende Anzahl von Insolvenzen zur Folge, dass die Finanzinstitute nicht mehr im bisherigen Umfang Kredite vergeben konnten und wollten, insbesondere an kleine und mittlere Unternehmen.

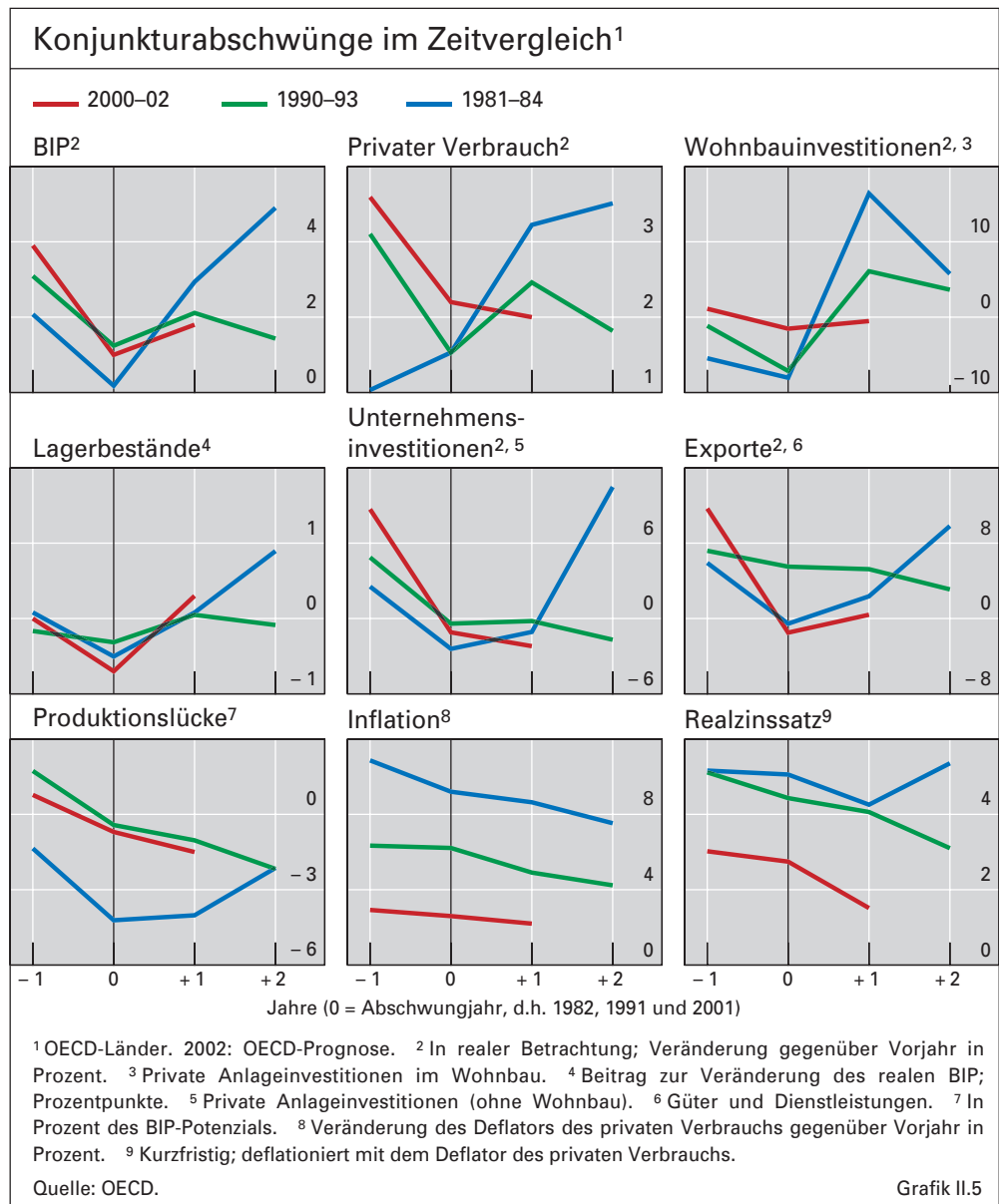
Zugang zu Krediten für Unternehmensschuldner ohne Anlagerating schwieriger

#### *Kreditvergabebedingungen, Vermögenseffekte und Ausgaben der privaten Haushalte*

In krassem Gegensatz zur Entwicklung im Unternehmenssektor blieben die Ausgaben der privaten Haushalte in den meisten Ländern trotz hoher Verschuldung, fallender Aktienkurse und wachsender Besorgnis über die Beschäftigungsaussichten recht robust. So war das Wachstum des privaten Verbrauchs im Vereinigten Königreich nach wie vor lebhaft, und in Australien beschleunigte es sich sogar. In den USA belasteten zwar wachsende Beschäftigungsverluste die Einkommen der privaten Haushalte, doch hielten sich die Einzelhandelsumsätze bemerkenswert stabil. Im Euro-Raum schwächte sich das Wachstum der Ausgaben der privaten Haushalte insgesamt ab, blieb aber in mehreren Ländern, vor allem in Spanien und Frankreich, kräftig. In Japan stieg der private Verbrauch im Jahr 2001 sogar leicht an.

Auch die Baukonjunktur zeigte einen ungewöhnlichen Verlauf. Anders als in Deutschland (wo sie seit dem Ende des Wiedervereinigungsbooms rückläufig ist) und Japan (wo die öffentlichen Bauinvestitionen kürzlich verringert wurden) wurde sie vor allem in den USA, Kanada und dem Vereinigten Königreich durch öffentliche Ausgaben gestützt. Zudem wurde der Wohnbau in vielen Ländern durch die steigenden Preise für Wohneigentum begünstigt. Diese Dynamik war ungewöhnlich, denn in früheren Konjunkturabschwüngen





war der Wohnbau angesichts höherer Zinssätze meist stark zurückgegangen (Grafik II.5).

Stabilität der  
Ausgaben der  
privaten Haushalte

Mitverantwortlich für die Stabilität der Ausgaben der privaten Haushalte waren die niedrigeren langfristigen Zinssätze und die lebhaften Hypothekenkreditmärkte. Der durchschnittliche Kreditzinssatz der privaten Haushalte in den USA fiel im Laufe des Jahres 2001 um 2 Prozentpunkte. Hinzu kamen kostengünstige Finanzierungsangebote von Automobilherstellern in den USA, die dem privaten Verbrauch Ende 2001 eine weitere Stütze verliehen. Die privaten Haushalte in den übrigen englischsprachigen Ländern profitierten ebenfalls von einer kräftigen Zunahme der Hypothekenfinanzierungen. Eine Rolle spielten wohl auch die noch nachklingenden Auswirkungen vorangegangener Preisanstiege bei Vermögenswerten. Das Nettovermögen der privaten Haushalte gemessen an ihrem Einkommen hatte sich im Laufe der neunziger Jahre stark erhöht, in den USA, im Vereinigten Königreich und in Italien z.B. um über 100 Prozentpunkte. Dahinter standen in erster Linie die steigenden

Preise von Finanzvermögenswerten. Die sich hieraus ergebenden „Vermögenseffekte“ scheinen die private Konsumnachfrage in den neunziger Jahren gestützt und beinahe überall einen Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte ausgelöst zu haben (insbesondere in den größten englischsprachigen Ländern). Die einzige – und wichtige – Ausnahme ist Japan. Hier ist das Nettovermögen der privaten Haushalte seit 1990 sogar gesunken, da sowohl die Aktienkurse als auch die Grundstückspreise gegenüber ihrem zuvor weit überhöhten Niveau stark gefallen sind.

Obwohl die Aktienkurse Anfang 2000 zu sinken begannen und sich dieser Rückgang auch 2001 fortsetzte, blieb der private Verbrauch in den OECD-Ländern unerwartet robust. Im Jahr 2001 stieg er sogar um über 2%, während die gesamtwirtschaftliche Leistung nur um 1% wuchs. Erstaunlicherweise waren die Ausgaben der privaten Haushalte sogar in Ländern stabil, in denen vielleicht die größte dämpfende Wirkung der niedrigeren Aktienkurse zu erwarten gewesen wäre. Hierzu zählen z.B. die USA, Kanada und das Vereinigte Königreich. Eine mögliche Erklärung ist der deutliche Anstieg der Immobilienpreise seit Mitte der neunziger Jahre, der sich auch 2001 ungebremst fortsetzte. So stiegen die realen Preise für Wohneigentum in den letzten fünf Jahren im Vereinigten Königreich, in Irland, den Niederlanden und einigen nordischen Ländern jährlich um rund 10% und in den meisten anderen Industrieländern um fast 5% (Kapitel VII). Die wichtigsten Ausnahmen waren Japan und Deutschland, wo sie rückläufig waren, sowie die Schweiz und Kanada, wo sie in den letzten Jahren weitgehend stabil blieben.

Es stellt sich die Frage, inwieweit die privaten Konsumausgaben durch einen nominalen Anstieg des Vermögens aus Wohneigentum begünstigt werden dürften, da sich der physische Bestand an Wohnraum nur langsam verändert. Einerseits sind Vermögenseffekte positiv; andererseits steigen die Mieten für Wohnraum tendenziell im Einklang mit den Preisen für Wohneigentum an. Wohnraumeigentümer dürften bei einem Preisanstieg weniger sparen, Mieter hingegen müssen mehr sparen, falls sie den Erwerb von Wohneigentum anstreben. Des Weiteren ist Sachkapital normalerweise weniger liquide als Finanzvermögen, und Kapitalgewinne sind sowohl weniger eindeutig (da Informationen über Preise für Wohneigentum heterogener sind) als auch schwieriger zu realisieren. In jedem Fall sollten sich höhere Preise für Wohneigentum je nach dessen Bedeutung als Vermögenswert unterschiedlich auf den Konsum auswirken.

Dennoch könnten Vermögenseffekte einen wichtigen Übertragungskanal von den Preisen für Wohneigentum auf den Konsum darstellen. Bei einem Anstieg der Immobilienpreise erhöht sich der Wert des Anlagevermögens der Eigentümer im Verhältnis zu ihren Verbindlichkeiten. So war der Jahresabsatz von Wohneigentum im Jahr 2001 in den USA besonders hoch, was vielen privaten Haushalten die Realisierung von Kapitalgewinnen durch Verkäufe von Wohnimmobilien ermöglichte. Heutzutage müssen die privaten Haushalte Wohneigentum aber nicht unbedingt veräußern, um an liquide Mittel zu gelangen, denn sie können durch Beleihung des Wohneigentums von Wertzuwächsen profitieren, sodass Sachkapital deutlich liquider geworden ist. Eine Glättung des Konsums über mehrere Perioden ist daher einfacher geworden.

Niedrigere Aktienkurse ...

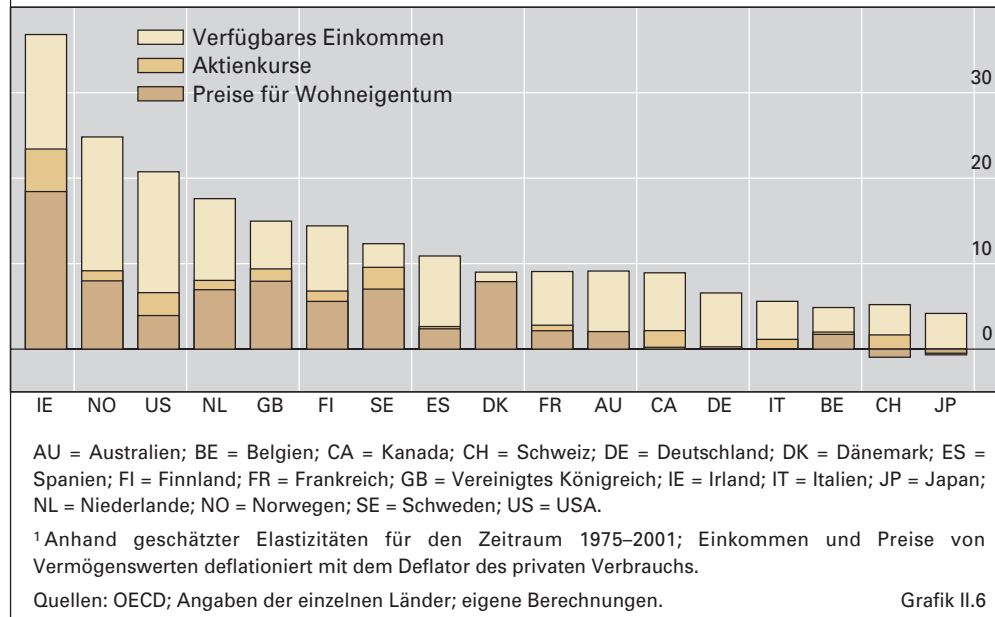
... aber deutlich gestiegene Immobilienpreise

Höherer Konsum durch höhere Preise für Wohneigentum eigentlich nicht zwingend ...

... doch Vermögenseffekte möglicherweise von Bedeutung ...

## Wichtigste Beiträge zum Realwachstum des privaten Verbrauchs 1996–2001<sup>1</sup>

In Prozent des privaten Verbrauchs 1995



Die effizientere Versorgung mit Hypothekenkrediten dürfte die Bedeutung der Vermögenseffekte für den Konsum in den letzten Jahrzehnten durchaus erhöht haben.

... wie empirische Ermittlungen zeigen

Empirisch ist eindeutig nachweisbar, dass ein Anstieg sowohl des Finanzvermögens als auch des Sachvermögens eine positive und signifikante Wirkung auf die Konsumnachfrage hat. Der Anstieg der Preise für Wohneigentum scheint den privaten Konsum in den wichtigsten englischsprachigen Ländern, den Niederlanden und den nordischen Ländern tatsächlich kräftig unterstützt zu haben (Grafik II.6). Überraschenderweise gilt dies anscheinend besonders dort, wo Vermögen aus Wohneigentum eine geringere Rolle spielt als Finanzvermögen. Eine mögliche Erklärung dafür ist, dass privaten Haushalten Finanzierungen an den Kapitalmärkten (d.h. die Möglichkeit, Immobilienvermögen zu beleihen) in Ländern mit marktorientierten Finanzsystemen mittlerweile zugänglicher sind als in Ländern, in denen die Banken die Hauptrolle spielen. Die Entwicklung in den USA war hierfür im Jahr 2001 vielleicht das beste Beispiel: Der hohe Preisanstieg bei Wohneigentum in Kombination mit zunehmenden Hypothekenrefinanzierungen federte die negativen Wirkungen der fallenden Aktienkurse, der Eintrübung des Arbeitsmarktes sowie des Vertrauensschocks nach den Anschlägen vom 11. September deutlich ab.

## Anzeichen für bessere Konjunkturaussichten im Jahr 2002

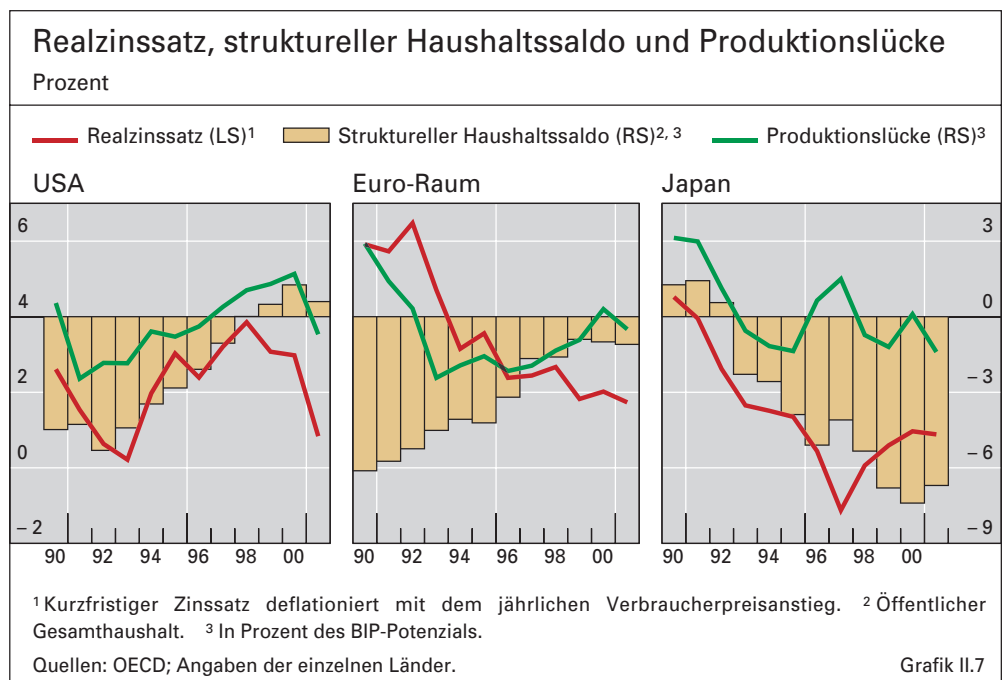
Seit Ende 2001 hat sich der Ausblick für die Weltwirtschaft aufgehellt, und der Welthandel scheint sich allmählich wieder zu beleben. Die US-Konjunktur begann sich im vierten Quartal 2001 zu erholen und gewann im ersten Quartal 2002 in beeindruckender Weise an Stärke, wenngleich einige

Indikatoren darauf schließen lassen, dass sich das Wachstum danach wieder etwas verlangsamte. Im Euro-Raum stieg das Vertrauen in die Wirtschaft (was auf eine sich festigende Erholung hindeutet), doch aufgrund eines beträchtlichen Preisanstiegs und der schlechten Arbeitsmarktlage war die private Konsumnachfrage Anfang 2002 verhalten. Für Japan bleiben die kurzfristigen Aussichten düster, selbst wenn die Unternehmensbefragungen sowie die jüngsten Daten über die Exporte und die Industrieproduktion andeuten, dass die Konjunktur die Talsohle erreicht haben könnte. Allerdings fallen die Nominallöhne weiter, und so bleiben die Aussichten für die private Konsumnachfrage düster.

*Unterstützungsfaktoren für den gegenwärtigen Konjunkturaufschwung*

Sowohl die Lockerung der Geldpolitik als auch eine expansivere Ausrichtung der Fiskalpolitik haben zur Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage beigetragen (Grafik II.7). Als sich die konjunkturelle Abschwächung im Jahresverlauf 2001 beschleunigte, wurden die kurzfristigen Zinssätze deutlich herabgesetzt, vor allem in den USA, wo die Federal Reserve die Notenbankzinsen im vergangenen Jahr rasch auf ein Niveau zurückführte, wie es zuletzt in den sechziger Jahren bestanden hatte. Zudem ist die Fiskalpolitik weltweit expansiver geworden. Insbesondere im Vereinigten Königreich erhöhten sich die öffentlichen Ausgaben spürbar. In den USA wurden im vergangenen Sommer die Steuern erheblich gesenkt, und vor allem seit den Terroranschlägen sind die öffentlichen Ausgaben deutlich gestiegen. Zu Beginn dieses Jahres wurden weitere Maßnahmen getroffen, wenngleich in geringerem Umfang als zunächst angestrebt. Die Lockerung der US-Haushaltspolitik wird im Jahr 2002 wahrscheinlich fast 1½% des BIP ausmachen. Auch in Kanada, Norwegen und Schweden dürfte die Nachfrage durch die Fiskalpolitik erheblich gestützt werden.

Unterstützende  
Wirtschaftspolitik



Erholung durch  
Sonderfaktoren  
begünstigt

Neben den vorübergehenden fiskalpolitischen Impulsen begünstigten auch andere Sonderfaktoren die konjunkturelle Erholung. Erstens dämpften niedrigere Ölpreise bis Ende 2001 die Inflation und trugen so zur Stützung der verfügbaren Realeinkommen bei. Zweitens stärkte die Wiederaufstockung der Lagerbestände zu Beginn des Jahres 2002 insbesondere im Automobil- und IT-Sektor die Weltproduktion ganz wesentlich. Die jüngsten Konjunkturindikatoren lassen unterdessen vermuten, dass die von den USA angeführte Erholung jetzt auch auf andere Wirtschaftszweige und Regionen übergreift. Anfang 2002 belebte sich der Wohnbau sowohl in den USA als auch in anderen wichtigen englischsprachigen Ländern spürbar. Da für Hochtechnologieerzeugnisse außerdem eine vergleichsweise kurze wirtschaftliche Lebensdauer angenommen wird, könnten bestehende Kapazitäten rasch veralten, sodass Bedarf an neuen Ausrüstungen entsteht. Die US-Investitionen in IT-Ausrüstungen und Software stiegen im ersten Quartal 2002.

#### *Möglicherweise konjunkturhemmende Einflüsse*

Potenziell  
hemmende  
Faktoren u.a.  
Finanzmarkt-  
bedingungen ...

Die Bedingungen an den Finanzmärkten könnten die konjunkturelle Erholung jedoch bremsen. Die Staatsanleiherenditen vollzogen die geldpolitische Lockerung im letzten Jahr nicht mit und reagierten ab Oktober 2001 recht empfindlich auf Veränderungen bei den Einschätzungen der Anleger hinsichtlich der Erholung. Die Sätze stiegen Ende 2001 an, als die allgemeinen Wirtschaftsaussichten optimistischer bewertet wurden, die Bedenken wegen der Haushaltslage in einigen Ländern zunahm und eine baldige geldpolitische Straffung erwartet wurde (Kapitel IV). Als die Anleger aber an der Stärke der Erholung zu zweifeln begannen, sanken die Anleihe-sätze im April und Mai dieses Jahres wieder, und die Renditenaufschläge von Unternehmensschuldverschreibungen verringerten sich leicht. Zwar dürfte dies die Erholung begünstigen, doch ist die Kreditfähigkeit der Unternehmen weiterhin begrenzt, da die Anleger nach einer Reihe von Insolvenzen namhafter Unternehmen in mehreren Ländern vorsichtiger geworden sind.

... und Unter-  
nehmensbilanzen

Im Hinblick auf den Unternehmenssektor stellt sich die wichtige Frage, wie rasch die Gewinnlage wieder verbessert werden kann. Im Euro-Raum sind die Unternehmensgewinne gemessen am BIP vergleichsweise stabil geblieben. Für Japan zeigt die jüngste *Tankan*-Erhebung, dass die japanischen Unternehmen eine recht zügige Erholung der Gewinne im Jahr 2002 erwarten. In den USA ermöglichte ein deutlicher Rückgang der Lohnstückkosten in den vergangenen Quartalen einen kräftigen Gewinnssprung. Hieraus erwuchs die Hoffnung, dass sich der im Jahr 2001 beobachtete massive Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Gewinnquote bald umkehren könnte. Allerdings würde jeglicher Zinsanstieg in Richtung des üblicheren Niveaus den Schuldendienst verteuern und die Gewinnspannen noch mehr unter Druck setzen. Dies würde die Unternehmen möglicherweise zwingen, ihre Bilanzen zu verbessern, bevor die Investitionen wieder anziehen können. Auch Überkapazitäten könnten für längere Zeit die Unternehmensinvestitionen dämpfen. So deutet die derzeitige Preisschwäche bei Halbleitern darauf hin, dass im IT-Sektor noch immer beträchtliche Überkapazitäten vorhanden sind. Außerdem liegt die durchschnittliche Kapazitätsauslastung in der gesamten verarbeitenden Industrie in den

OECD-Ländern weiterhin deutlich tiefer als in den neunziger Jahren. Eine wichtige Ausnahme ist der Euro-Raum, wo der Kapazitätsüberhang außer im Telekommunikationsbereich geringer erscheint.

#### *Erholung möglicherweise je nach Land unterschiedlich*

Das Ausmaß der Anfang 2002 erkennbaren Erholung war von Land zu Land sehr unterschiedlich, was damit zusammenhängen könnte, dass die meisten für den Gleichlauf im Konjunkturabschwung maßgeblichen Bestimmungsfaktoren nicht vorhanden sind.

Erstens ist die Wirtschaftspolitik von Land zu Land sehr verschieden. Eine Rolle spielt natürlich der jeweilige Lockerungsgrad der Geldpolitik. Vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Inflations- und Wachstumsdaten (Kapitel IV) sind die kurzfristigen Zinssätze in Europa weniger stark zurückgenommen worden als in den USA, und in Japan haben sie sich kaum verändert, da sie bereits nahe bei null lagen. Auch bei der Fiskalpolitik gibt es deutliche Unterschiede. Während die haushaltspolitische Ausrichtung in den wichtigsten englischsprachigen Ländern eindeutig expansiv geworden ist, wurde die Nachfrage des öffentlichen Sektors im Euro-Raum durch die Höhe der laufenden Defizite und der Gesamtverschuldung stärker eingeschränkt. Im Jahr 2001 wurde zugelassen, dass automatische Stabilisatoren die Auswirkungen des Konjunkturabschwungs abfederten, doch im Jahr 2002 dürfte die Fiskalpolitik etwas restriktiver werden. Japan hat eine strikte Höchstgrenze für die Neuverschuldung am Anleihemarkt festgelegt. Zudem sind für das Fiskaljahr 2002 beträchtliche Ausgabenkürzungen, insbesondere im öffentlichen Bau, vorgesehen.

Unterschiedlich rasche Konjunkturerholung

Zweitens – und dies ist vielleicht der bedeutendste Faktor – haben die wichtigsten Industrieländer anscheinend sehr unterschiedliche Potenzialwachstumsraten. Vergleicht man die derzeitigen Produktionslücken, könnte die konjunkturelle Erholung in den USA entsprechend kräftiger ausfallen. Die Arbeitsproduktivität im Unternehmenssektor in den USA (ohne Landwirtschaft) ist während des Konjunkturabschwungs stabil geblieben. Von 1996 bis 2001 wuchs sie durchschnittlich um 2% jährlich (Grafik II.4). Zusammen mit einer rascheren Zunahme des Beschäftigungspotenzials als in anderen Industrieländern bedeutet dies eine vergleichsweise hohe gesamtwirtschaftliche Potenzialwachstumsrate, die dazu beitragen würde, dass auch weiterhin Steigerungen bei Unternehmensgewinnen und Reallöhnen möglich wären. In den anderen wichtigen Industrieländern fiel die Entwicklung dagegen schlechter aus. In Japan war das durchschnittliche Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahrzehnt sehr niedrig, und die Arbeitsproduktivität stieg in den letzten fünf Jahren jeweils nur um  $\frac{3}{4}$ % pro Jahr. In der Europäischen Union erhöhte sich die Arbeitsproduktivität in den letzten fünf Jahren um durchschnittlich  $1\frac{1}{4}$ % pro Jahr. Zudem begrenzen die Stagnation des Wachstums der Erwerbsbevölkerung sowie strukturelle Rigiditäten an den Güter- und Arbeitsmärkten das Potenzialwachstum nach wie vor. Allerdings wurde durch Anreize, junge oder wenig qualifizierte Arbeitnehmer einzustellen, in einigen Ländern die strukturelle Arbeitslosigkeit reduziert. Frankreich beispielsweise kürzte die Sozialabgaben für wenig qualifizierte Arbeitnehmer, und andere europäische Länder förderten deren Einstellung durch eine erhöhte Arbeits-

Unterschiedliche Wirtschaftskraft

marktflexibilität. Es käme nicht überraschend, wenn solche Maßnahmen die Arbeitsproduktivität eine Zeitlang beeinträchtigten, auch wenn sie längerfristig das Potenzialwachstum steigern.

## Mittelfristige Aussichten

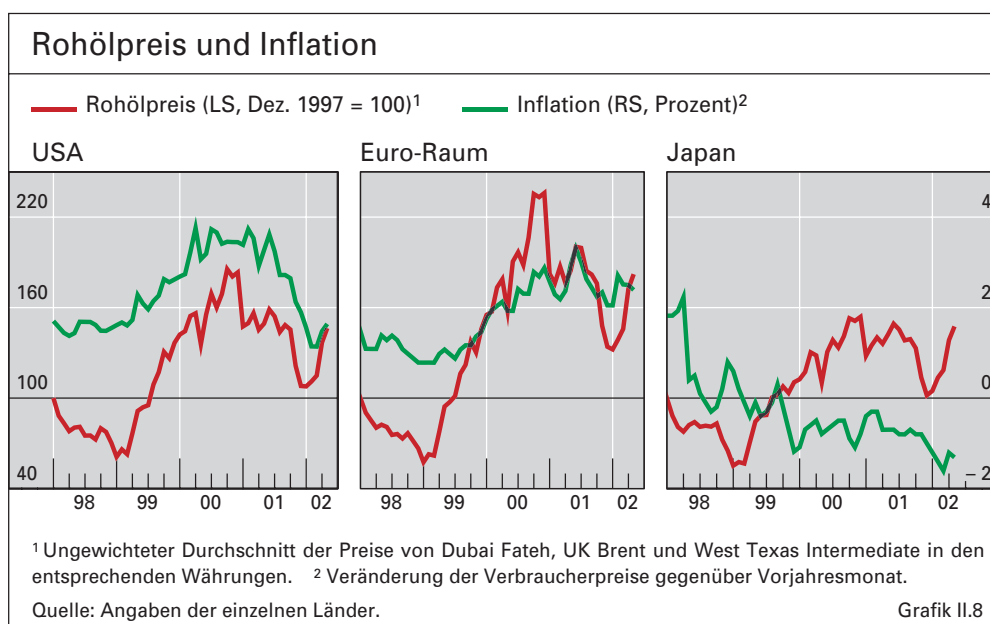
Über die nächsten Quartale hinaus dürfte die Stärke des gegenwärtigen weltweiten Konjunkturaufschwungs überwiegend von den Inflationsaussichten sowie den binnen- und außenwirtschaftlichen Finanzierungssalden abhängen.

### *Inflationsaussichten*

Als sich der weltwirtschaftliche Abschwung im Laufe des Jahres 2001 beschleunigte, ließ der Inflationsdruck in den meisten Ländern nach. Die Abschwächung bei der am Verbraucherpreisindex gemessenen Inflationsrate war jedoch vor allem auf niedrigere Rohstoffpreise zurückzuführen (Grafik II.8). Die Kerninflationsrate – d.h. ohne Lebensmittel- und Energiepreise – blieb vergleichsweise stabil und stieg im Euro-Raum sogar auf über 2%.

Die Kerninflationsrate verringerte sich in den USA deutlich von fast 4% Anfang 2001 auf nur noch 1% ein Jahr später. In Japan beschleunigte sich der anhaltende Rückgang der Verbraucherpreise in der zweiten Hälfte des Jahres 2001 leicht. Im Vereinigten Königreich verlangsamte sich der Verbraucherpreisanstieg vor allem dank fallender Hypothekenzinsen rasch. Ohne diesen Effekt verminderte sich die Inflation in geringerem Umfang und lag knapp unter dem Zielwert der Bank of England. In der Schweiz sorgte die Aufwertung der Währung dafür, dass die Verbraucherpreisinflation am Jahresende 2001 nahe bei null lag. Im Gegensatz dazu stiegen die Verbraucherpreise im Euro-Raum im ersten Halbjahr 2001 kräftig an. Die Ursachen hierfür waren höhere indirekte Steuern (in Deutschland und den Niederlanden), ein vorübergehender Anstieg der Lebensmittelpreise und die zeitverzögerte Wirkung der höheren Ölpreise

Weltweite Inflation  
wahrscheinlich  
weiterhin niedrig ...



sowie des niedrigeren Außenwerts der Währung. Im zweiten Halbjahr sank die Inflationsrate jedoch, wenngleich sie geringfügig oberhalb des offiziellen Zielbereichs des Eurosystems blieb.

Im Jahr 2002 dürfte die weltweite Inflationsrate niedrig bleiben, insbesondere angesichts der gegenwärtigen Schwäche an den Arbeitsmärkten. Der Preissetzungsspielraum der Unternehmen wird weiterhin überall durch die anhaltend hohen Überkapazitäten und den schärferen Wettbewerb an den internationalen Märkten begrenzt. Einige Inflationsrisiken bleiben jedoch bestehen. In den europäischen Ländern mit rigiden Arbeitsmärkten könnten die Arbeitnehmer angesichts der sich aufhellenden Wachstumsaussichten höhere Löhne und Gehälter anstreben. Die potenziellen Auswirkungen wären stärker, wenn die Gewerkschaften auch einen Ausgleich für in der Vergangenheit erlittene Reallohneinbuen forderten. Zudem könnte sich der in letzter Zeit beobachtete Anstieg der Energiepreise in einem instabilen politischen Umfeld fortsetzen. Wichtige Olproduzenten haben sich verpflichtet, ihre Formermengen anzupassen, um die Preise stabil zu halten. Ob dies allerdings ausreicht, um einen spürbaren Anstieg der Energiepreise zu verhindern, bleibt abzuwarten. Potenzieller Inflationsdruck dürfte auch dort vorhanden sein, wo die Gefahr eines Wechselkurseinbruchs besteht oder die Preise von Wohneigentum kräftig angestiegen sind.

Glücklicherweise hat sich das Risiko, dass ein derartiger Inflationsdruck die Preisstabilität mittelfristig gefährdet könnte, mit den jüngsten Änderungen des Inflationsverhaltens anscheinend verringert. Es gibt einige Hinweise darauf, dass die Inflationserwartungen infolge des beeindruckenden Rückgangs sowohl des Niveaus als auch der Volatilität der Inflation in den neunziger Jahren (Tabelle II.4) fester verankert sind. In dem veränderten Umfeld

... als Reaktion auf langfristige Einflussfaktoren, trotz kurzfristiger Risiken

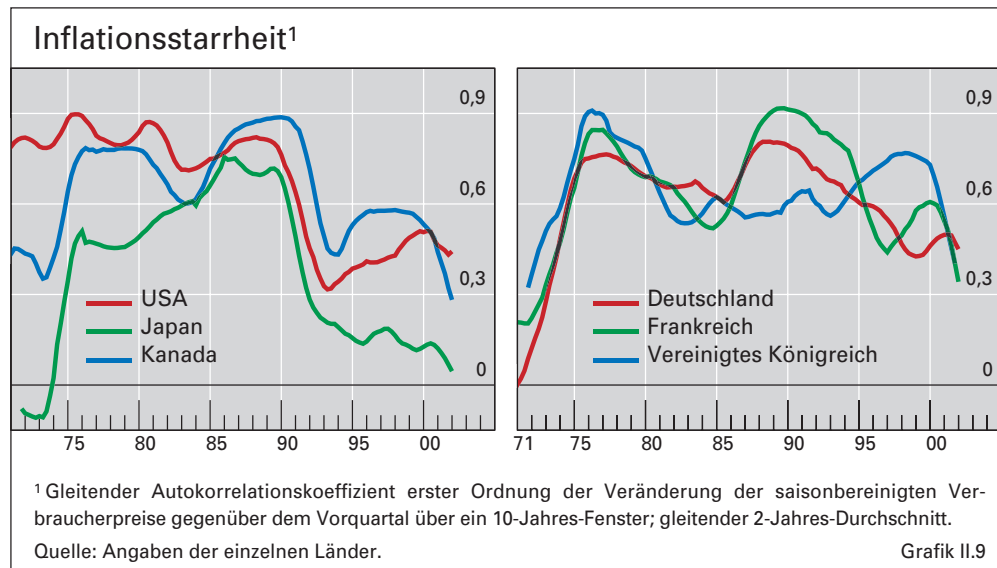
Inflations-  
erwartungen  
fester verankert

Hauptmerkmale der Inflation in den fortgeschrittenen Industrieländern <sup>1</sup>					
	Zeitraum	Mittel	Streuung <sup>2</sup>	Variabilität <sup>3</sup>	Starrheit <sup>4</sup>
USA	1970–1989	6,3	3,2	0,5	0,8
	1990–2001	3,0	1,0	0,4	0,6
Europäische Länder <sup>5</sup>	1970–1989	8,3	4,1	0,5	0,8
	1990–2001	3,1	1,6	0,5	0,6
Japan	1970–1989	5,8	5,4	0,9	0,7
	1990–2001	0,9	1,4	1,6	0,3
Kanada	1970–1989	6,9	3,1	0,4	0,8
	1990–2001	2,3	1,6	0,7	0,4
Australien	1970–1989	9,1	3,4	0,4	0,5
	1990–2001	2,8	2,2	0,8	0,2
Fortgeschrittene Industrieländer <sup>5</sup>	1970–1989	7,1	3,9	0,6	0,8
	1990–2001	2,7	1,4	0,6	0,5

<sup>1</sup> Berechnet anhand der Veränderung der vierteljährlichen saisonbereinigten Verbraucherpreisindizes gegenüber Vorjahr in Prozent (kurzfristige Starrheit: Veränderung gegenüber Vorquartal). <sup>2</sup> Gemessen an der Standardabweichung. <sup>3</sup> Verhältnis der Standardabweichung zum arithmetischen Mittel. <sup>4</sup> Autokorrelationskoeffizient erster Ordnung der Veränderung gegenüber dem Vorquartal; niedrigere Werte in den neunziger Jahren zeigen auf, dass die kurzfristige Starrheit abgenommen hat. <sup>5</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1995.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.4





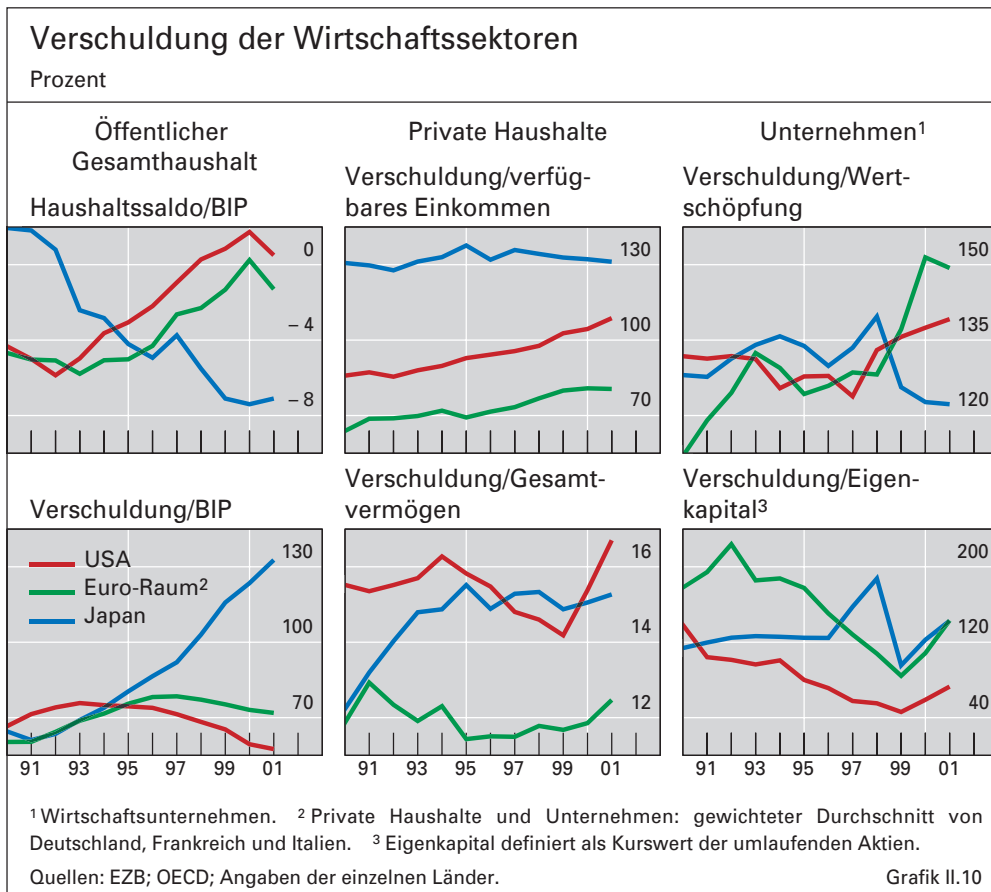
niedriger und stabiler Inflationsraten sind die Wirtschaftsakteure anscheinend zukunftsorientierter geworden und richten sich in ihren Inflationserwartungen stärker an der Geldpolitik als an historischen Inflationsraten aus (Kapitel IV). Insbesondere hat sich die kurzfristige Starrheit von Inflationsveränderungen im letzten Jahrzehnt deutlich vermindert (Grafik II.9). Bedingt durch diesen Wandel, der vor allem in Ländern mit einer Inflationszielstrategie häufig festzustellen ist, spielt heute die vergangene Inflation bei der Erklärung der aktuellen Inflationsrate eine geringere Rolle.

#### *Binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte*

Ein zweiter Faktor, der die mittelfristige Nachhaltigkeit der konjunkturellen Erholung beeinflussen könnte, ist die Höhe der Verschuldung. Die Verschuldung des privaten Sektors nahm in den neunziger Jahren stark zu, und die Vermögenspositionen der Unternehmen und der privaten Haushalte verbesserten sich im Jahr 2001 nicht im gleichen Maße wie in früheren Abschwungphasen. Diese Entwicklung hat große Beachtung gefunden. Werden die hohen Schuldenstände eine grundlegende Neuordnung der Vermögensverhältnisse und schließlich auch drastische Ausgabenkürzungen erforderlich machen? Auf diese Frage gibt es keine einfache Antwort, zumal verschiedene Indikatoren unterschiedliche Schlussfolgerungen nahe legen (Grafik II.10).

Nettoersparnis der privaten Haushalte deutlich niedriger

Die Nettoersparnis (d.h. der Unterschied zwischen Ersparnis und Investition) hat sich wie folgt entwickelt: Bei den privaten Haushalten hat sie sich in den neunziger Jahren in den meisten Ländern deutlich reduziert (Grafik II.11). In Japan verringerten sich die Überschüsse beträchtlich, und in den USA kehrten sie sich in Defizite. In den USA veranlassten u.a. niedrigere Nominalzinsen und hohe Vermögenszuwächse die privaten Haushalte, steigende Ausgaben über eine zusätzliche Verschuldung zu finanzieren. Hierbei spielte die Entwicklung im Hypothekenkreditgeschäft eine besondere Rolle, die nicht nur Liquiditätsengpässe verringerte, sondern es den privaten Haushalten auch ermöglichte, den Anstieg der Kosten für den Schuldendienst zu begrenzen. Im



Jahr 2001 beispielsweise verringerten die privaten Haushalte ihre Zinszahlungen, indem sie andere Kreditformen durch Hypothekenkredite ersetzten, und verbesserten ihren Finanzierungssaldo damit sogar.

Die japanischen Wirtschaftsunternehmen verringerten ihre Investitionsausgaben und führten die in der Vergangenheit aufgebaute hohe Verschuldung mit Hilfe des wachsenden Ersparnisüberschusses weitgehend zurück. Im Gegensatz dazu sehen sich die Unternehmen im Euro-Raum mit einem wachsenden Ersparnisdefizit konfrontiert, das allerdings teilweise auf steuerliche Anreize zur Verringerung der einbehaltenen Gewinne zurückzuführen ist. Das Finanzierungsdefizit der US-Unternehmen, das sich im Laufe der neunziger Jahre ausgeweitet hatte, verringerte sich im letzten Jahr, da die Unternehmen ihre Investitionsausgaben kürzten und Lagerbestände abbauten. Dementsprechend ist das Verhältnis der Zinskosten zum Cash-flow bei ihnen heute wesentlich niedriger als unmittelbar vor der Rezession 1990/91.

Ein Blick auf die verschiedenen Schuldenindikatoren in den fortgeschrittenen Industrieländern zeigt, dass die Bruttoverschuldungsquoten sowohl der privaten Haushalte als auch der Unternehmen seit Mitte der neunziger Jahre allgemein zugenommen haben und heute höher sind als zu Beginn eines Konjunkturaufschwungs üblich. So übersteigen in den G7-Ländern die offenen Verbindlichkeiten das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte, was einem Anstieg um über 10 Prozentpunkte seit dem vorangegangenen Ab-schwung entspricht. Die Verschuldung der Wirtschaftsunternehmen in den

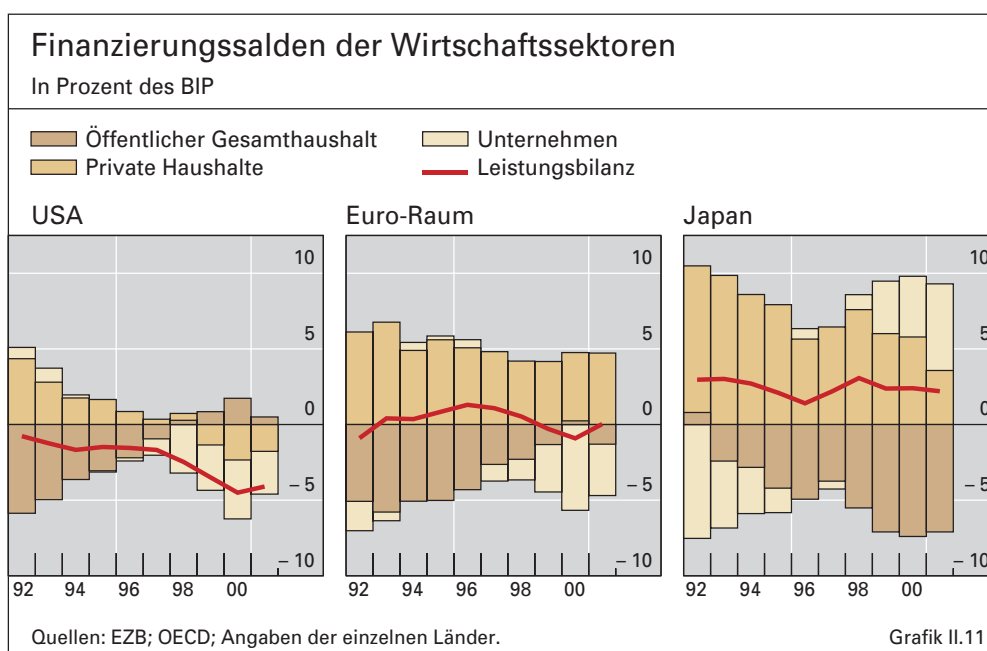
Hohe private  
Gesamt-  
verschuldung ...

G7-Ländern erreichte im Jahr 2001 fast 90% gemessen am BIP, verglichen mit rund 80% vor zehn Jahren. Besorgniserregend ist insbesondere die Gesamtverschuldung der Unternehmen im Bereich der Hochtechnologie- und der Telekommunikationsausrüstung, die vor der Herausforderung stehen, in einem Umfeld überschüssiger Kapazitäten und fallender Preise ihre Bilanzen zu verbessern.

... aber moderat gemessen am gegenwärtigen Preisniveau von Vermögenswerten

Werden jedoch die Vermögensbewertungen berücksichtigt, ist die Verschuldung noch relativ moderat. Denn durch die in den gesamten neunziger Jahren steigenden Preise von Vermögenswerten hat sich das Nettovermögen der privaten Haushalte in den meisten G7-Ländern erhöht. Die Verschuldung entspricht heute nur 15% des Bruttovermögens der privaten Haushalte und ist damit prozentual ungefähr gleich hoch wie Anfang der neunziger Jahre. Außerdem hat sich bei den Unternehmen das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital im Laufe des letzten Jahrzehnts verringert. Allerdings ist der Verschuldungsgrad der Unternehmen in Japan 2001 infolge der rückläufigen Aktienkurse trotz äußerst umfangreicher Schuldentilgungen gestiegen.

Obwohl es keinen eindeutigen Indikator für eine „untragbare“ Verschuldung gibt, können Einschätzungen bezüglich der finanziellen Verhältnisse die künftigen Wachstumsaussichten sehr wohl beeinträchtigen. Erstens spiegelt ein beträchtlicher Teil der Verbesserung des Cashflows der Unternehmen im Jahr 2001 nur Lageranpassungen und Investitionskürzungen wider. Der Cashflow könnte sich erneut verschlechtern, wenn die Lageranpassung beendet ist oder die Investitionen noch vor einer Erholung der Unternehmensgewinne wieder erhöht werden. Zweitens hat sich die Kreditqualität in vielen Branchen generell verschlechtert. Den hoch verschuldeten Kreditnehmern aus dem europäischen Telekommunikationssektor, die sich weiter verschulden müssen, um den Aufbau notwendiger Infrastrukturen zu finanzieren, drohen höhere Risikoprämien. Drittens ist das gegenwärtige



Preisniveau bestimmter Vermögenswerte – das die private Verschuldung vergleichsweise moderat erscheinen lässt – möglicherweise überhört.

Während einige Beobachter fürchten, dass die Preise für Wohneigentum wieder fallen könnten, argumentieren andere, dass der jüngste Preisanstieg durchaus im Einklang mit den gesamtwirtschaftlichen Eckdaten stehe. Von größerer Bedeutung ist, dass das Kurs/Gewinn-Verhältnis an den Aktienmärkten während des Konjunkturabschwungs vergleichsweise hoch geblieben ist (Kapitel VI). Sollten die Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der Unternehmensgewinne, auf denen das derzeitige Bewertungsniveau am Aktienmarkt basiert, enttäuscht werden, könnte dies gewisse Abwärtskorrekturen auslösen. In dieser Hinsicht sind insbesondere die langfristigen Aussichten für die Produktivitätsentwicklung von Bedeutung, die sich vor allem in den USA gebessert zu haben scheinen. Außerdem werden die Gewinnspannen durch den schärferen Wettbewerb auf den Gütermärkten weiterhin eingeengt, und schließlich dürfte ein Teil der Produktivitätssteigerungen den abhängig Beschäftigten zugute kommen. Deshalb wird es für die US-Unternehmen sogar bei einem weiterhin hohen Produktivitätswachstum und einer kräftigen Konjunkturerholung möglicherweise nicht leicht sein, ihren Anteil am Volkseinkommen wieder auf den 1996/97 erreichten Höchststand zu bringen.

Auch die jüngste Entwicklung im öffentlichen Sektor bietet Anlass zur Sorge. Trotz einiger Konsolidierungsfortschritte in den USA und in Europa ist die Verschuldung gemessen am BIP hoch geblieben. Dies lässt vermuten, dass die Regierungen noch nicht genug getan haben, um nach den Übersteigerungen der siebziger und achtziger Jahre ihren Handlungsspielraum zurückzugewinnen. Dieses Scheitern ist insofern besonders problematisch, als die Alterung der Bevölkerung mittelfristig für kräftig steigende Schuldenquoten sorgen wird. Ferner wurde im jüngsten Konjunkturabschwung eine Lockerung der Fiskalpolitik zugelassen, die künftig in gewissem Maße wieder umgekehrt werden muss. Der US-Haushaltsüberschuss hat sich schnell aufgelöst, als der Konjunkturabschwung einsetzte und beträchtliche Steuerensenkungen vorgenommen wurden. Auch die langfristigen Aussichten für den öffentlichen Haushalt haben sich verschlechtert und könnten sich infolge der Ereignisse vom 11. September weiter eintrüben. So ist im Haushalt vorgesehen, dass die Militärausgaben, deren Kürzung im Laufe des vergangenen Jahrzehnts wesentlich zur Konsolidierung der Haushaltslage in den USA beigetragen hatte, nunmehr wieder zunehmen.

Öffentlicher Sektor

Im Euro-Raum war der aggregierte öffentliche Haushalt im Jahr 2001 defizitär, obwohl das Produktionspotenzial nahezu ausgeschöpft wurde. In einigen Ländern näherte sich das öffentliche Defizit der Obergrenze von 3% des BIP, wodurch das Vertrauen in den Stabilitäts- und Wachstumspakt belastet wurde. In Japan ist die Haushaltslage besonders besorgniserregend. Angesichts der bereits hohen und weiter zunehmenden Verschuldung haben die Rating-Agenturen kürzlich die langfristigen öffentlichen Schuldtitel des Landes herabgestuft. Zudem könnte eine weitere erhebliche Zunahme der notleidenden Kredite die Glaubwürdigkeit der Finanzinstitute beeinträchtigen und außerdem eine öffentliche Finanzspritze für die Banken erfordern.

### Weiterhin außenwirtschaftliche Ungleichgewichte

Potenzielle Auswirkungen auf die Finanzmärkte und das künftige Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage haben schließlich auch die anhaltend großen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte. Die erheblichen Diskrepanzen in der weltweiten Leistungsbilanz wie auch deren jüngste Ausweitung werfen zwar Fragen bezüglich der genauen Größenordnungen dieser Ungleichgewichte auf (Tabelle II.5). Ungeachtet dessen bleiben aber die weltweiten Ungleichgewichte hoch, und es besteht sogar Grund zu der Annahme, dass sie heute ein größeres Problem darstellen als in der Vergangenheit.

US-Leistungsbilanzdefizit bei rund 4% des BIP

Die Aufmerksamkeit konzentriert sich auf die USA, die in den letzten Jahren die Hauptantriebskraft für die Weltwirtschaft waren und jetzt ein Leistungsbilanzdefizit von über \$ 400 Mrd. aufweisen. Das entspricht rund 4% des BIP der USA und fast 8% der Gesamtersparnis in der übrigen Welt. Außerdem hat sich die Nettoauslandsvermögensposition der USA in den letzten Jahren stetig verschlechtert; im Jahr 2000 wurden (zu Marktwerten gerechnet) Nettoverbindlichkeiten in Höhe von 22% des BIP verzeichnet. Das ist etwa so viel wie in Kanada, das traditionell Kapital importiert, jedoch deutlich mehr als im Vereinigten Königreich (8%). Die Nettoauslandsposition der USA steht außerdem in krassem Gegensatz zu der Japans (24%) sowie der wichtigsten Länder des Euro-Raums (durchschnittlich 4%). Damit stellt sich natürlich die Frage, ob die weltweiten Kapitalanleger ihre Bestände an US-Vermögenswerten entsprechend dem steigenden Leistungsbilanzdefizit erhöhen möchten, was sich auf den Dollarkurs auswirken könnte (Kapitel V). Diese Frage lässt sich nicht eindeutig beantworten, da die jüngsten Entwicklungen und die längerfristigen Einschätzungen widersprüchliche Signale aussenden.

Auf der positiven Seite ist erstens anzumerken, dass das US-Leistungsbilanzdefizit im vergangenen Jahr zurückgegangen ist. Im Vergleich zur Rezession der frühen neunziger Jahre mag der Rückgang enttäuschend klein erscheinen. Dieser Vergleich ergibt allerdings ein falsches Bild. Die Veränderung zwischen 1990 und 1991 (1½% des BIP) lässt sich größtenteils den

Leistungsbilanzsaldo in den wichtigsten Regionen						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002 <sup>1</sup>
	Mrd. US-Dollar					
USA	-140	-217	-324	-445	-417	-435
Europäische Union	107	62	5	-28	29	30
Japan	97	119	115	119	89	110
Sonstige fortgeschrittene Industrieländer	9	-5	8	54	55	47
Aufstrebende Volkswirtschaften						
Asiens	20	115	107	92	99	78
Übrige Welt	-95	-164	-63	45	2	-43
Welt <sup>2</sup>	-2	-90	-152	-163	-143	-213

<sup>1</sup> IWF-Prognose. <sup>2</sup> Auf Fehler, Auslassungen und Asymmetrien in der Zahlungsbilanzstatistik zurückzuführen.  
Quelle: IWF, *World Economic Outlook*. Tabelle II.5

einmaligen Übertragungen im Zusammenhang mit dem Golfkrieg zuschreiben. Außerdem war der jüngste Konjunkturabschwung im Gegensatz zum Abschwung der frühen neunziger Jahre weltweit zu spüren. Daher verlangsamte sich das Wachstum von Exporten und Importen ungefähr im gleichen Maße, wodurch das US-Handelsbilanzdefizit verhältnismäßig hoch blieb.

Zweitens sind die Aussichten entscheidend vom relativen Produktivitätswachstum abhängig. Das Trendwachstum der Produktivität hat in den USA in den vergangenen Jahren spürbar zugenommen, und es wird erwartet, dass das Potenzialwachstum und die Eigenkapitalrendite weiterhin deutlich höher sein werden als in anderen Ländern. Auch für den Fall, dass die US-Wirtschaft vielleicht nicht rasch genug wächst, um einen weiteren Anstieg der Auslandsverschuldung gemessen am BIP zu verhindern, könnten die USA dennoch für ausländische Kapitalanleger attraktiv bleiben, wenn sich die günstigen Produktivitätsindikatoren auf längere Sicht bestätigen. Somit könnten langfristige Kapitalzuflüsse auch weiterhin ein wachsendes Leistungsbilanzdefizit finanzieren, ohne dass es zu übermäßigem Druck auf den Außenwert der Währung und die Zinssätze käme.

Drittens lassen sich die jüngsten langfristigen Kapitalbewegungen ebenfalls als relativ ermutigend auslegen. Obwohl die USA den globalen Konjunkturabschwung anführten und trotz der Turbulenzen nach den Ereignissen vom 11. September übertrafen die langfristigen Kapitalzuflüsse in die USA weiterhin das Leistungsbilanzdefizit. Allerdings gingen die Nettozuflüsse von Direktinvestitionen und die Auslandskäufe von US-Aktien deutlich zurück, während die Auslandskäufe von US-Anleihen, insbesondere von Titeln staatlich unterstützter Körperschaften sowie von Unternehmen, zunahmen (Tabelle II.6). Letzteres hat zwar den Druck auf die US-Unternehmen, ihren Cashflow zu verbessern, verringert und beträchtlich zur Stabilität des Wohnbausektors beigetragen, doch erhöht sich mit der Umschichtung von der Eigenkapital- zur Fremdkapitalfinanzierung die künftige Schuldendienstbelastung.

Besorgniserregender ist dagegen erstens, dass die US-Ersparnis während des Investitionsbooms der späten neunziger Jahre nicht angestiegen

Zahlungsbilanz in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen									
	USA			Euro-Raum			Japan		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Mrd. US-Dollar									
Leistungsbilanz	-324	-445	-417	-28	-65	1	115	119	89
Güter	-345	-452	-427	59	11	73	122	116	71
Dienstleistungen	84	76	79	-4	-5	3	-54	-48	-43
Erträge	-14	-15	-19	-39	-26	-32	58	61	69
Übertragungen	-49	-54	-50	-44	-45	-43	-11	-10	-8
Langfristige Nettokapitalströme	370	485	445	-228	-86	-33	-7	-35	-73
Direktinvestitionen	146	135	2	-125	26	-93	-10	-23	-32
Aktien	-2	94	19	-71	-235	126	71	-21	28
Anleihen	226	256	424	-32	123	-66	-68	9	-69

Quellen: EZB; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.6

ist. Vielmehr sank die inländische Sparquote von 1998 bis 2001 um nahezu 3 Prozentpunkte gemessen am BIP, weil ein steiler Rückgang der Ersparnis der privaten Haushalte die Verbesserung der staatlichen Ersparnis zunichte machte. Eine Rolle gespielt haben dürfte allerdings auch, dass in anderen wichtigen Regionen die Investitionen im Vergleich zur Ersparnis weiterhin schwach waren. Auf diese Weise hat sich das US-Außenhandelsdefizit vergrößert und dürfte sich noch mehr ausweiten, wenn die USA ihren Wachstumsvorsprung gegenüber Europa und Japan behalten.

Trendmäßiger Rückgang in der Handels- und Kapitalertragsbilanz der USA

Beunruhigend ist zweitens auch die anhaltende Verschlechterung der US-Kapitalertragsbilanz. Obwohl weltweit niedrigere Zinsen den Schuldendienst im letzten Jahr entlasteten, weitete sich das Defizit in der Kapitalertragsbilanz aufgrund geringerer Gewinntransfers von US-Unternehmensbesitz im Ausland aus. In der Vergangenheit leisteten Nettoerträge aus Direktinvestitionen einen positiven Beitrag zur US-Leistungsbilanz. Es ist jedoch fraglich, ob dieser Trend anhalten wird. Ende 2000 war der Marktwert der US-Direktinvestitionen im Ausland bereits niedriger als der ausländischer Direktinvestitionen in den USA. Sollte sich zudem die relative Eigenkapitalrendite weiterhin zugunsten von Investitionen in den USA entwickeln, wird es für ausländische Unternehmen in US-Besitz zunehmend schwieriger werden, höhere Gewinne zu erzielen als die US-Unternehmen in ausländischer Hand. Die Aussichten für die Entwicklung der Nettozinszahlungen sind ebenso besorgniserregend. Aufgrund des kontinuierlichen Anstiegs der Nettoauslandsverbindlichkeiten sind die USA den Schwankungen des weltweiten Zinsniveaus und der Stimmung an den Finanzmärkten immer stärker ausgesetzt.

Zunehmende US-Auslandsverbindlichkeiten durch Leistungsbilanzüberschüsse in der übrigen Welt finanziert?

Auf längere Sicht ist außerdem die Frage relevant, ob zur Deckung der wachsenden US-Auslandsverbindlichkeiten ohne weiteres höhere Leistungsbilanzüberschüsse in der übrigen Welt zur Verfügung stehen werden. Sind diese Überschüsse, die sich aus der Saldenmechanik der globalen Bilanz ergeben, wohl mit dem künftig zu erwartenden Spar- und Investitionsverhalten in den Ländern außerhalb der USA in Einklang zu bringen? In dieser Hinsicht befindet sich der Euro-Raum gegenwärtig nahezu im Gleichgewicht, da ein geringfügiger Ersparnisüberschuss des privaten Sektors mehr oder weniger durch ein Ersparnisdefizit des öffentlichen Sektors ausgeglichen wird. Nach den derzeitigen Prognosen dürfte sich an dieser Situation in absehbarer Zeit nichts ändern.

Der japanische Leistungsbilanzüberschuss ist nach wie vor beträchtlich, und Japan ist die wichtigste Finanzierungsquelle für das US-Leistungsbilanzdefizit. Dahinter verbirgt sich in erster Linie ein großer Finanzierungsüberschuss des Unternehmenssektors, der noch weiter gewachsen ist, da die Unternehmen angesichts der nicht tragfähigen Verschuldung und der Überkapazitäten ihre Ersparnisbildung erhöht und die Investitionsausgaben reduziert haben (Grafik II.11). Mittelfristig dürfte Japan allerdings als Produktionsstandort allmählich an Attraktivität verlieren, da der Alterungsprozess der Bevölkerung hier relativ weit fortgeschritten ist. Das Land wird dann zunehmend auf repatriierte Erträge ausländischer Unternehmen in japanischer Hand und ausländischer Finanzaktiva japanischer Institute angewiesen sein.

Was die Gruppe der aufstrebenden Regionen betrifft, die gegenwärtig einen Leistungsbilanzüberschuss aufweisen, dürften die Volkswirtschaften im

Übergang zunehmend Investitionen aus dem Ausland anziehen können, wenn es ihnen gelingt, bessere Führungs- und Überwachungsmechanismen einzuführen und ihren Kapitalstock weiter zu modernisieren. Dann werden sie wahrscheinlich nicht mehr als Finanzierungsquelle zur Verfügung stehen, sondern selbst Finanzierungsbedarf aufweisen. Der Nahe Osten ist vor allem von den Ölpreisen abhängig, doch die wachsende Bevölkerung einiger wichtiger Ölförderländer dürfte auf lange Sicht die Leistungsbilanzüberschüsse belasten. Asien, das sich in den vergangenen Jahren zu einer wichtigen Finanzierungsquelle des US-Defizits entwickelt hat, wird eine Schlüsselrolle zukommen. Wie im nächsten Kapitel erörtert, sanken die Investitionsquoten nach der Krise im Jahr 1997 drastisch, und angesichts der weiterhin hohen Sparquoten haben sich in der Region sehr große Leistungsbilanzüberschüsse aufgebaut. Obwohl vor der Krise vermutlich gewisse Überkapazitäten vorhanden waren, dürften sich die Investitionen auf mittlere Sicht eher erholen als weiter zurückgehen. Investitionsmöglichkeiten, die durch den Beitritt Chinas zur WTO entstehen, können dieser Entwicklung nur dienlich sein. Falls die Sparquoten hoch bleiben und die asiatischen Länder den Export weiterhin als Hauptantrieb des Wirtschaftswachstums fördern, könnte die Region durchaus eine wichtige Finanzierungsquelle des US-Defizits bleiben.

Eine stärkere Ausrichtung auf die Binnennachfrage in den asiatischen Volkswirtschaften könnte allerdings eine Verschiebung des Anlageschwerpunkts von ausländischen zu inländischen Vermögenswerten und damit einen Anstieg der Potenzialwachstumsraten mit sich bringen. Ebenso könnten sich mit dem Abbau der strukturellen Rigiditäten in Europa die Unternehmensinvestitionen sowie das langfristige Wachstum steigern. Ein rascheres Wachstum der Binnennachfrage und vermehrte Investitionen außerhalb der USA würden sowohl die Nettokapitalströme in die USA reduzieren als auch eine stetige Verringerung ihres Leistungsbilanzdefizits erlauben, ohne dass das Wachstum der Weltwirtschaft oder die Finanzstabilität in Gefahr gerieten.