

## II. Die Weltwirtschaft

### Schwerpunkte

Die Weltwirtschaft wuchs 2004 kräftig, unterstützt durch eine expansive Geldpolitik und ungewöhnlich günstige Finanzierungsbedingungen. Drastisch steigende Rohstoffpreise hatten zwar keinen generellen Inflationsdruck zur Folge, trugen im Jahresverlauf aber zu einer Mäßigung der weltweiten Auftriebskräfte bei. Nach dem synchron verlaufenen Aufschwung im ersten Halbjahr 2004 weiteten sich die Wachstumsdifferenziale erneut aus, da die rohstoffimportierenden Länder – mit den USA und China als wichtigen Ausnahmen – eine Wachstumsverlangsamung erfuhren, während die Rohstoffexporteure im Allgemeinen ein unvermindert rasches Wachstum verzeichneten.

Die Dynamik der Weltwirtschaft überraschte in mehrfacher Hinsicht. Erstaunlich war zunächst die Höhe der Expansion in den aufstrebenden Volkswirtschaften, die die anhaltenden Strukturverschiebungen im globalen Wachstumsprozess – vor allem zugunsten der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens – widerspiegelte. Eine weitere Überraschung war die robuste Verfassung der US-Wirtschaft angesichts steigender Ölpreise. Gleichzeitig warf die neuerliche Konjunkturschwäche anderer fortgeschrittener Volkswirtschaften die Frage nach deren Fähigkeit auf, sich dem wandelnden globalen Umfeld anzupassen. Ein Beispiel für diese Veränderungen ist die markante Verschiebung der relativen Preise von Rohstoffen und Industrieprodukten, verbunden mit der Herausbildung einer neuen Gruppe dynamisch wachsender aufstrebender Volkswirtschaften. Ein weiteres Beispiel ist die deutliche Aufwertung von Euro und Yen gegenüber dem US-Dollar 2004.

Die Prognosen für 2005 gehen im Wesentlichen von einem weiterhin robusten Wachstum der Weltwirtschaft, allgemein gedämpftem Inflationsdruck und zunehmenden internationalen Ungleichgewichten aus. Allerdings werden die Vorhersagen dadurch erschwert, dass sich die wichtigsten Volkswirtschaften in unterschiedlichen Konjunkturphasen befinden, gleichzeitig die Zinssätze ungewöhnlich niedrig sind und zudem strukturelle Veränderungen im Zusammenhang mit der anhaltenden Integration wichtiger aufstrebender Volkswirtschaften in die Weltwirtschaft im Gange sind. Insbesondere hat der seit dem Frühjahr 2004 verzeichnete kräftige Anstieg der Rohstoffpreise in Verbindung mit der rasch wachsenden Nachfrage aus China und Indien Befürchtungen bezüglich der weltweiten Ressourcenauslastung, der Inflationsaussichten und des Abbaus internationaler Ungleichgewichte geweckt. Eine weitere, damit zusammenhängende Frage lautet, ob das derzeitige Spar- und Investitionsverhalten langfristig tragfähig ist – international wie auch mit Blick auf die verschiedenen Wirtschaftssektoren.

Der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte kommt dabei entscheidende Bedeutung zu.

## Wirtschaftswachstum

### Kräftiges Wachstum der Weltwirtschaft

Die Produktion wuchs im vergangenen Jahr um nahezu 5% weltweit, was der höchsten Wachstumsrate seit fast drei Jahrzehnten entsprach. Auf die USA und die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens entfiel davon mehr als die Hälfte (Grafik II.1). Die regionale Zusammensetzung des Wachstums im Jahr 2004 bestätigt den Eindruck eines entstehenden neuen globalen Wachstumsmusters: die USA als Motor der fortgeschrittenen Volkswirtschaften, wichtige aufstrebende Volkswirtschaften in Asien und anderen Regionen als zweite Antriebskraft der Weltwirtschaft und sonstige große fortgeschrittene Volkswirtschaften mit weit geringerem Wachstum.

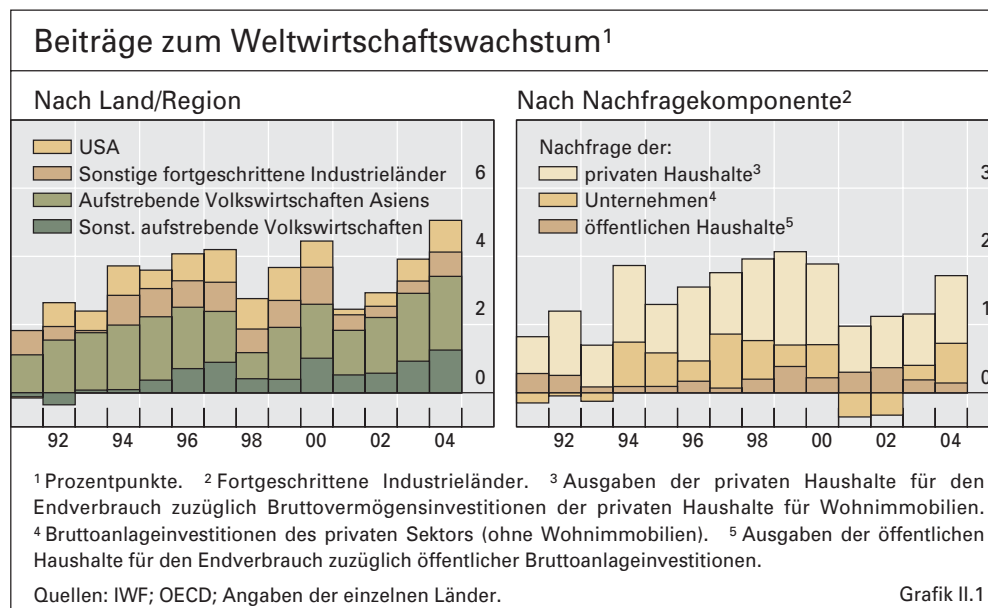
Starkes Wachstum in USA und aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens ...

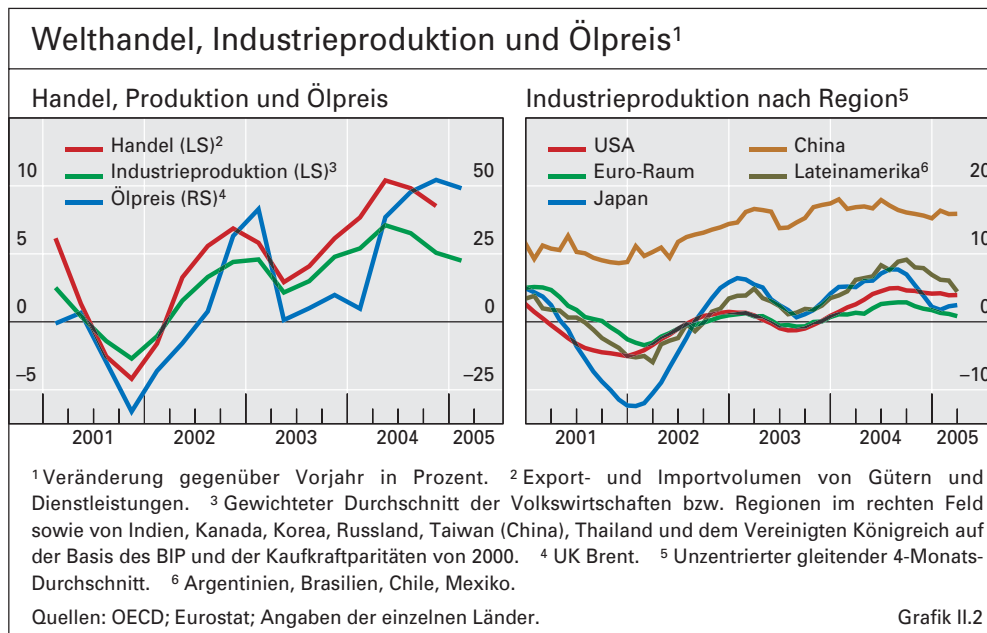
Die kräftige US-Nachfrage und der anhaltend rasche Aufbau von Produktionskapazitäten in China führten zu einer weiteren Beschleunigung des Welthandels (Grafik II.2). Die davon ausgehenden Impulse stützten ein Anziehen der Produktion, das im ersten Halbjahr 2004 in den wichtigsten Wirtschaftsregionen gleichermaßen zu beobachten war. Am meisten profitierten die asiatischen Volkswirtschaften, die das stärkste Wachstum seit der Krise von 1997/98 verzeichneten, sowie exportorientierte europäische Länder (z.B. Deutschland) und die NAFTA.

... breitet sich durch zunehmenden Handel aus

Während die Fiskalpolitik weniger expansiv ausgerichtet war als in früheren Jahren, blieb der akkommodierende geldpolitische Kurs eine Stütze des globalen Wachstums (Kapitel IV). Die inflationsbereinigten kurzfristigen Zinssätze hielten sich in den USA – ungeachtet der allmählichen Straffung der Geldpolitik im zweiten Halbjahr 2004 – im negativen Bereich, und im Euro-Raum und in Japan verharrten sie bei null (Grafik II.3). Die Finanzierungsbedingungen waren im Berichtszeitraum unverändert günstig, da die lang-

Anhaltend günstige geldpolitische und finanzielle Rahmenbedingungen

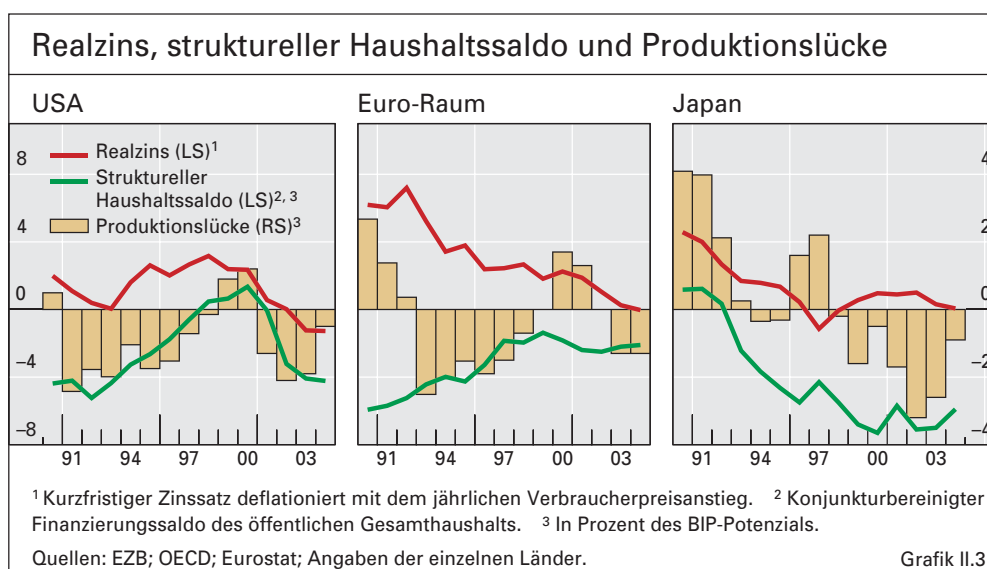




fristigen Zinssätze sowohl historisch als auch zyklisch betrachtet ungewöhnlich niedrig blieben. Die Kreditrisikoprämien auf Unternehmens- und Staatsanleihen sanken auf historische Tiefstände, und die Aktienkurse stiegen kräftig. Diese Konstellation sorgte für anhaltend niedrige Finanzierungskosten und einen allgemeinen Anstieg der Preise von Vermögenswerten. Besonders die privaten Haushalte nutzten die günstigen Finanzierungsbedingungen, was in vielen Regionen zu einem rapiden Kreditwachstum führte. Wie in Kapitel VI näher erörtert, gingen trotz der restriktiveren US-Geldpolitik die langfristigen Zinssätze, die Kreditrisikoprämien und die Volatilität allesamt zurück.

Das vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens kräftige Wirtschaftswachstum führte im letzten Jahr zu einem deutlichen und nachhaltigen Anstieg der Rohstoffpreise. Bis Herbst 2004 hatte sich der Durchschnittspreis für Rohöl um rund zwei Drittel auf den damaligen nominalen

Deutlicher Anstieg der Rohstoffpreise ...



Höchststand von \$ 50 je Barrel erhöht. Die Preise für andere Rohstoffe, insbesondere jene für den Industriebedarf, schossen ebenfalls in die Höhe. So zogen etwa die Preise für Metalle um ein Viertel an. Diese Preiserhöhungen deuteten zusammen mit den rasch steigenden Transportkosten und der Überlastung einer zunehmenden Zahl von Häfen darauf hin, dass die globale Expansion sich einer Art Geschwindigkeitsgrenze näherte. Im zweiten Halbjahr 2004 verlangsamte sich das Weltwirtschaftswachstum denn auch auf ein Tempo, das eher mit den langfristigen Trends vereinbar erscheint.

Verglichen mit früheren Phasen rasant steigender Rohstoffpreise waren die Auswirkungen auf die Weltkonjunktur und die weltweite Inflation bisher relativ gering. Dabei spielt die größere Energieeffizienz in den fortgeschrittenen Industrieländern eine Rolle. Die Ölintensität ist in den OECD-Ländern heute etwa halb so groß wie in den 1970er Jahren. Darüber hinaus blieben die realen Ölpreise im Berichtszeitraum deutlich unter dem während der Ölpreisschocks der letzten 30 Jahre jeweils erreichten Niveau. Aufgrund der begrenzten Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen, der verhaltenen Arbeitsmärkte und der fest verankerten Inflationserwartungen lösten die höheren Ölpreise praktisch keine Zweitrundeneffekte aus. Eine negative Auswirkung auf die globale Nachfrage ergab sich aus der Umverteilung des Einkommens von ölverbrauchenden zu ölexportierenden Ländern. Letztere konnten die Zusatzgewinne aus den steigenden Öleinnahmen nicht sofort vollständig ausgeben; ihre Neigung dazu war allerdings erheblich größer als in der Vergangenheit.

... mit relativ geringen Auswirkungen auf Wachstum und Inflation

#### *Zunehmende Wachstumsdifferenziale*

Mit der Abschwächung des Weltwirtschaftswachstums im zweiten Halbjahr 2004 divergierten die Wachstumsraten zusehends. Während sich das Wachstum in den USA dank einer Erholung der Unternehmensinvestitionen und der verstärkten Schaffung von Arbeitsplätzen zunehmend selbst trug, war die Wirtschaftsentwicklung im Euro-Raum und in Japan erneut schwach. Die anhaltenden Wachstumsunterschiede zwischen den wichtigsten Wirtschaftsräumen führten zu einer beträchtlichen Ausweitung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte.

In den USA zunehmend selbsttragende Expansion ...

Das langsamere Wachstumstempo im Euro-Raum insgesamt ging auch mit größeren Wachstumsdifferenzialen zwischen den einzelnen Ländern einher. Frankreich und Spanien konnten dank einer robusten Inlandsnachfrage ihre wirtschaftliche Dynamik aufrechterhalten, in Deutschland und Italien hingegen schrumpfte das BIP im vierten Quartal 2004. In Deutschland erholten sich weder die Investitionen noch der Verbrauch, da die hohe Arbeitslosigkeit und die Unsicherheiten über die Auswirkungen der Strukturreformen das Vertrauen belasteten.

... aber erneute Konjunkturschwäche im Euro-Raum ...

Japan glitt nach technischer Definition in eine Rezession ab. Der lebhaftere Konsum zu Jahresbeginn und die sich verbessernden Rahmenbedingungen im Unternehmenssektor hatten die Hoffnung auf einen selbsttragenden Aufschwung genährt. Doch wie im Euro-Raum hatte die Inlandsnachfrage noch nicht genügend an Dynamik gewonnen, als sich das Exportwachstum verlangsamte. Verschärft wurde der Abschwung durch eine erhebliche Anpassung der

... und in Japan

Produktion im IT-Bereich, wo Maßnahmen zum Abbau von relativ hohen Lagerbeständen und Überkapazitäten ergriffen wurden.

Robustes Wachstum in anderen fortgeschrittenen Ländern ...

Andere fortgeschrittene Volkswirtschaften waren weniger stark betroffen. Im Vereinigten Königreich war die binnenwirtschaftliche Wachstumsdynamik nach wie vor beträchtlich, obwohl sich der Konsum abschwächte. In Schweden sorgte eine Belebung der Inlandsnachfrage ebenfalls für eine Fortsetzung des soliden Wirtschaftswachstums. Australien, Kanada und Neuseeland profitierten von einer deutlichen Verbesserung der Terms of Trade sowie einer kräftigen Endnachfrage im Inland.

... und in wichtigen aufstrebenden Volkswirtschaften

Auch die aufstrebenden Volkswirtschaften wiesen eine nach wie vor erhebliche Dynamik auf (Kapitel III). In China setzte sich die Expansion trotz staatlicher Maßnahmen zur Konjunkturabkühlung in unvermindertem Tempo fort. Lateinamerika kamen die höheren Rohstoffpreise und ein stärkeres Vertrauen in die Wirtschaftspolitik zugute. Auch in Mittel- und Osteuropa wuchs die Wirtschaft schneller als ursprünglich erwartet. Der Beitritt von acht Ländern dieser Region zur Europäischen Union am 1. Mai 2004 zog Kapital aus dem Ausland an, während ein rasches Kreditwachstum und sinkende Realzinssätze die Inlandsnachfrage stärkten. In Afrika sorgten verbesserte Terms of Trade für eine Belebung des Wachstums.

#### Ausblick und Risiken

Für 2005 erneut robustes Wachstum erwartet ...

In den Prognosen wird allgemein davon ausgegangen, dass die Weltwirtschaft 2005 um rund 4% wachsen wird (Tabelle II.1). Da die Gewinne weltweit hoch sind, ist zu erwarten, dass die Unternehmensinvestitionen in den USA robust

Wachstum und Inflation								
Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent								
	Reales BIP				Verbraucherpreise <sup>1</sup>			
	Durchschnitt 1991–2002	2003	2004	2005 <sup>2</sup>	Durchschnitt 1991–2002	2003	2004	2005 <sup>2</sup>
Insgesamt <sup>3</sup>	3,5	3,6	4,8	3,9	12,9	2,9	3,2	3,1
Fortgeschrittene Industrieländer <sup>3</sup>	2,3	1,9	3,1	2,3	2,2	1,8	2,0	2,0
USA	2,9	3,0	4,4	3,4	2,7	2,3	2,7	2,8
Euro-Raum	1,9	0,5	1,8	1,5	2,4	2,1	2,1	1,8
Japan	1,2	1,4	2,6	1,0	0,6	-0,3	-0,0	-0,1
Vereinigtes Königreich	2,4	2,2	3,1	2,5	2,4	1,4	1,3	1,8
Sonstige <sup>3, 4</sup>	2,7	1,9	2,9	2,5	2,2	2,4	1,6	1,9
Aufstrebende Volkswirtschaften <sup>3</sup>	5,1	6,1	7,1	6,3	28,5	4,5	4,9	4,8
Asien <sup>3, 5</sup>	7,1	7,5	7,8	7,2	6,5	2,3	3,9	3,8
Lateinamerika <sup>3, 6</sup>	2,7	2,0	5,9	4,3	64,0	7,0	6,7	6,3
Mittel- und Osteuropa <sup>3, 7</sup>	0,1	5,9	6,8	5,3	88,1	12,2	8,3	8,0
Sonstige <sup>3, 8</sup>	2,1	4,5	4,3	4,5	5,6	3,8	1,0	2,3

<sup>1</sup> Euro-Raum und Vereinigtes Königreich: harmonisierter Index; Lateinamerika: Jahresenddaten. <sup>2</sup> Im Mai veröffentlichter Prognosemittelwert aus Expertenbefragungen. <sup>3</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>4</sup> Australien, Dänemark, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz. <sup>5</sup> China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. <sup>6</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. <sup>7</sup> Polen, Russland, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. <sup>8</sup> Saudi-Arabien und Südafrika.

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

bleiben und in anderen Regionen im Jahresverlauf zunehmen werden. Die sich verbessernden Arbeitsmarktbedingungen in Verbindung mit der anhaltend niedrigen Inflation sollten ihrerseits das Einkommen und den Verbrauch der privaten Haushalte stützen. Durch das Auslaufen der Textilquoten Anfang 2005 haben die Ausfuhren der wichtigsten asiatischen Volkswirtschaften und insbesondere Chinas einen zusätzlichen Impuls erhalten. Untermauert werden die Prognosen durch das solide Wachstum in den USA im ersten Quartal 2005 und durch die Beschleunigung der Wirtschaftstätigkeit in Japan wie auch – in geringerem Maße – im Euro-Raum, verglichen mit der schwachen Entwicklung im vierten Quartal 2004.

Die jüngsten Entwicklungen deuten jedoch auf gewisse Risiken für das globale Wachstum hin. Erstens könnten die Ölpreise, die im Frühjahr 2005 weiter stiegen, durchaus für einen längeren Zeitraum auf ihrem hohen Niveau verharren. Der Anstieg der Preise für langfristige Ölfutures steht in Einklang mit der Einschätzung, dass der Gleichgewichtspreis für Öl erheblich gestiegen ist. Sollte es zu weiteren Preiserhöhungen kommen, könnten sie weitreichendere Konsequenzen haben als derzeit erwartet. Dieses Risiko wird durch die jüngsten Anzeichen für Inflationsdruck in den USA noch unterstrichen.

... doch steigende Ölpreise ...

Zweitens könnte eine Rückkehr der ungewöhnlich niedrigen langfristigen Zinssätze auf ein üblicheres Niveau die Ausgaben der privaten Haushalte verringern und den Wohnbau dämpfen. In einigen Ländern scheinen die Preise für Wohnimmobilien für Abwärtskorrekturen anfällig zu sein, deren Ausmaß schwer abzuschätzen ist.

... und eventuell höhere Zinsen ...

Vor diesem Hintergrund bleibt der Abbau der makroökonomischen Ungleichgewichte – des dritten Wachstumsrisikos – eine große Herausforderung. Das Leistungsbilanzdefizit der USA wächst, während in anderen Ländern, vor allem in Asien, die Überschüsse steigen. Damit im Zusammenhang steht, dass sich die privaten Haushalte in vielen fortgeschrittenen Industrieländern immer mehr verschulden und ihre Ersparnisbildung gering ist. Die Defizite der öffentlichen Haushalte schließlich sind nach wie vor hoch.

... unterstreichen Dringlichkeit des Abbaus makroökonomischer Ungleichgewichte

## Inflation

### *Niedrige und stabile Inflationsraten*

Weltweit blieb die Inflation im Berichtszeitraum trotz des drastischen Anstiegs der Preise für Öl und andere Rohstoffe, akkommodierender Geld- und Fiskalpolitik sowie der steigenden Kapazitätsauslastung in vielen Volkswirtschaften gedämpft. In den fortgeschrittenen Industrieländern erhöhte sich der Anstieg der Verbraucherpreise von 1½% zu Jahresbeginn auf rund 2½% gegen Ende des Jahres 2004. Die Beschleunigung des Preisauftriebs seit Anfang 2005, vor allem in den USA, hat dieses Bild nicht grundlegend verändert. Deutlicher zu spüren waren die inflationären Auswirkungen steigender Ölpreise in den aufstrebenden Volkswirtschaften, deren Abhängigkeit vom Öl im Allgemeinen größer ist als die der fortgeschrittenen Industrieländer (Kapitel III). Bei einem gleichzeitigen Anstieg der Nahrungsmittelpreise erhöhte sich die unbereinigte Inflationsrate in Asien so von rund 3% Anfang 2004 auf den Höchststand von

Gedämpfter Inflationsdruck

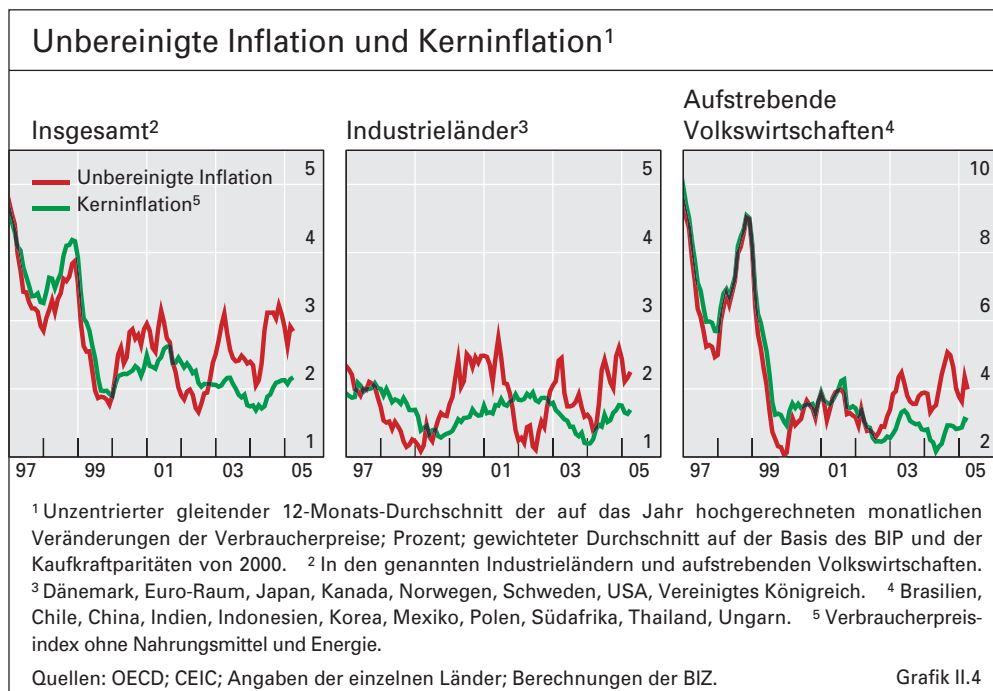
knapp 5% im dritten Quartal. In Mittel- und Osteuropa verschlechterte sich die Inflationslage nach mehreren Jahren der Disinflation im vergangenen Jahr ebenfalls.

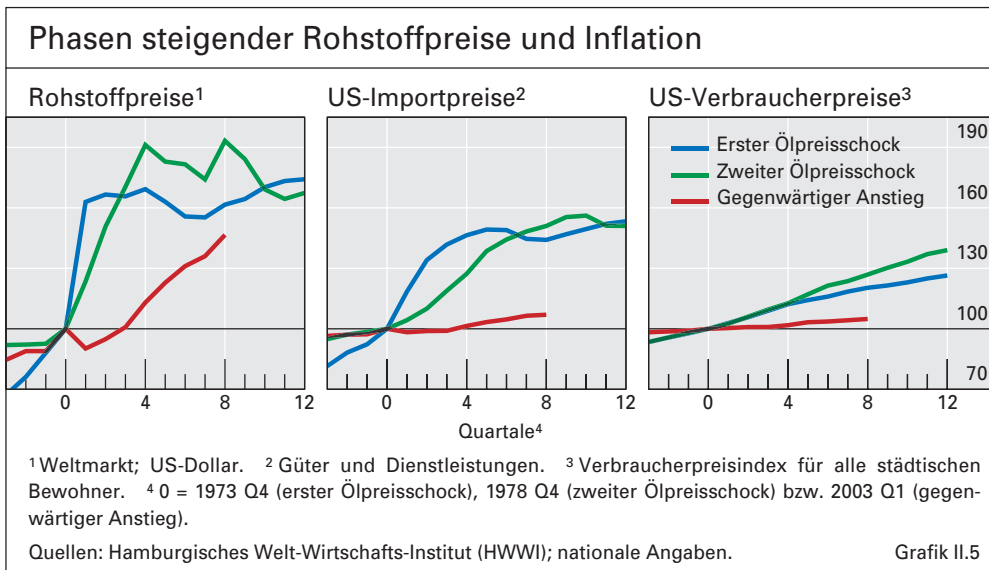
Kerninflation im Wesentlichen unverändert

Ungeachtet dieser Entwicklung hielt sich der Inflationsdruck dennoch weltweit in Grenzen. Die am Kernindex der Verbraucherpreise (ohne Nahrungsmittel und Energie) gemessene Inflationsrate war in vielen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften im Wesentlichen stabil. In den USA blieb die Kerninflation 2004 rund einen Prozentpunkt unter der unbereinigten Inflationsrate von etwa 2½%. In Japan hielt die leichte Deflation an. Die Kerninflationsrate lag 2004 bei -½%, gegenüber einer unbereinigten Inflationsrate von null, was auf eine Senkung der Preise für öffentliche Dienstleistungen zurückzuführen war. Im Euro-Raum war die hartnäckige Kerninflation vor allem den Auswirkungen der 2004 in Kraft getretenen Erhöhungen der Tabak- und administrierten Preise zuzuschreiben. In den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften überschritt die Kerninflationsrate seit Mitte 2003 nicht mehr die 3%-Marke. Infolgedessen wuchs 2004 die Diskrepanz zwischen unbereinigter Inflation und Kerninflation (Grafik II.4).

Geringe Schwankungsbreite der Inflationsraten ...

Aus einer längerfristigen Perspektive betrachtet, sind die Inflationsraten nach wie vor niedrig und stabil. Ihre monatliche Schwankung ging in den fortgeschrittenen Industrieländern von rund 1 Prozentpunkt Anfang der 1980er Jahre auf 0,2 Prozentpunkte 2004 zurück. Das Gleiche gilt für die Variation der Inflationsraten im internationalen Vergleich. 2004 bewegten sich die am Kernindex der Verbraucherpreise gemessenen Inflationsraten der fortgeschrittenen Industrieländer zwischen 0% und 3%. Dies steht in markantem Kontrast zu den frühen 1980er Jahren, als die Kerninflationsraten der Industrieländer zwischen 4% (Japan) und über 12% (Norwegen und Vereinigtes Königreich) gelegen hatten.





Die relative Stabilität der Teuerungsraten im Jahr 2004 wird besonders deutlich, wenn sie mit früheren Phasen steigender Ölpreise verglichen wird (Grafik II.5). Wenngleich der Anstieg der Ölpreise im Vergleich mit den beiden vergangenen Phasen gering war, entsprach der Anstieg der Rohstoffpreise insgesamt in etwa dem der genannten Zeiträume. Doch ungeachtet der drastischen Abwertung des Dollars, die den Aufwärtsdruck eigentlich noch hätte verstärken müssen, war der Preisauftrieb bei den Importgütern in den USA erstaunlich gering und der Anstieg der Verbraucherpreise beinahe zu vernachlässigen.

... verglichen mit früheren Rohstoffpreisschocks

Der Einfluss der Preisentwicklung bei den Rohstoffen auf die Verbraucherpreise hat sich also verringert, und zwar nicht nur in den USA, sondern auch in anderen Ländern. Seit den 1990er Jahren sind die Importpreise in den wichtigsten fortgeschrittenen Industrieländern gegenüber Veränderungen der Rohstoffpreise deutlich weniger anfällig als in den beiden vorhergehenden Jahrzehnten, in denen die beiden großen Ölpreisschocks lagen (Tabelle II.2).

Begrenzte Auswirkungen auf die wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften ...

Inflation und Überwälzeffekte						
	Von Rohstoff- zu Importpreisen <sup>1</sup>		Von Wechselkursen zu Importpreisen <sup>1</sup>		Von Importpreisen zum VPI-Kernindex <sup>2</sup>	
	1971–89	1990–2004	1971–89	1990–2004	1971–89	1990–2004
USA	0,29 **	0,21 **	0,48 **	0,18 **	0,25 **	0,10
Japan	0,35 **	0,26 **	0,74 **	0,36 **	0,23 **	0,05
Deutschland	0,22 **	0,16 **	0,37 **	0,28 **	0,17 **	-0,03
Frankreich	0,20 **	0,12 **	0,76 **	-0,06	0,27 **	-0,14
Vereinigtes Königreich	0,19 **	0,11 **	0,68 **	0,45 **	0,29 *	0,01
Italien	0,33 **	0,25 **	0,56 **	0,41 **	0,32 **	0,46

Anmerkung: \*\* und \* zeigen eine signifikante Abweichung von null bei einem 99%- bzw. 95%-Konfidenzniveau an.

<sup>1</sup> Prozentuale Veränderung der Importpreise bei einem Anstieg der Rohstoffpreise um 1% (gemessen in Landeswährung) bzw. bei einer Abwertung der Währung in nominaler effektiver Betrachtung um 1%. <sup>2</sup> Prozentuale Veränderung des Kernindex der Verbraucherpreise bei einem Anstieg der Importpreise um 1%.

Quellen: OECD; HWWI; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Tabelle II.2



... in Verbindung mit einer markanten Verschiebung der relativen Preise

Ein geringer Verbraucherpreisauftrieb bei drastisch steigenden Rohstoffpreisen führt zu einer beträchtlichen Verschiebung der relativen Preise. Von 1995 bis 2004 sanken in den USA die Preise für Konsumgüter im Verhältnis zu den Rohstoffpreisen um 30%. Im Euro-Raum und in Japan kam es zu ähnlichen Bewegungen der relativen Preise.

### Ursachen für die niedrige und stabile Inflation

Veränderte Zusammensetzung der Importe ...

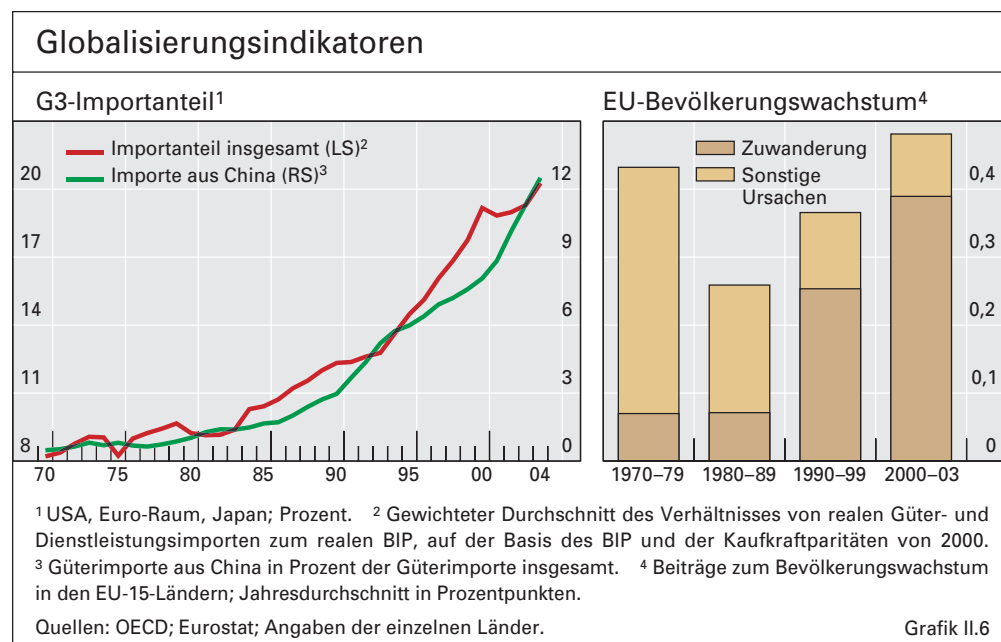
Ein erster Faktor, der den geringeren Einfluss der höheren Rohstoffpreise auf das Niveau und die Schwankungsbreite der Inflationsraten der einzelnen Länder – insbesondere der fortgeschrittenen Industrieländer – erklärt, ist eine veränderte Zusammensetzung der Importe. Auf Öl entfällt ein kleinerer Anteil der Einfuhren als noch vor zwanzig Jahren, da der Energieverbrauch je BIP-Einheit geschrumpft ist. Der Anteil von Energie und Rohstoffen an den Importen der Industrieländer ist auch deshalb zurückgegangen, weil sich die Herstellung von Industriegütern verstärkt in die aufstrebenden Volkswirtschaften verlagert hat.

... und zunehmender Wettbewerb an den Gütermärkten ...

Ein zweiter Faktor ist das veränderte Preissetzungsverhalten der Hersteller von Industriegütern. Deregulierung und technologischer Fortschritt haben den Wettbewerb an den Gütermärkten erhöht und den Spielraum für Preiserhöhungen selbst bei Kostenschocks eingeschränkt. In ähnlicher Weise übt die Möglichkeit des Wechsels zu günstigeren Anbietern auf dem Weltmarkt Druck auf die Margen aus. Die stetig zunehmenden Importe aus aufstrebenden Volkswirtschaften wie China illustrieren diesen Zusammenhang (Grafik II.6). Allerdings konnten auch Unternehmen ihre Gewinnmargen durch Produktivitätssteigerungen halten, z.B. in den USA und im Vereinigten Königreich durch den Aufbau effizienterer Vertriebsnetze.

... wie an den Arbeitsmärkten

Drittens haben die höheren Energiepreise nicht zu einem Anstieg des Lohndrucks geführt. Die Lohnstückkosten im Unternehmenssektor der OECD-Länder stiegen 2004 um ½%, verglichen mit einem Jahresdurchschnitt von rund 4½% in den 1980er Jahren. Etliche Beobachter sind überzeugt, dass die vielfach praktizierte Verlagerung der Produktion, die Auslagerung mancher



Dienstleistungen und die zunehmende grenzüberschreitende Mobilität von Arbeitskräften die Verhandlungsmacht von Arbeitnehmern und Gewerkschaften in vielen Industrieländern beschnitten haben. Beispielsweise sind die Arbeitskosten je Stunde in den meisten westeuropäischen Ländern fünf- bis zehnmal höher als in den neuen EU-Mitgliedstaaten. Dies hat zu einem Zustrom von Arbeitskräften aus diesen Staaten nach Westeuropa geführt (oft verbunden mit einer zweiten Migrationswelle aus den weiter östlich liegenden Ländern in die neuen EU-Mitgliedstaaten). Die stetige Zunahme der Lohntransfers aus den Industrieländern in Entwicklungsländer (vor allem nach Lateinamerika und in die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens) deutet darauf hin, dass sich in anderen Teilen der Welt ähnliche Entwicklungen vollziehen. Selbst in Ländern, wo die Einwanderung begrenzt ist, hat die Tatsache, dass auf Lohnsteigerungen mit Produktionsverlagerungen reagiert werden könnte, einen dämpfenden Effekt auf die Lohnentwicklung. In Japan haben diese Faktoren zu einer wachsenden Zahl von Teilzeitkräften beigetragen. In Deutschland haben eine Reihe von Großunternehmen in jüngerer Zeit Verträge ausgehandelt, die eine Beschäftigungsgarantie im Austausch gegen Reallohnkürzungen beinhalten.

Viertens haben vermutlich Veränderungen des Inflationsprozesses selbst die direkte Wirkung steigender Rohstoffpreise verringert. Vielen Beobachtern zufolge haben fest verankerte niedrige Inflationserwartungen und die größere Glaubwürdigkeit der Geldpolitik dazu geführt, dass Kostenschocks in den Industrieländern heute eher als vorübergehend wahrgenommen werden (Kapitel IV). Unter diesen Umständen dürften Unternehmen ihre Preise über einen beträchtlichen Zeitraum konstant halten.

Alle diese Faktoren erklären möglicherweise auch die geringere Überwälzung von Wechselkursschwankungen auf die Import- und Verbraucherpreise (Tabelle II.2). Der niedrigere Anteil der Rohstoffe an den Importen hat nicht nur den unmittelbaren Einfluss höherer Rohstoffpreise auf die Inflation verringert, sondern indirekt auch den Einfluss der Wechselkursentwicklung, da bei Rohstoffen Wechselkursschwankungen tendenziell in hohem Maße auf die heimischen Preise durchschlagen. Zudem haben der leichtere Zugang zu den Märkten und eine entsprechende Abnahme der Marktmacht dominanter Unternehmen den aus Währungsabwertungen entstehenden Inflationsdruck gemildert. Lohnzurückhaltung wiederum eröffnet den Exporteuren Spielraum, auch bei einer Aufwertung der eigenen Währung die Preise in der Währung des Importeurs stabil zu halten und dabei die Gewinnmargen zu wahren. In Deutschland beispielsweise sind die realen Lohnstückkosten in den vergangenen zwei Jahrzehnten um fast 20% gesunken. Die größere Glaubwürdigkeit der Geldpolitik infolge der erfolgreichen Verringerung der Inflationspersistenz schließlich dürfte die Bereitschaft der Unternehmen erhöht haben, als vorübergehend wahrgenommene Wechselkursschocks zu absorbieren.

### *Ausblick*

Für 2005 wird mit anhaltend niedrigen Inflationsraten gerechnet (Tabelle II.1), was weitgehend in Einklang steht mit der für die wichtigsten Volkswirtschaften erwarteten konjunkturellen Lage: ein Absinken der US-Wachstumsraten in die Nähe der Potenzialrate, verbunden mit einer leichten Abschwächung des

Größere  
Glaubwürdigkeit  
der Geldpolitik

Geringere  
Überwälzeffekte  
– ein verbreitetes  
Phänomen

Weiterhin niedrige  
Inflation erwartet ...

Produktionslücke und Inflation <sup>1</sup>							
	USA	Japan	Deutschland	Frankreich	Vereinigtes Königreich	Italien	Kanada
1971–89	0,11 **	0,37 **	0,10 **	0,18 **	0,10	0,17 **	0,11 **
1990–2004	0,07 **	0,08	0,09	0,05	0,28 **	0,05	0,09

<sup>1</sup> Prozentuale Veränderung des Kernindex der Verbraucherpreise bei einer Veränderung der Produktionslücke um 1 Prozentpunkt. \*\* zeigt eine signifikante Abweichung von null bei einem 99%-Konfidenzniveau an.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Tabelle II.3

Produktivitätszuwachses, anhaltende Überkapazitäten im Euro-Raum und eine Verringerung des nicht genutzten Produktionspotenzials in Japan.

... und möglicherweise Abwärtsdruck auf Preise ...

Ein weiterer Abwärtsdruck auf die Verbraucherpreise könnte sich aus den zuvor erörterten strukturellen Veränderungen ergeben. So hat die Abschaffung der Textilquoten in Nordamerika und Europa in diesem Jahr zu höheren Einfuhren aus China und Indien geführt. Noch ist es verfrüht, die Auswirkungen auf die Preise von Bekleidung und Textilien zu beurteilen. Erfahrungen aus Ländern wie Japan und Norwegen, die keine Textilquoten kennen bzw. sie schon früher aufgehoben haben, lassen allerdings vermuten, dass der Preiseffekt beträchtlich ist. Allgemein könnte die massive Verringerung der relativen Preise von Industriegütern gegenüber den Rohstoffen auf eine hohe Elastizität des Angebots in denjenigen aufstrebenden Volkswirtschaften hindeuten, die sich zu wichtigen Exporteuren von Industriegütern entwickelt haben.

... wie auch geringere Bedeutung inländischer Faktoren

Die verstärkte Globalisierung könnte durchaus dazu geführt haben, dass binnenwirtschaftliche Faktoren die Inflation in den einzelnen Ländern heute in geringerem Maße bestimmen. Insbesondere dürfte die Integration von Ländern mit reichlichem Arbeitskräfteangebot den Lohndruck in der Weltwirtschaft als Ganzes verringert haben. Schätzungen der Phillips-Kurve zeigen, dass die Koeffizienten der Produktionslücken, die weitgehend die inländischen Angebots- und Nachfragebedingungen widerspiegeln, in den meisten Industrieländern abgenommen haben, wenn auch nicht immer sehr deutlich (Tabelle II.3).

Unsicherheiten bleiben

Trotzdem bleibt unsicher, wie die kleineren inländischen Produktionslücken in Verbindung mit ungenutzten Kapazitäten auf globaler Ebene die Inflation beeinflussen. Der Preisanstieg von Gütern (ohne Nahrungsmittel und Energie) in den USA Ende 2004/Anfang 2005 weist möglicherweise darauf hin, dass die Unternehmen eine gewisse Preissetzungsautonomie zurückgewonnen haben. In Zukunft könnte die heimische Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen im Zuge der Einkommenssteigerungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften anziehen. Schließlich werden auch auf globaler Ebene irgendwann Arbeitskräfteengpässe auftreten, wie es auf nationaler Ebene stets der Fall gewesen ist.

## Leistungsbilanzen

### *Zunehmende außenwirtschaftliche Ungleichgewichte*

Im Berichtszeitraum sind die Leistungsbilanzungleichgewichte weltweit weiter gewachsen. Das steigende Leistungsbilanzdefizit der fortgeschrittenen

Leistungsbilanzsalden						
Mrd. US-Dollar						
	Durchschnitt 1991–2000	2001	2002	2003	2004	Nachrichtlich: 2004 <sup>1</sup>
USA	-153	-386	-474	-531	-666	-5,7
Euro-Raum <sup>2</sup>	20	13	54	26	36	0,4
Japan	107	88	112	137	172	3,7
Sonstige fortgeschrittene Industrieländer	-7	36	33	52	42	0,8
China	13	17	35	46	69	4,0
Sonstige aufstrebende Volkswirtschaften Asiens	9	74	96	124	124	4,6
Lateinamerika	-49	-54	-16	7	16	0,8
Mittel- und Osteuropa	-12	-17	-24	-37	-51	-5,0
Russland	10	34	29	35	60	12,2
Saudi-Arabien	-8	9	12	28	52	20,7
Übrige Welt	-14	25	10	30	65	3,9
<i>Nachrichtlich: Welt<sup>3</sup></i>	-84	-161	-133	-83	-81	...

<sup>1</sup> In Prozent des BIP. <sup>2</sup> Summe der Salden der einzelnen Länder des Euro-Raums. <sup>3</sup> Zurückzuführen auf Fehler, Auslassungen und Asymmetrien in der Zahlungsbilanzstatistik.

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

Industrieländer ist in erster Linie auf eine weitere Vergrößerung des US-Defizits zurückzuführen, das 2004 rund \$ 670 Mrd. bzw. über 5½% des BIP ausmachte (Tabelle II.4). Demgegenüber stiegen die Leistungsbilanzüberschüsse der Nettorohstoffexporteure. Auch mehrere wichtige asiatische Volkswirtschaften wiesen trotz der sich verschlechternden Terms of Trade und des raschen Wirtschaftswachstums weiterhin große Überschüsse aus. Auf Japan – mit einem Überschuss von etwa 3½% des BIP – entfiel rund die Hälfte des Leistungsbilanzüberschusses Asiens. Der Nettoüberschuss Chinas war zwar 2004 nicht sehr groß, ist jedoch in letzter Zeit steil angestiegen. Der Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Raums war 2004 mit rund ½% des BIP nach wie vor gering; in Deutschland betrug er fast 4% des BIP, während Spanien ein Defizit von rund 5% aufwies. Die Leistungsbilanzen anderer fortgeschrittener Volkswirtschaften veränderten sich kaum, wobei das Vereinigte Königreich und Australien erneut beträchtliche Defizite verzeichneten. Auch die mittel- und osteuropäischen Länder wiesen nach wie vor erhebliche Leistungsbilanzdefizite aus, wogegen sich in Lateinamerika der Ende der 1990er Jahre begonnene Aufwärtstrend fortsetzte.

Ein wichtiger Grund für die zunehmenden globalen Ungleichgewichte war der drastische Anstieg der Rohstoffpreise. Die höheren Ölpreise verteuerten die Nettoölimporte der OECD-Länder um über \$ 100 Mrd. bzw. ¼% des BIP, was in etwa dem Effekt der Ölpreissteigerungen in den 1990er Jahren entsprach, aber weit hinter dem der beiden vorangegangenen Ölpreisschocks zurückblieb. Die hohen Rohstoffpreise ließen die Exporterlöse im Nahen Osten, in Russland und bei anderen Nettorohstoffexporteuren ansteigen. Australien bildete eine bemerkenswerte Ausnahme, denn es verzeichnete trotz der

Größere  
Leistungsbilanz-  
ungleichgewichte ...

... teilweise  
aufgrund steigender  
Rohstoffpreise ...

beträchtlichen Verbesserung der Terms of Trade ein größeres Defizit. Nicht zuletzt bremsen offenbar Kapazitätsengpässe die Ausfuhr.

... und als Folge des ungebrochenen, von den USA angeführten Wachstums

Der zweite wichtige Faktor hinter der globalen Entwicklung der Leistungsbilanzen war, dass die USA den Aufschwung in den fortgeschrittenen Industrieländern weiterhin anführten. Die schleppende Inlandskonjunktur in anderen wichtigen Volkswirtschaften dämpfte die ausländische Nachfrage nach US-Erzeugnissen, während in den USA gleichzeitig die Importe aufgrund des dynamischen Verbrauchs zunahmen – im Wesentlichen die Fortsetzung einer seit 2001 beobachteten Entwicklung. Darüber hinaus gingen höhere Unternehmensinvestitionen in den USA 2004 mit einem gewissen Anziehen der Einfuhr von Investitionsgütern einher.

Internationale Ungleichgewichte bei Ersparnisbildung und Investitionen

Definitionsgemäß spiegeln die Ersparnisbildung und die Investitionen der einzelnen Länder den jeweiligen Leistungsbilanzsaldo wider. Die wachsenden Überschüsse in Asien und den ölexportierenden Ländern 2004 fanden ihre Entsprechung in einem weiteren Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Sparquote in diesen Regionen. Die Investitionsquoten in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens stiegen ebenfalls, blieben – mit China als bemerkenswerter Ausnahme – aber auf einem deutlich niedrigeren Niveau als vor der Asien-Krise. Der Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits der USA 2004 stand erstmals seit 2000 nicht eine rückläufige nationale Ersparnisbildung, sondern eine zunehmende Investitionstätigkeit des Privatsektors gegenüber. Die Sparquote blieb weitgehend unverändert, auf einem im langfristigen Vergleich tiefen Niveau.

#### *Realwirtschaftliche Anpassungsmechanismen*

Frühere Leistungsbilanzkorrekturen

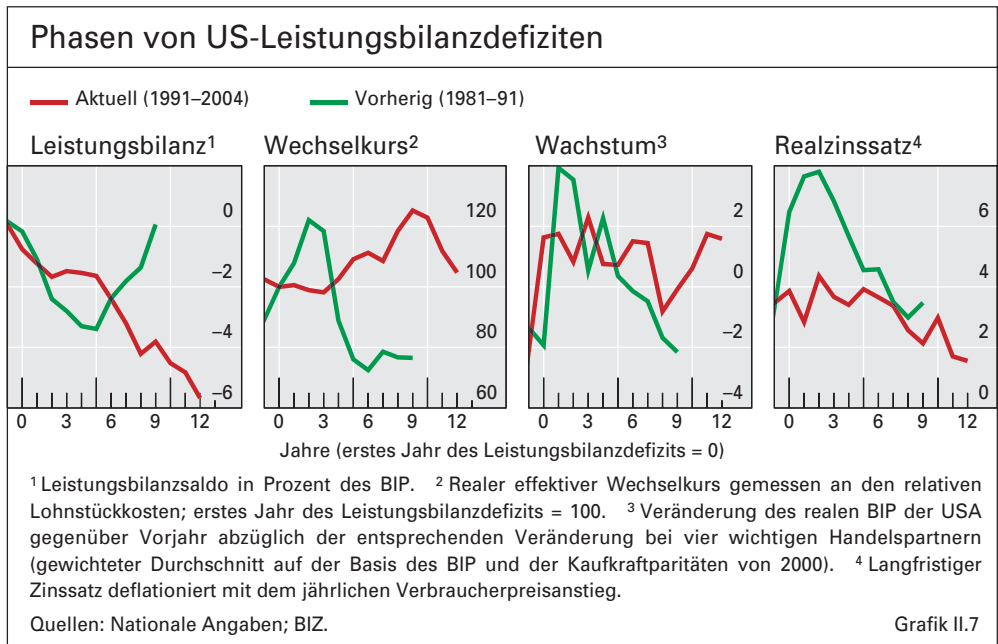
Bei früheren Umkehrungen der Leistungsbilanzsalden fortgeschrittener Industrieländer waren typischerweise eine Kombination von Wechselkurs- und Zinsanpassungen sowie Veränderungen im globalen Wirtschaftswachstum zu beobachten. Bevor beispielsweise das US-Leistungsbilanzdefizit 1987 zu schrumpfen begann, wertete der Dollar auf realer effektiver Basis kräftig ab (Grafik II.7). Die sich daraus ergebende Verschiebung der relativen Preise zugunsten der handelbaren US-Güter bewirkte ihrerseits eine steile Zunahme der US-Exporte, noch verstärkt durch das im Vergleich zu den USA höhere Wirtschaftswachstum bei wichtigen Handelspartnern. Zu Beginn der 1980er Jahre trugen die hohen US-Realzinssätze zu einer Steigerung der privaten Ersparnisbildung bei, die wiederum die Auswirkungen des steigenden Haushaltsdefizits auf die Leistungsbilanz begrenzte. Ende der 1980er Jahre unterstützte eine straffere Fiskalpolitik die Umkehr der Leistungsbilanz.

In den USA Erholung des Exportwachstums ...

All diese Anpassungsmechanismen waren im Berichtszeitraum weit weniger wirksam. Erstens war die Dollarabwertung in den letzten beiden Jahren in realer effektiver Betrachtung mit rund 20% viel geringer als Mitte der 1980er Jahre: Von 1985 bis 1988 hatte der Dollar gemessen an den relativen Lohnstückkosten fast 50% an Wert verloren. Das Wachstum der US-Exporte beschleunigte sich 2004 zwar, doch ohne dass die Dynamik der zweiten Hälfte der 1980er Jahre erreicht worden wäre.

... aber schnelleres Importwachstum ...

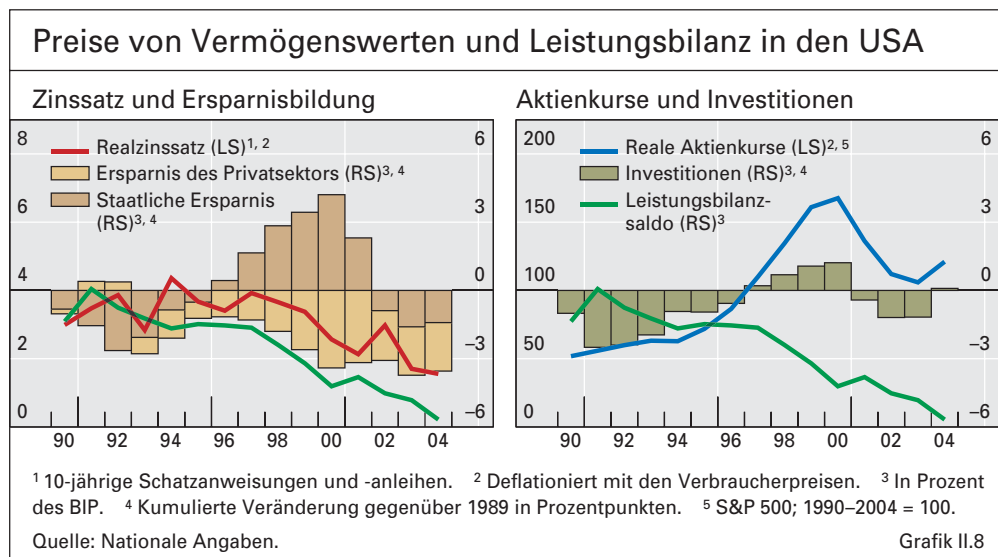
Zweitens lieferte die Wirtschaftsentwicklung der wichtigsten Handelspartner kaum Impulse für die US-Exporte. Dass die US-Importe auch in den letzten Jahren rascher zunahmen als die Exporte – selbst unter Berücksichtigung



der Auswirkungen der Ölpreissteigerungen –, spiegelt zum Teil die stärkere Inlandsnachfrage der USA im Vergleich zu wichtigen Handelspartnern wider. Die Prognosen für 2005 und 2006 lassen lediglich eine allmähliche und unvollkommene Konvergenz der Wachstumsraten erkennen. Erschwerend kommt hinzu, dass die Anreize zur Verlagerung der Ausgaben von den Importen zu inländischen Erzeugnissen und zur Investition in die Herstellung handelbarer Güter in den USA bisher wenig wirksam gewesen sein dürften, weil Wechselkursänderungen nur langsam auf die Importpreise durchschlagen.

Drittens scheint das ungewöhnlich niedrige Niveau der langfristigen Realzinssätze in den letzten Jahren ebenfalls zum US-Leistungsbilanzdefizit beigetragen zu haben (Grafik II.8). Die niedrigen Zinssätze führten zu geringeren Finanzierungskosten und entsprechend höheren Preisen von Vermögenswerten (insbesondere Wohnimmobilien, s. weiter unten). Auch ließen sich so die hauptsächlich infolge von Steuersenkungen wachsenden US-Haushaltsdefizite leichter finanzieren. Sowohl niedrige Zinsen als auch

... da niedrige Zinssätze Anpassung erschweren



Steuersenkungen trugen zu einer höheren Nachfrage der privaten Haushalte nach Importgütern bei. Im Gegensatz dazu war das wachsende US-Leistungsbilanzdefizit Ende der 1990er Jahre die Folge vermehrter Unternehmensinvestitionen im Zuge steigender Aktienkurse gewesen.

Wirtschafts-  
politische  
Maßnahmen zur  
Förderung der  
Anpassung

Wirksamere Anpassungsmechanismen in der Realwirtschaft erfordern in den Defizit- wie auch den Überschussländern eine Kombination unterschiedlicher Maßnahmen, deren Kernelemente im Wesentlichen unumstritten sind: höhere Ersparnisbildung des privaten Sektors und Haushaltskonsolidierung, vor allem in den USA (s. weiter unten), Strukturreformen als Grundlage für ein dynamischeres Wachstum im Bereich der nicht handelbaren Güter und Dienstleistungen in Europa und Asien sowie eine größere Wechselkursflexibilität der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens (Kapitel V). All diese Maßnahmen würden die Wirksamkeit der Ausgleichsmechanismen auf globaler Ebene steigern, was die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte mittelfristig abbauen könnte.

## Spartätigkeit und Investitionen des Privatsektors

### *Trends*

Zunehmende  
globale Ersparnis-  
bildung

Die Spartätigkeit nahm 2004 global weiter zu. Die weltweite Sparquote stieg auf 25% des BIP und lag damit etwa 1 Prozentpunkt über dem Jahresdurchschnitt des laufenden Jahrzehnts und 2 Prozentpunkte über dem der 1990er Jahre (Tabelle II.5). Der wichtigste Einfluss war dabei die gestiegene Ersparnis in den Entwicklungsländern, insbesondere in Asien und dort vor allem in China, wo sich die gesamtwirtschaftliche Sparquote auf 48% erhöhte. Über das Sparverhalten der einzelnen Sektoren und über etwaige Mängel in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für China ist wenig bekannt, aber da das Defizit der öffentlichen Haushalte im Großen und Ganzen unverändert blieb, dürfte der Anstieg vor allem dem Privatsektor zuzuschreiben sein. Der zweitwichtigste Grund für die weltweit höhere Sparquote 2004 waren zunehmende Ersparnisse in den ölexportierenden Ländern infolge gesteigener Exporterlöse. Diese dürften vor allem die staatlichen Ersparnisse unmittelbar beeinflusst haben, da rund zwei Drittel der Einkünfte aus dem Ölgeschäft den öffentlichen Haushalten zufließen.

Geringfügig höhere  
Sparquote in den  
fortgeschrittenen  
Volkswirtschaften

Die gesamtwirtschaftlichen Sparquoten der fortgeschrittenen Industrieländer insgesamt stiegen zum ersten Mal seit 2001 wieder an, allerdings nur geringfügig, sodass sie immer noch deutlich unter dem Durchschnitt der letzten beiden Jahrzehnte liegen. Die leichte Verringerung der Haushaltsdefizite war die Hauptursache der aktuellen Stabilisierung. Höhere Ersparnisse der Unternehmen in Form von einbehaltenen Gewinnen, wie sie seit 2000 zu beobachten sind, trugen ebenfalls zu den steigenden Sparquoten bei. Zugleich setzte sich der Abwärtstrend bei der Sparquote der privaten Haushalte fort, allerdings mit beträchtlichen Unterschieden zwischen den einzelnen Ländern. Die USA verzeichneten einen weiteren Rückgang, Japan und eine Anzahl europäischer Länder – vor allem diejenigen, in denen Unsicherheit über Beschäftigungsaussichten und Renten bestand, insbesondere Deutschland und die Niederlande – jedoch einen leichten Anstieg.

Globale Trends von Ersparnis und Investitionen					
In Prozent des BIP					
	Durchschnitt 1990–99	Durchschnitt 2000–02	2003	2004	Nachrichtlich: 1991–2004 <sup>1</sup>
Ersparnisbildung weltweit	22,9	23,4	23,9	24,9	1,7
Fortgeschrittene Volkswirtschaften <sup>2</sup>	21,3	20,6	19,1	19,4	-2,8
USA	16,3	16,2	13,5	13,7	-2,5
Euro-Raum	21,5	21,3	20,3	20,9	-1,1
Japan	31,6	27,8	27,1	27,6	-6,8
Aufstrebende Volkswirtschaften <sup>3</sup>	25,3	27,2	29,8	31,5	6,9
Asien	31,0	32,6	36,5	38,2	9,5
China	40,3	39,9	45,5	48,0	9,6
Lateinamerika	18,3	17,8	20,0	21,0	1,9
Mittel- und Osteuropa	20,6	18,8	18,6	19,1	-7,0
Investitionen weltweit	24,0	23,2	23,5	24,6	0,1
Fortgeschrittene Volkswirtschaften <sup>2</sup>	21,8	21,0	20,0	20,7	-2,5
USA	18,7	19,4	18,4	19,7	1,1
Euro-Raum	21,1	20,9	19,5	20,2	-2,9
Japan	29,3	25,3	23,9	23,9	-9,0
Aufstrebende Volkswirtschaften <sup>3</sup>	27,2	26,1	27,9	29,2	2,8
Asien	32,2	30,8	33,6	35,5	5,1
China	38,5	37,9	42,4	43,9	8,7
Lateinamerika	20,9	19,8	19,0	19,8	0,3
Mittel- und Osteuropa	23,3	23,1	23,2	23,8	-2,9

<sup>1</sup> Kumulierte Veränderung in Prozentpunkten. <sup>2</sup> Einschl. jüngerer industrialisierter Volkswirtschaften Asiens. <sup>3</sup> Ohne jüngere industrialisierte Volkswirtschaften Asiens.

Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.5

Die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit (einschl. Wohnimmobilien und Unternehmensinvestitionen) beschleunigte sich in den meisten fortgeschrittenen Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften, am stärksten in China und den USA (Tabelle II.5). Die Investitionen in Wohneigentum waren offenbar weltweit lebhaft. In den OECD-Ländern stiegen sie 2004 real um mehr als 6%; dies ist der höchste Zuwachs seit Mitte der 1990er Jahre.

Investitionen in Wohneigentum lebhaft ...

Auch die Unternehmensinvestitionen legten zu, insbesondere in den fortgeschrittenen Industrieländern, nachdem sie sich vom konjunkturellen Tief im Jahr 2002 allmählich erholt hatten. Dahinter standen vor allem höhere Unternehmensausgaben in den USA im Laufe des Jahres 2004. Auch im Euro-Raum nahmen die Unternehmensausgaben nach zwei rückläufigen Jahren zu, wenngleich nur geringfügig. In Japan waren die Investitionsquoten weiterhin stabil. Insgesamt blieben in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften jedoch sowohl die Wachstumsraten der Unternehmensinvestitionen als auch ihr Anteil am BIP hinter der zweiten Hälfte der 1990er Jahre zurück.

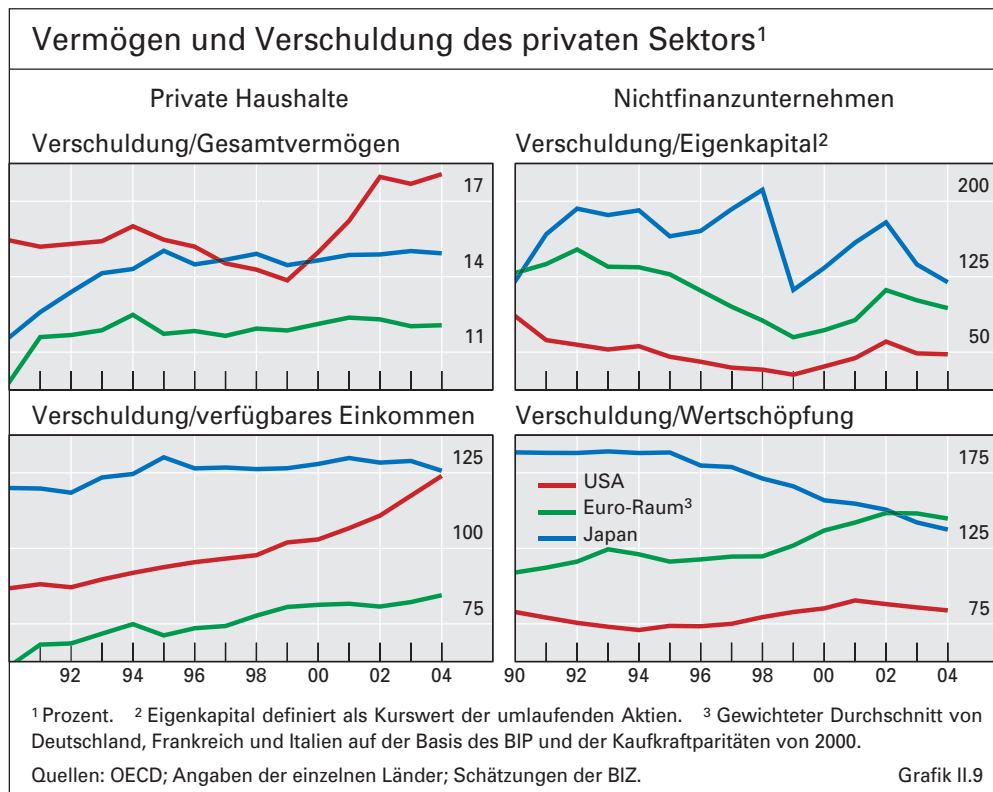
... doch auch dynamischere Unternehmensinvestitionen

#### *Unternehmensbilanzen und -investitionen*

Die Unternehmensbilanzen verbesserten sich 2004 in den drei wichtigsten Währungsräumen. Die Verschuldung gemessen am Eigenkapital und an der Wertschöpfung ging überall zurück. In den USA scheinen die Unternehmen

Verbesserte Unternehmensbilanzen ...





allerdings weiterhin in soliderer Verfassung zu sein als im Euro-Raum und in Japan (Grafik II.9). Das robuste Gewinnwachstum – ein globales Phänomen – stützte diese Verbesserung der Unternehmensbilanzen (Grafik II.10). In den USA erreichten sowohl die Gewinnquote als auch die Gewinnspannen 2004 beinahe Rekordniveau. In Europa kletterten die Gewinnquoten fast wieder auf den Stand von Mitte der 1990er Jahre, und auch in Japan wurden beträchtliche Verbesserungen verzeichnet.

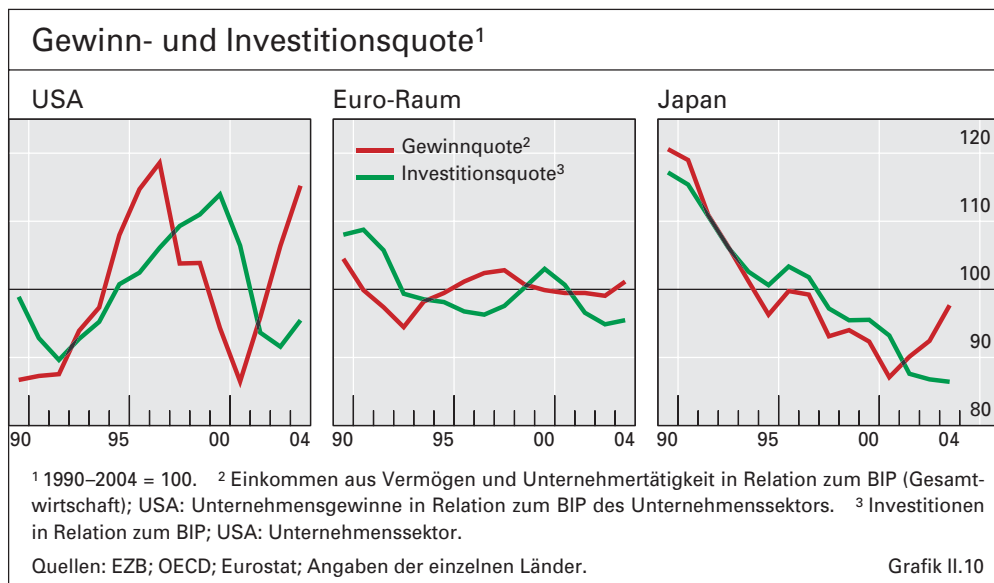
... aber relativ verhaltene Investitionen ...

Angesichts der ungewöhnlich hohen Gewinne und der günstigen Bedingungen auf der Angebotsseite erscheint die relativ verhaltene Entwicklung der Unternehmensinvestitionen etwas überraschend. Niedrige Realzinssätze, geringe Kreditrisikoprämien und steigende Aktienkurse hielten die Kapitalkosten auf niedrigem Niveau. Zudem legte die Arbeitsproduktivität im Unternehmensbereich in den OECD-Ländern um rund 3% zu, wobei der Euro-Raum deutlich schlechter abschnitt.

... aufgrund von Risikoaversion ...

Eine zunehmende Risikoaversion aufseiten der Unternehmen nach dem Zusammenbruch der Aktienmärkte hat die Anlageinvestitionen offensichtlich gebremst. Die Unternehmen konzentrierten sich in erster Linie auf die Sanierung ihrer Bilanzen, was in den Bemühungen zur Verringerung des Verschuldungsgrads und im „Horten“ von Liquidität zum Ausdruck kam (Kapitel VI). Sie fürchteten wohl, gegenüber veränderten Bedingungen an den Finanzmärkten anfällig zu bleiben. In Japan und einigen europäischen Ländern schienen die Unternehmen vor dem Hintergrund der Verhaltensänderungen der Banken in den letzten Jahren zudem vorsichtiger geworden zu sein, was den Zugang zu Krediten bei schlechter Konjunkturlage betraf.

In den USA spielten auch Unterschiede bei der Gewinnentwicklung in den einzelnen Wirtschaftssektoren eine Rolle. Viele Dienstleistungsbereiche – wie



z.B. Einzelhandel und Finanzdienstleistungen – verzeichneten in den letzten Jahren ein relativ hohes und stabiles Gewinnwachstum. Dagegen gingen die Gewinne in der verarbeitenden Industrie 2001/02 um fast 70% zurück, während ihr Anteil am Gesamtgewinn von 25% auf unter 10% fiel. 2004 erholten sie sich, wobei sie jedoch sowohl in Dollar als auch in Prozent der Wertschöpfung des Sektors gerechnet deutlich hinter dem Niveau der späten 1990er Jahre zurückblieben. Mit den Gewinnen gingen 2001 und 2002 auch die Investitionen zurück. Sogar nachdem sich die Unternehmensausgaben 2003 erholt hatten, waren sie in der verarbeitenden Industrie nur 10% höher als in den 1990er Jahren, während die Investitionen im Unternehmensbereich als Ganzes um fast 50% gestiegen waren.

... je nach Sektor unterschiedlicher Gewinne ...

Auf den Unternehmensausgaben im Euro-Raum und in Japan lastete weiterhin die Unsicherheit über die Entwicklung der Inlandsnachfrage. Erhebungen im Euro-Raum zeigten einen anhaltenden Pessimismus der Unternehmen, insbesondere bezüglich der Aussichten an den inländischen Märkten. In einem schwachen konjunkturellen Umfeld gingen steigende Gewinne mit moderaten Lohnerhöhungen und anhaltend hoher, in einigen Ländern noch zunehmender Arbeitslosigkeit einher. Das liegt zum Teil daran, dass die Unternehmen – vor allem in der verarbeitenden Industrie, wo der globale Wettbewerb besonders scharf ist – das Gewicht weiterhin auf die Steigerung der Kapitalintensität und die Freisetzung von Arbeitskräften legen. Maßnahmen zur Steigerung des Potenzialwachstums – insbesondere in den Dienstleistungsbranchen – und flexiblere Arbeitsmärkte sind Voraussetzungen für bessere Beschäftigungsaussichten und eine entsprechende Belebung der Nachfrage.

... und schwachen Wachstums an den Inlandsmärkten

#### *Vermögenspositionen der privaten Haushalte und Ausgabeverhalten*

Steigende Preise von Wohnimmobilien und anziehende Aktienkurse sorgten 2004 in vielen Ländern für einen Vermögenszuwachs bei den privaten Haushalten. In den fortgeschrittenen Industrieländern, für die Daten zum Vermögen und zur Verschuldung der privaten Haushalte vorliegen, nahm das

Vermögenszuwachs bei den privaten Haushalten ...

Wohnimmobilienpreise und Hypothekenschuld					
	Wohnimmobilienpreise <sup>1</sup>				Veränderung der Hypothekenschuld <sup>2</sup>
	Jährliche Veränderung		Veränderung gegenüber Höchststand 2004	Zeitpunkt des Höchststands	
	1996–2003	2004			
USA	6,0	11,2	0,0	2004 Q4	3,9
Japan	-3,3	-6,1	-37,1	1991 H1	-0,8
Deutschland	-0,1	-1,0	-2,0	2002	-0,8
Vereinigtes Königreich	11,7	12,3	0,0	2004 Q4	5,2
Frankreich	7,2	15,6	0,0	2004 H2	1,9
Italien	4,6	9,7	0,0	2004 H2	1,9
Kanada	4,5	7,8	0,0	2004 Q4	1,7
Spanien	10,8	17,4	0,0	2004 Q4	4,7
Niederlande	10,2	1,8	-2,5	2004 Q3	4,8
Australien	10,2	2,7	-0,2	2004 Q2	5,4
Schweiz	0,5	1,8	-12,9	1989 Q4	3,4
Belgien	5,8	4,2 <sup>3</sup>	0,0	2004 Q2	0,1
Schweden	7,8	10,0	0,0	2004 Q4	2,7
Norwegen	7,8	10,5	0,0	2004 Q4	2,7
Dänemark	6,7	11,3	0,0	2004 Q4	1,8
Finnland	8,1	5,6	0,0	2004 Q4	2,7
Irland	14,4	7,8 <sup>4</sup>	0,0	2004 Q3	9,5

<sup>1</sup> Am Periodenende; nominale Veränderung in Prozent; Japan: Grundstückspreise. <sup>2</sup> Von 2003 bis 2004; in Prozentpunkten des BIP. <sup>3</sup> Bis 2004 Q2. <sup>4</sup> Bis 2004 Q3.

Quellen: OECD; verschiedene Immobilienfirmen; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ. Tabelle II.6

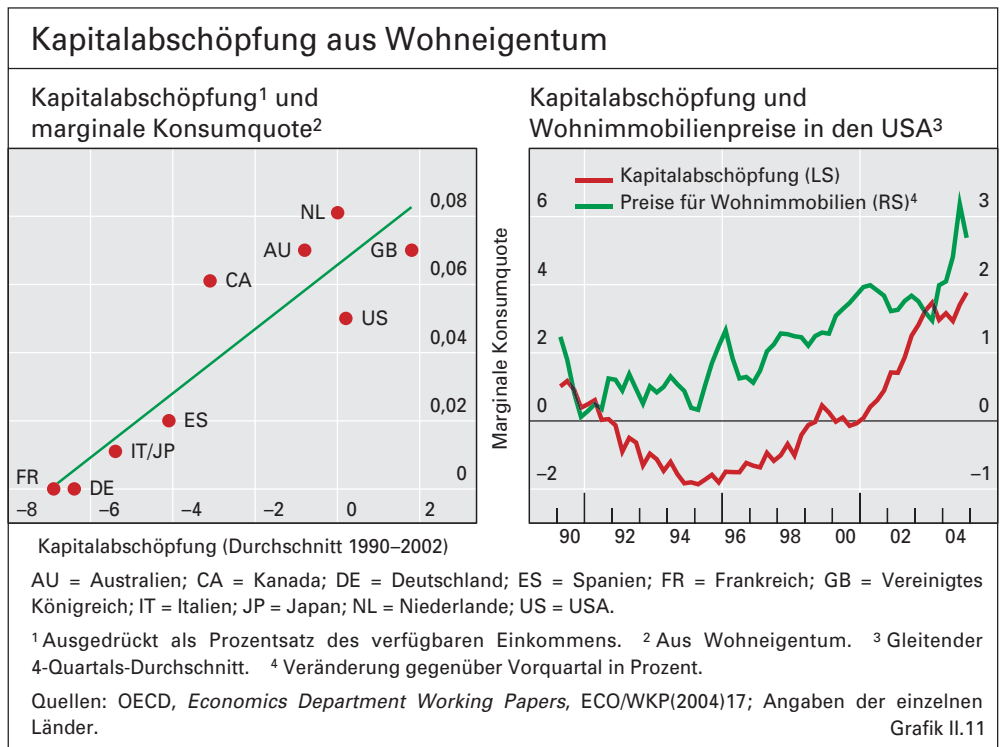
Vermögen sowohl absolut gesehen als auch gemessen am verfügbaren Einkommen zu, mit Japan als bemerkenswerter Ausnahme. Die Preise für Wohnimmobilien, die in den meisten Volkswirtschaften den größten Teil des Vermögens der privaten Haushalte bilden, stiegen in einer Vielzahl von Ländern steil an. In vielen Fällen hatten sie Ende 2004 einen historischen Höchststand erreicht oder lagen nicht weit davon entfernt (Tabelle II.6).

... aber auch zunehmende Verschuldung

Das Wachstum des Vermögens der privaten Haushalte ging mit einem entsprechenden Anstieg der Verschuldung einher. So blieb das Verhältnis zwischen Verschuldung und Vermögen der privaten Haushalte im Euro-Raum im Wesentlichen unverändert, und in den USA erhöhte es sich (Grafik II.9). Ebenso stieg die Verschuldung im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen weiter, insbesondere in den USA. Zum größten Teil kam die höhere Verschuldung der privaten Haushalte durch die Aufnahme von Hypothekenkrediten zustande.

Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum stützt Konsum ...

In vielen Ländern, wie z.B. Frankreich oder Spanien, wurde die erhöhte Hypothekenkreditaufnahme für den Erwerb von Wohneigentum eingesetzt. In einer Reihe anderer Länder, z.B. in den USA, dem Vereinigten Königreich, den Niederlanden und Australien, hat dagegen die Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum – durch die Beleihung von Wertzuwächsen über den Mittelbedarf für Investitionen in Wohneigentum hinaus – in den letzten Jahren die effektive Kaufkraft erheblich gesteigert. Seit den 1990er Jahren steht die



Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum in enger Korrelation mit der Neigung, Immobilienvermögen für Konsumzwecke zu nutzen (Grafik II.11). Höhere Kosten für Wohnraum müssten im Prinzip die sonstigen Ausgaben derjenigen, die kein Wohneigentum besitzen, verringert haben, doch ist ein solcher Effekt nicht klar aus den Daten ersichtlich.

Wie anfällig der private Konsum gegenüber einem zukünftigen Rückgang der Preise für Wohneigentum ist, lässt sich schwer beurteilen. Die Erfahrungen aus dem Vereinigten Königreich, Australien und den Niederlanden, wo die Preise für Wohnimmobilien in letzter Zeit langsamer gestiegen oder sogar gefallen sind, lassen darauf schließen, dass sich eine Abschwächung am Wohnimmobilienmarkt nachteilig auf das Ausgabeverhalten auswirkt. Im Vereinigten Königreich und in Australien hat sich die Konsumententwicklung zuletzt verlangsamt. In den Niederlanden war der private Konsum vor dem Hintergrund steigender Arbeitslosigkeit in den letzten beiden Jahren schwach. Ganz allgemein hängen die Auswirkungen auf das Ausgabeverhalten wohl von mehreren Faktoren ab, z.B. von veränderten langfristigen Erwartungen bezüglich des Arbeits- und Renteneinkommens oder von Veränderungen bei den Zinssätzen. Eine optimistischer stimmende Entwicklung ist, dass die Korrelation zwischen der Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum und steigenden Wohnimmobilienpreisen in den USA in der letzten Zeit weniger ausgeprägt war. Die Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum lag im Durchschnitt der Jahre 1990–2002 nahe null. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass die privaten Haushalte sie vor allem zur intertemporalen Konsumglättung verwenden. Entsprechend dürfte künftig ein gewisser Ausgleich für die Kapitalabschöpfung der vergangenen Jahre anstehen. Auf jeden Fall wäre ein landesweiter Rückgang der nominalen Preise für Wohnimmobilien in den USA,

... birgt jedoch Risiken

am weltweit größten Markt, ein Phänomen, das in den letzten Jahrzehnten nicht zu beobachten war.

## Fiskalpolitik

### *Jüngste Entwicklungen der Haushaltslage*

In den wichtigsten Industrieländern weiterhin hohe Haushaltsdefizite ...

Trotz einer leichten Straffung der Fiskalpolitik im Jahr 2004 blieben die Haushaltsdefizite in den wichtigsten Industrieländern deutlich über den historischen Durchschnittswerten (Tabelle II.7). In Deutschland, in den USA und im Vereinigten Königreich weitete sich das Defizit am stärksten aus: Der Saldo der öffentlichen Haushalte gemessen am BIP verschlechterte sich seit 2000 um 5–7 Prozentpunkte (Tabelle II.8). Dagegen hat sich die Haushaltssituation in den kleineren Industrieländern (u.a. in Australien, Kanada und Spanien) sowie vielen aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren verbessert. Zum Teil war dies auf günstige konjunkturelle Bedingungen zurückzuführen, doch viele aufstrebende Volkswirtschaften leiteten auch strukturelle Haushaltsreformen ein (Kapitel III). Zudem konnte – teilweise dank niedriger Zinssätze – das Wachstum der Staatsverschuldung etwas gebremst werden. Die mit dem demografischen Alterungsprozess verbundenen Eventualverbindlichkeiten werden den Staaten in Zukunft jedoch erhebliche zusätzliche Zahlungsverpflichtungen auferlegen, wenn nicht entsprechende Maßnahmen ergriffen werden. In Italien und Japan ist die Staatsverschuldung nach wie vor besonders hoch.

... vor allem struktureller Art

Die Ursachen für die größeren Haushaltsdefizite in den wichtigsten Industrieländern sind unterschiedlich, im Wesentlichen aber struktureller Art (Tabelle II.7). Die höheren Defizite in den USA in den letzten Jahren sind vor allem das Resultat von Steuersenkungen und erhöhten Ausgaben für Militär und innere Sicherheit. Das US-Haushaltsdefizit von 2004 fiel niedriger aus als erwartet, da das Wirtschaftswachstum höhere Einnahmen bescherte und die

Haushaltssalden <sup>1</sup> im historischen Vergleich							
	Durchschnitt 1980–2003			2004			
	Finanzierungssaldo	Struktureller Haushalts-saldo <sup>2</sup>	Bruttoschuld	Finanzierungssaldo	Struktureller Haushalts-saldo <sup>2</sup>	Bruttoschuld	Aufwand der Schuldenstabilisierung <sup>3</sup>
Industrieländer <sup>4</sup>	-3,4	-3,4	67	-3,8	-3,5	80	2,1
USA	-3,3	-3,1	63	-4,3	-4,2	64	2,0
Euro-Raum	-3,9	-3,6	66	-2,8	-2,1	78	0,8
Japan	-3,1	-3,2	89	-6,1	-5,9	158	6,8
Aufstrebende Volkswirtschaften <sup>5</sup>	-3,0 <sup>6</sup>	...	44 <sup>6</sup>	-2,5	...	47	...

<sup>1</sup> Öffentlicher Gesamthaushalt in Prozent des BIP. <sup>2</sup> Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo in Prozent des BIP-Potenzials. <sup>3</sup> Zur Stabilisierung der Nettoschuld erforderliche Veränderung der Finanzlage in Prozentpunkten bei Wachstum des nominalen BIP entsprechend der Potenzialrate. <sup>4</sup> Gewichteter Durchschnitt von Australien, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Spanien, den USA und dem Vereinigten Königreich auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>5</sup> Gewichteter Durchschnitt der 24 größten aufstrebenden Volkswirtschaften auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>6</sup> 1998–2003.

Quellen: IWF; OECD; Institute of International Finance (IIF); JPMorgan Chase; Berechnungen der BIZ. Tabelle II.7

Jüngste Entwicklungen der Haushaltslage <sup>1</sup>						
	Finanzierungssaldo			Schulden		
	2003	2004	Kumulierte Veränderung 2001–04 <sup>2</sup>	Netto	Brutto	
				2004	2004	Kumulierte Veränderung 2001–04 <sup>2</sup>
USA	-4,6	-4,3	-5,9	44	64	5
Euro-Raum	-2,8	-2,8	-2,9	53	78	1
Deutschland	-3,8	-3,7	-5,0	55	70	9
Frankreich	-4,1	-3,7	-2,3	46	73	7
Italien	-3,0	-3,0	-2,3	96	119	-6
Japan	-7,7	-6,1	1,4	84	158	24
Vereinigtes Königreich	-3,4	-3,4	-7,2	36	44	-2
Kanada	0,6	1,3	-1,6	31	70	-11
Australien	0,8	0,8	-0,1	2	21	-5

<sup>1</sup> Öffentlicher Gesamthaushalt in Prozent des BIP. <sup>2</sup> Prozentpunkte.  
Quellen: IWF; OECD. Tabelle II.8

nicht verteidigungsrelevanten Ausgaben begrenzt wurden. Höheres Wachstum und Ausgabenbeschränkungen verringerten auch in Japan im letzten Jahr das Defizit. Allerdings sind dort noch immer die Folgen der hohen Haushaltsdefizite aus den 1990er Jahren zu bewältigen. Auch die Defizite im Euro-Raum sind weitgehend struktureller Art. Obwohl die zyklische Komponente der Defizite geringer war als 2003, verfehlten fast die Hälfte der Mitglieder der Währungsunion die fiskalpolitischen Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts (und zwar in einigen Fällen bereits im dritten Jahr in Folge).

Mittelfristige Prognosen für die Haushaltslage <sup>1</sup>								
	Finanzierungssaldo			Struktureller Haushaltssaldo <sup>2</sup>		Bruttoschuld		
	2005	2006	Veränderung gegenüber 2004 <sup>3</sup>	2005	2006	2005	2006	Veränderung gegenüber 2004 <sup>3</sup>
USA	-4,2	-4,1	2,0 (2010)	-4,2	-4,1	66	68	-6 (2010)
Euro-Raum	-2,6	-2,4	0,4 (2006)	-1,9	-1,9	79	79	0 (2006)
Deutschland	-3,3	-2,6	2,2 (2007)	-2,0	-1,7	73	74	2 (2007)
Frankreich	-3,1	-2,9	1,7 (2008)	-2,7	-2,8	74	74	1 (2008)
Italien	-3,9	-4,3	2,0 (2008)	-3,5	-4,2	119	119	8 (2008)
Japan	-6,4	-5,7	1,9 (2008)	-6,2	-5,7	161	164	-10 (2008)
Vereinigtes Königreich	-3,2	-3,2	1,4 (2010)	-3,3	-3,3	47	49	-3 <sup>4</sup> (2010)
Kanada	1,3	1,1	0,2 (2008)	1,3	1,0	66	62	14 <sup>4</sup> (2008)
Australien	0,4	0,3	-0,2 (2007)	0,6	0,6	18	18	4 <sup>4</sup> (2007)

<sup>1</sup> Öffentlicher Gesamthaushalt in Prozent des BIP. <sup>2</sup> Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo in Prozent des BIP-Potenzials. <sup>3</sup> Veränderung des Saldos bzw. der Bruttoschuld in Prozentpunkten in dem in Klammern aufgeführten Jahr gegenüber 2004. Ein positiver Wert zeigt ein geringeres Defizit/einen größeren Überschuss bzw. eine Verringerung der Bruttoschuld an. <sup>4</sup> Nettoschuld.  
Quellen: IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.9

Wenig Spielraum für weitere fiskalpolitische Erleichterungen

Nach der expansiven Haushaltspolitik der letzten Jahre haben viele Länder daher kaum Spielraum für weitere fiskalpolitische Expansion. Im Euro-Raum fällt die Notwendigkeit einer Haushaltskonsolidierung nun sogar mit einer konjunkturellen Abschwächung zusammen. In den USA machen das kräftige Produktionswachstum und das hohe Leistungsbilanzdefizit es leichter bzw. wünschenswerter, den Fehlbetrag im Haushalt zu senken.

Pläne zur Defizit-reduzierung noch immer vage

Vor diesem Hintergrund haben die meisten Industrieländer Pläne zur Senkung der Haushaltsdefizite bis zum Ende des Jahrzehnts angekündigt (Tabelle II.9). Die US-Regierung hat sich verpflichtet, das Haushaltsdefizit bis 2010 auf weniger als 2% des BIP zu senken. In Japan soll bis Anfang des kommenden Jahrzehnts ein Überschuss im Primärhaushalt (ohne Sozialausgaben) erwirtschaftet und die staatliche Bruttogesamtschuld bei rund 150% des BIP stabilisiert werden. Im Euro-Raum haben sich Länder mit einem schwachen Struktursaldo verpflichtet, bis 2007 eine Verbesserung von rund ½ Prozentpunkt des BIP pro Jahr zu erzielen. Die konkrete Benennung der Maßnahmen, mit denen dies im Einzelnen erreicht werden soll, steht jedoch in der Regel noch aus.

#### *Wege zur Haushaltskonsolidierung*

Steuerreformen mit Vorschlägen zur Pauschalbesteuerung vermehrt im Blickpunkt

Steuerreformen sind in letzter Zeit wieder zu einem politischen Thema geworden, zum Teil aufgrund des offensichtlichen Erfolges früherer Reformen in Irland und im Vereinigten Königreich. Die jüngsten Versuche mit Pauschalsteuern in der Slowakei (die einen einheitlichen Satz von jeweils 19% für die Körperschaft-, Einkommen- und Mehrwertsteuer einführt) und anderen mittel- und osteuropäischen Ländern werden ebenfalls aufmerksam verfolgt. Der intensivere globale Wettbewerb und die Option der Produktionsverlagerung dürften künftig wenig Spielraum für eine Erhöhung der direkten Steuern lassen, insbesondere für Unternehmen. Indirekte Steuern könnten vor diesem Hintergrund vermehrt an Attraktivität gewinnen.

Wenig geänderte Ausgabenstrukturen ...

Kürzungen der laufenden öffentlichen Ausgaben und Leistungen (mit Ausnahme der Rentensysteme) spielten bei den Reformvorschlägen in letzter Zeit keine wesentliche Rolle. Im Euro-Raum war die hohe Arbeitslosigkeit dabei ein großes Hindernis. Überall, wo eine Reform der Arbeitslosenleistungen und der Finanzierung des Gesundheitswesens eingeleitet wurde (z.B. in Deutschland), stießen die Behörden auf erhebliche Schwierigkeiten.

... aber beginnende Rentenreformen

Eine Reihe von Ländern haben Schritte zur Reform ihrer Rentensysteme unternommen. Die 2004 verabschiedete japanische Rentenreform umfasst schrittweise Kürzungen der Leistungen, Erhöhungen der individuellen Beiträge sowie Transferleistungen des Staates an das Rentensystem (möglicherweise einschl. Steuererhöhungen). Auf diese Weise soll das langfristige Defizit des Systems zurückgeführt werden. In Italien wird mit der ebenfalls im letzten Jahr eingeführten Rentenreform das effektive Ruhestandsalter ab 2008 angehoben. Zudem werden die Arbeitnehmer die Möglichkeit haben, ihre Rente aus der Pflichtversicherung aufzustocken, indem sie zusätzlich in private Pensionsfonds einzahlen. Die US-Regierung kündigte in ihrem Haushalt für 2005 ebenfalls einen Plan zur Einführung freiwilliger Rentenkonten an. In Deutschland wurde das Verhältnis der Rentenleistungen zu den Durchschnittslöhnen

reduziert, und die Leistungshöhe wurde mit dem Altenquotienten verknüpft.

Wichtige Impulse für die Umsetzung der Pläne zur Haushaltskonsolidierung werden von den Märkten für Staatsschuldtitel erwartet. Es überrascht etwas, dass an den Finanzmärkten derzeit kaum eine Risikoprämie für gegenwärtige und zukünftige Haushaltsungleichgewichte in den wichtigsten Industrieländern gefordert wird. Im Euro-Raum z.B. hatten die hohen Haushaltsdefizite und Schuldenstände trotz einiger Rating-Herabstufungen bis jetzt eher begrenzte Spillover-Effekte auf die Realzinssätze oder die Renditenaufschläge von Staatsanleihen. Eine Erklärung hierfür ist, dass die Erfolge bei der Bekämpfung der Haushaltsdefizite Mitte der 1990er Jahre den Willensbekundungen zur Defizitsenkung Glaubwürdigkeit verleihen. Eine andere ist, dass die Anleger die mit den gegenwärtigen Haushaltsdefiziten verbundenen Risiken als begrenzt ansehen, vielleicht weil erwartet wird, dass der weltweite Trend zu Deregulierung und Privatisierung die Rolle des Staates und die öffentlichen Ausgaben langfristig einschränken wird. Andere Erklärungsansätze betonen, dass die Finanzierungsbedingungen derzeit für alle Schuldner günstig sind, nicht nur für die staatlichen (Kapitel VI).

Marktdisziplin als  
Triebfeder der  
Haushalts-  
konsolidierung

Ein weiterer Anreiz zur Konsolidierung, insbesondere für die großen Länder im Euro-Raum und für Japan, könnte sich daraus ergeben, dass Haushaltskonsolidierung und Wirtschaftswachstum in der Vergangenheit miteinander positiv korreliert waren. Wenn die Konsolidierung mit einer dauerhaften Reduzierung der Staatsausgaben und der öffentlichen Verschuldung in Verbindung gesehen wird, kann sie die Erwartung wecken, dass Steuern und langfristige Zinssätze künftig niedriger sein werden. Auf rund die Hälfte der öffentlichen Sparprogramme in den EU-15-Ländern seit den 1970er Jahren folgte in der Tat ein stärkeres Wachstum. Am häufigsten wird dabei vielleicht auf Dänemark und Irland Mitte bis Ende der 1980er Jahre und auf Spanien in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre verwiesen. Allerdings war ein guter Teil der Wachstumsimpulse in diesen Fällen wohl darauf zurückzuführen, dass die haushaltspolitische Zurückhaltung von einer Lockerung der Geldpolitik und realen Abwertungen begleitet wurde. Die Finanzierungskosten waren seinerzeit ebenfalls hoch, was beträchtliche Gewinne aus Zinssenkungen und niedrigeren Länderrisikoprämien ermöglichte. Heute dagegen sind die Zinssätze sehr niedrig. Dennoch könnten haushaltspolitische Anpassungen, die die Ineffizienzen der traditionellen Wohlfahrtssysteme verringern, durchaus den Willen zur künftigen Straffung der öffentlichen Ausgaben signalisieren und sich positiv auf die Erwartungen auswirken.

Wachstumsimpulse  
durch Haushalts-  
konsolidierung?

Dort, wo die Haushaltsungleichgewichte in einer Phase lebhaften Wirtschaftswachstums größer geworden sind, sollte die Haushaltskonsolidierung zielstrebig verfolgt werden. Eine Kombination höherer Steuern und niedrigerer Staatsausgaben würde helfen, die Haushaltsdefizite zu verringern und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu dämpfen. In den USA würde die Konsolidierung zudem zu einer Reduzierung des hohen Leistungsbilanzdefizits beitragen.

Haushalts-  
konsolidierung  
als Beitrag zur  
Dämpfung der  
gesamtwirtschaft-  
lichen Nachfrage

Auch fiskalpolitische Regeln könnten Konsolidierungsanreize geben. In Ländern, in denen die Haushaltsplanung fest in einen mittelfristigen Rahmen



Haushaltsregeln als mögliche Stütze der Konsolidierung, aber Umsetzung entscheidend

integriert ist, dürfte es leichter sein, die haushaltspolitischen Zielsetzungen zu erreichen. Zweifelsohne haben zahlreiche EU-Länder erhebliche Haushaltsanpassungen vorgenommen, um dem Stabilitäts- und Wachstumspakt und zuvor den Maastricht-Kriterien zu genügen. Auch zur haushaltspolitischen Disziplinierung sowohl der verschiedenen staatlichen Ebenen innerhalb eines Landes als auch einiger aufstrebender Volkswirtschaften wurden Haushaltsregeln mit Erfolg eingesetzt. Kürzlich wurden in den USA Forderungen laut, eine dem früheren Budget Enforcement Act vergleichbare Regelung einzuführen, um den Willen zur Haushaltsdisziplin zu bekräftigen. Die jüngsten Probleme mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt zeigen jedoch, dass selbst fest etablierte Haushaltsregeln scheitern können, wenn es am Willen zur Einhaltung fehlt.

Demografische Alterung als große langfristige Herausforderung für die Fiskalpolitik

Längerfristig dürfte der wichtigste Impuls für fiskalpolitische Reformen von den Herausforderungen der demografischen Alterung kommen. Die erste Welle der geburtenstarken Jahrgänge wird im nächsten Jahrzehnt in den Ruhestand gehen, was nicht nur die staatlichen Rentensysteme, sondern auch das Gesundheitswesen immer stärker beanspruchen wird. Selbst unter Berücksichtigung der bereits ergriffenen Maßnahmen zur Kürzung zukünftiger Leistungen wird davon ausgegangen, dass die Renten- und Gesundheitsausgaben im Durchschnitt der OECD-Länder in den kommenden vier Jahrzehnten um fast 7 Prozentpunkte des BIP steigen werden. Weitere politische Maßnahmen werden damit immer unumgänglicher.