

Die unterschiedliche Wachstumsdynamik in den USA und Deutschland in den neunziger Jahren

Stephan Schulmeister

1. Problemstellung

Bis Anfang der siebziger Jahre ergab sich eine eindeutige Hierarchie in der Wachstumsdynamik der „Triade“: am stärksten wuchs die japanische Wirtschaft, gefolgt von den europäischen Industrieländern – beide Regionen holten gegenüber den wirtschaftlich führenden USA auf. In den siebziger und achtziger Jahren konnte Japan seinen Wachstumsvorsprung halten, die (west)europäischen Volkswirtschaften wuchsen hingegen nur mehr gleichschrittig mit den USA.

In den neunziger Jahren (1991/2000) veränderte sich die Wachstumsrangfolge grundlegend: erstmals in der Nachkriegszeit expandierte die US-Wirtschaft mittelfristig am stärksten von allen Industrieländern (+3,7% pro Jahr), in der EU wuchs die Gesamtproduktion um etwa 1½ Prozentpunkte pro Jahr langsamer (+2,0%), am schwächsten entwickelte sich die japanische Wirtschaft (+1,0%).

Aus europäischer Perspektive sind die Ursachen für den Wachstumsvorsprung der USA gegenüber der EU von besonderem Interesse. Als solche werden häufig institutionelle Faktoren angeführt wie die größere Flexibilität des amerikanischen Arbeitsmarkts, insbesondere bei der Lohnbildung „nach unten“, die generell geringere Regulierung der Märkte in den USA im Vergleich zu den (kontinental)-europäischen Volkswirtschaften sowie das niedrigere Ausmaß wirt-

schaftlicher Aktivitäten des Staates, sei es im Bereich des öffentlichen Konsums, der öffentlichen Investitionen oder der sozialen Sicherheit. Diese unterschiedlichen Rahmenbedingungen existieren allerdings schon seit Jahrzehnten und können deshalb den Wachstumsvorsprung der USA in den neunziger Jahren nicht spezifisch erklären. Dies beansprucht jene in den letzten Jahren zunehmend populäre These, wonach es den USA viel besser als den europäischen Ländern gelungen sei, die neuen Informations- und Kommunikationstechnologien in allen Bereichen der Wirtschaft zu implementieren, was ein deutlich höheres Wachstum der Arbeitsproduktivität ermöglicht hätte.

Während die obigen Thesen über die Ursachen des Wachstumsvorsprungs der USA recht allgemein gehalten sind, versucht die folgende Skizze auf induktivem Weg zur Klärung dieser Frage beizutragen. Zunächst wird die Entwicklung verschiedener, für die gesamtwirtschaftliche Performance relevanter Variabler in den USA und in Deutschland als Vergleichsland dokumentiert, und zwar für die Periode 1991 bis 2000. Danach werden auf Basis der empirischen Evidenz die markantesten Unterschiede in der Wachstumsdynamik der beiden Volkswirtschaften herausgearbeitet und Hypothesen über ihre (Haupt)Ursachen formuliert. Die Studie konzentriert sich damit auf die makroökonomischen Ursachen für den Wachstumsvorsprung der USA in den neunziger Jahren (zu strukturellen und technologischen Faktoren siehe Aiginger et al., 2001).

Der Wachstumsvergleich ist insofern „synthetisch“ als er versucht, die Entwicklung in verschiedensten Bereichen wie Gesamtnachfrage und ihre Hauptkomponenten, Einkommensverteilung, Beschäftigung, Staatsfinanzen, Geldpolitik und Außenwirtschaft und in ihrem Zusammenwirken zu interpretieren. Da entsprechend detaillierte Zeitreihen für die EU insgesamt nicht verfügbar sind, wurde Deutschland als europäisches „Referenzland“ herangezogen; den seine Wirtschaft ist nicht nur die größte Europas, sondern kann überdies als typisch für das korporatistische „europäische Modell“ gelten.

Da die meisten der verwendeten Zeitreihen – sie stammen überwiegend aus der OECD-Datenbank „Economic Outlook“ – für Deutschland zwischen 1990 und 1991 einen Bruch aufweisen, beginnt die Beobachtungsperiode erst 1991. Dies verzerrt allerdings den Vergleich der mittelfristigen Wachstumsraten zwischen den USA und

Deutschland insofern, als die Folgen der Rezession 1994/95 in Deutschland voll, jene der Rezession 1990/91 in den USA aber nur zum geringen Teil erfasst sind. Über einen Zeitraum von neun Jahren fällt dieser zyklische Verzerrungseffekt allerdings nicht stark ins Gewicht, dies gilt insbesondere für die Struktur des Wachstumsprozesses, wie etwa die Abweichungen der Wachstumsraten der einzelnen Endnachfragekomponenten vom gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt (BIP) des jeweiligen Landes.

Weiters ist bei Interpretation eines Wachstumsvergleichs mit den USA zu berücksichtigen, dass deren Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung kürzlich umfassend revidiert wurde¹. Dabei sind zwei Änderungen von besonderer Bedeutung: Erstens werden Ausgaben von Unternehmen und Staat für Software nunmehr als Investitionen verbucht und zweitens werden die (impliziten) Pensionsbeiträge des Staates für die öffentlich Beschäftigten deren Lohneinkommen und Sparen zugerechnet. Auf Grund dieser und anderer kleinerer Revisionen nehmen zwischen 1991 und 1999 der private Konsum, das BIP bzw. die Investitionen real um 0,2, 0,4 bzw. 0,7 Prozentpunkte pro Jahr rascher zu als nach bisheriger Berechnung, das Niveau der Sparquote der privaten Haushalte erhöht sich um etwa 3 Prozentpunkte. Da die Zeitreihen der OECD-Datenbank „Economic Outlook“ für Deutschland (wie auch für die übrigen OECD-Ländern) nicht analog zu den US-Daten revidiert wurden, wird der Wachstumsvorsprung der USA auf Basis der derzeit verfügbaren Daten etwas überschätzt.

2. Die wichtigsten Wachstumsunterschiede zwischen den USA und Deutschland im Überblick

Die Übersichten 1 und 2 vergleichen die mittelfristige Entwicklung der Endnachfragekomponenten des BIP und ihrer wichtigsten Bestimmungsfaktoren zwischen den USA und Deutschland als der größten europäischen Volkswirtschaft. Mit einer durchschnittlichen

¹ Nähere Informationen dazu finden sich in Moulton-Parker-Seskin, 1999 und Moulton-Seskin, 1999 sowie auf folgender Webseite:
<http://www.bea.doc.gov/bea/newsrel/gdp399a.htm>).

Wachstumsrate von 3,7% pro Jahr expandierte die US-Wirtschaft in den neunziger Jahren um mehr als zwei Prozentpunkte rascher als das deutsche BIP (+1,5%). Mit Ausnahme des öffentlichen Konsums wuchsen alle Endnachfragekomponenten in den USA mittelfristig stärker als in Deutschland, der private Konsum um 2,3 Prozentpunkte, die Brutto-Investitionen um 6,4 und die Exporte i. w. S. um 1,9 Prozentpunkte. Da die Importe noch wesentlich rascher expandierten als die Exporte (um 5,5 Prozentpunkte), ist die Binnennachfrage der US-Wirtschaft merklich stärker gestiegen als ihre Gesamtproduktion (BIP).

Während sich die Verteilung der Brutto-Einkommen in den USA leicht zugunsten der Löhne verschob, sind in Deutschland die Gewinneinkommen um 1,3 Prozentpunkte pro Jahr rascher gestiegen als die Lohnsumme. Da die direkten Steuern der Haushalte (einschließlich der Sozialversicherungsbeiträge) in den USA wesentlich stärker zunahm als in Deutschland, stiegen ihre verfügbaren Einkommen in den USA nur um etwas weniger als zwei Prozentpunkte pro Jahr rascher als in Deutschland (Übersicht 1).

Von den realen Brutto-Investitionen wuchsen in den USA jene des Staates um 5,1 und jene der privaten Unternehmen sogar um 8,4 Prozentpunkte pro Jahr rascher als in Deutschland, lediglich im Wohnungsbau war die Wachstumsdifferenz mit 3,6 Prozentpunkten relativ gering (Übersicht 2).

Während die Zahl der Selbständigen in den USA leicht sank und in Deutschland um 1,4% pro Jahr stieg, entwickelte sich die Beschäftigung der Unselbständigen spiegelverkehrt: in den USA nahm ihre Zahl um 2,2% pro Jahr zu, in Deutschland ging sie um durchschnittlich 0,7% zurück (Übersicht 2).

Die Einnahmen des Staates wuchsen in den USA um durchschnittlich 0,7 Prozentpunkte rascher als das (nominelle) BIP, seine Ausgaben hingegen um 1,6 Prozentpunkte langsamer; unter diesen Bedingungen erzielte der Gesamtstaat seit 1998 deutliche Budgetüberschüsse (Abbildung 7). In Deutschland stiegen die Einnahmen und Ausgaben des Staates annähernd gleich rasch (und zwar etwas stärker als das nominelle BIP), seine Finanzierungssaldo blieb dementsprechend defizitär (Übersicht 2, Abbildung 7).

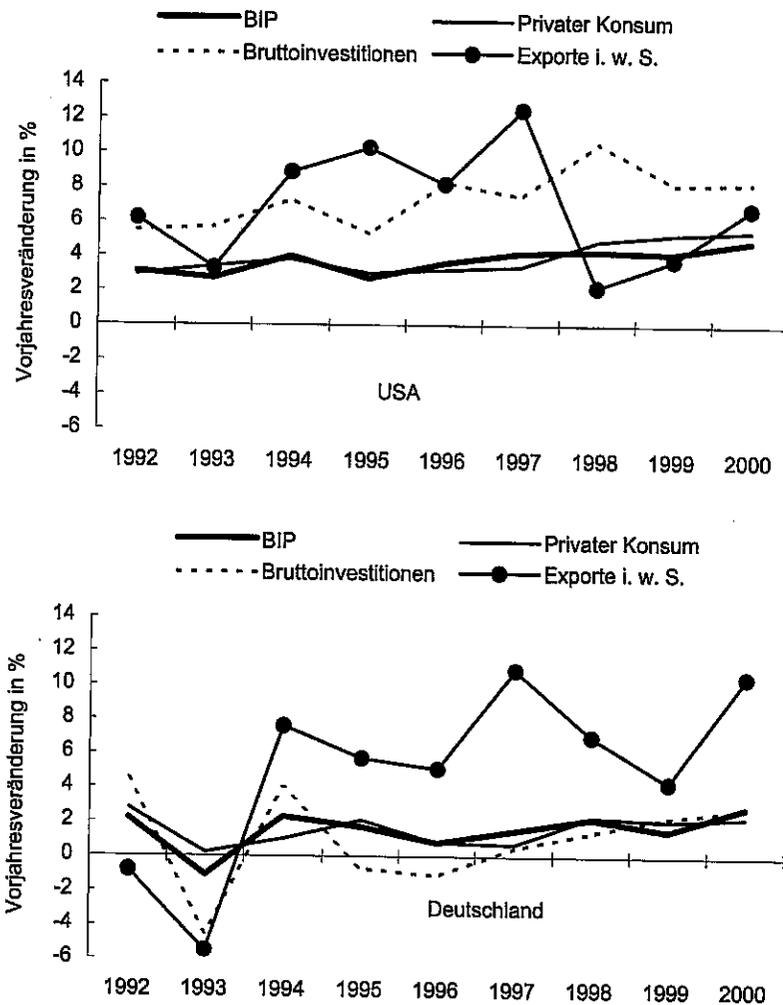
*Übersicht 1: Wirtschaftsentwicklung in Deutschland
und den USA in den neunziger Jahren I:
Produktion, Einkommen und Konsum*

	USA	Deutschland
	Durchschnittliche jährliche Veränderung 1991/2000 in %	
BIP real	3,7	1,5
Privater Konsum	3,9	1,6
Öffentlicher Konsum	1,0	1,2
Brutto-Investitionen real	7,4	1,0
Exporte i.w.S.	6,8	4,9
Importe i.w.S.	10,2	4,7
Inflation		
BIP-Deflator	2,0	2,0
Konsum-Deflator	2,1	2,2
Einkommen und Konsum der privaten Haushalte		
Brutto-Lohnsumme	5,7	3,2
Brutto-Einkommen aus Besitz und Unternehmung	5,3	4,5
Direkte Steuern und SV-Beiträge	7,2	4,2
Transfereinnahmen	5,2	5,6
Verfügbares Einkommen		
Real	3,0	1,1
Nominell	5,1	3,3
Konsumquote	0,8	0,5
Aktienmarktwert	15,8	14,6
Aktien-Kursgewinne in % des verfügbaren Einkommens ¹	16,6	2,2

¹ Durchschnittswert absolut.

Quelle: WIFO-Datenbank, OECD.

Abbildung 1: Nachfragedynamik in Deutschland und den USA



Quelle: OECD, WIFO.

Abbildung 1 verdeutlicht, dass das Wachstum der wichtigsten Nachfrageaggregate in den USA nicht nur auf merklich höherem Niveau lag, sondern auch weniger schwankte als in Deutschland. Lediglich die wesentlich von der Entwicklung der Weltmärkte abhängige Exportdynamik zeigte auch in den USA deutliche Schwankungen, insbesondere als Folge der Finanzkrisen in Ostasien und Russland 1997/98.

Im folgenden wird die unterschiedliche Wachstumsdynamik zwischen den USA und Deutschland für einige wichtige Bereiche wie den privaten Konsum, die Einkommensverteilung, die Investitionen, den Export, die Beschäftigung und die Staatsfinanzen näher untersucht.

3. Privater Konsum und funktionelle Einkommensverteilung

Wegen des großen Gewichts des privaten Konsums in der Endnachfrage (es beträgt in den USA etwa 70%) und damit seiner Bedeutung für Umsatzerwartungen und Investitionsbereitschaft der Unternehmen hat das kräftige und stabile Konsumwachstum (+3,9% pro Jahr) wesentlich zur dynamischen Entwicklung der US-Wirtschaft beigetragen. Infolge der starken Zunahme der direkten Steuern und Sozialversicherungsbeiträge der privaten Haushalte (+7,2% pro Jahr) wuchsen ihre verfügbaren Einkommen (+5,1%) zwar etwas schwächer als das nominelle BIP (+5,8%), gleichzeitig stieg aber ihre Konsumquote zwischen 1989 und 1999 um 0,8% pro Jahr.

Der stetige Rückgang der im internationalen Vergleich sehr niedrigen Sparquote der US-Haushalte in den neunziger Jahren – sie wurde 1999 nach den in den übrigen OECD-Ländern üblichen Berechnungsmethode sogar negativ – dürfte im wesentlichen auf drei Faktoren zurückzuführen sein:

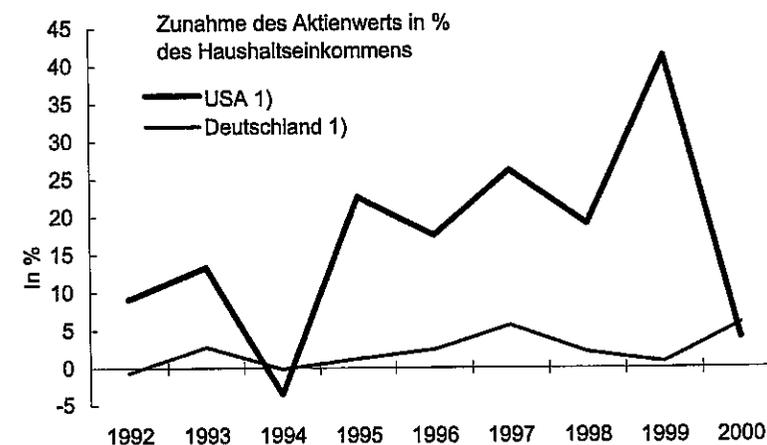
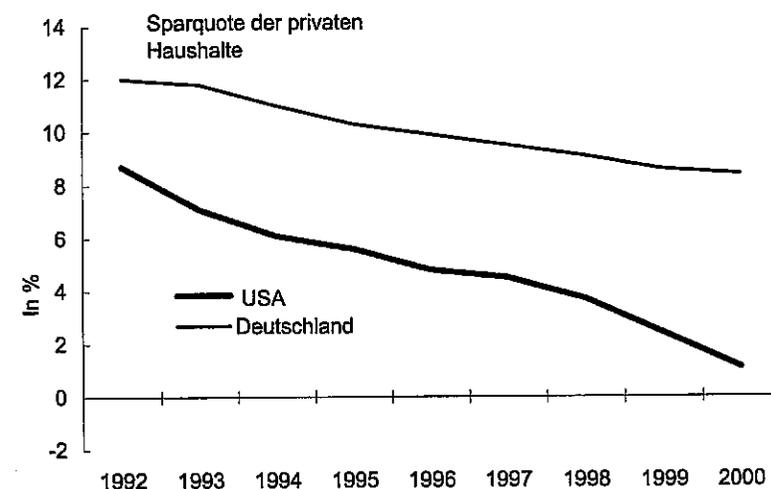
- Die Lohneinkommen wuchsen in den USA etwas rascher als die Einkommen aus Besitz und Unternehmung (+5,7% gegenüber +5,3% pro Jahr); da erstere im Durchschnitt niedriger sind als letztere und dementsprechend eine höhere (marginale) Konsumquote aufweisen, hat diese funktionelle Umverteilung zum Anstieg der gesamten Konsumquote beigetragen.

- Die Fiskalpolitik verfolgte auch das Ziel einer Verringerung der Ungleichheit in der personellen Einkommensverteilung. Durch die Steuerreform 1993 wurde der Spitzensteuersatz von 31% auf 42% erhöht und gleichzeitig die negative Einkommensteuer für die „working poor“ stark ausgeweitet (OECD, 1993); der „earned income tax credit“ dürfte wesentlich dazu beigetragen haben, dass die Transfereinnahmen der Haushalte trotz stark sinkender Arbeitslosigkeit zwischen 1991 und 2000 um 5,2% pro Jahr gestiegen sind. Diese Umverteilung zugunsten von Haushalten mit niedrigen Einkommen und entsprechend hohen Konsumquoten förderte das überdurchschnittliche Wachstum der gesamten Konsumnachfrage.
- Der Konsum der einkommensstärkeren Haushalte dürfte durch den enormen Anstieg der Aktienkurse stimuliert worden sein. Der Wert von Aktien im Besitz privater Haushalte stieg zwischen 1991 und 1999 um 15,8% pro Jahr, ihr jährlicher (absoluter) Wertzuwachs betrug im Durchschnitt 16,6% des verfügbaren Haushaltseinkommens (Abbildung 2).

Die starke Erhöhung ihres Vermögens als Folge steigender Aktienkurse dürfte viele Haushalte dazu veranlasst haben, ihr Sparen aus dem laufenden Einkommen zu senken, insbesondere das Vorsorge-motiv verlor an Bedeutung. Gleichzeitig stiegen die Erträge der Pensionsfonds durch den Aktienboom und damit die Pensionszahlungen sowie indirekt die Konsumausgaben ihrer Empfänger.

In Deutschland nahm der private Konsum zwischen 1991 und 2000 nur um 1,6% pro Jahr zu. Dafür war in erster Linie das schwache Wachstum von Produktion und Einkommen bestimmend. Bei einem realen Wirtschaftswachstum von 1,5% pro Jahr stiegen die verfügbaren Haushaltseinkommen nur um 1,1% (real) bzw. um 3,3% (nomi-nell). Dazu hat auch die Tatsache beigetragen, dass die Transferein-nahmen der Haushalte trotz steigender Arbeitslosigkeit kaum rascher zunahmen als ihre direkten Steuern und Sozialversicherungsbeiträge (Übersicht 1). Diese Einschränkung der Wirksamkeit der „automati-schen Stabilisatoren“ war in hohem Maß durch die Konsolidierungs-maßnahmen zur Erreichung der Maastricht-Kriterien bedingt.

Abbildung 2: Sparquote und Aktienwertzuwachs der privaten Haushalte



¹ 2000: Stand zur Jahresmitte.

Quelle: OECD, Fed, Deutsche Bundesbank, WIFO.

Im Gegensatz zu den USA verschob sich die funktionelle Einkommensverteilung in Deutschland zugunsten der Gewinne: während die Lohneinkommen um 3,2% pro Jahr zunahmen, stiegen die Einkommen aus Besitz und Unternehmung um durchschnittlich 4,5%. Diese Umverteilung dürfte auch zur schwachen Expansion der Konsumnachfrage beigetragen haben.

Der Marktwert der Aktien im Besitz privater Haushalte stieg zwar auch in Deutschland als Folge markanter Kurssteigerungen stark an (zwischen 1991 und 2000 um 14,6% pro Jahr), doch konnte dies die Konsumnachfrage allein schon deshalb nicht nennenswert stimulieren, weil nur ein geringer Teil des Aktienvermögens auf private Haushalte entfällt. Daher machte der jährliche Wertzuwachs ihrer Aktien im Durchschnitt 1991/2000 nur 2,2% ihres verfügbaren Einkommens aus. Außerdem haben private Pensionsfonds in Deutschland nur eine geringe Bedeutung, Kurssteigerungen können deshalb den Konsum auch indirekt nicht nennenswert stimulieren (überdies verhindert das Niedrigstwertprinzip, dass Bewertungsgewinne durch Aktienkurssteigerungen die buchhalterischen Gewinne von Pensionsfonds und damit auch ihre Pensionszahlungen erhöhen).

4. Investitionsnachfrage und Zinspolitik

Von allen wichtigen Nachfrageaggregaten war die Wachstumsdifferenz zwischen den USA und Deutschland bei den unternehmerischen Investitionen am größten: in den USA wuchsen sie um 9,2% pro Jahr, in Deutschland hingegen nur um 0,8%. Auch der Wohnungsbau (+6,1%) und die öffentlichen Investitionen (+3,1%) nahmen zwischen 1991 und 2000 in den USA kräftig zu, während sie in Deutschland nur schwach stiegen bzw. sogar schrumpften (Übersicht 2).

Die wichtigste Einzelursache für die Dynamik der Realkapitalbildung in den USA bestand in der pragmatischen Geldpolitik der amerikanischen Notenbank, welche nicht nur die Inflationsbekämpfung „im Visier“ hat, sondern auch das Wachstum von Produktion und Beschäftigung. Dies zeigt sich sowohl an ihrer mittel- und langfristigen Strategie als auch an ihrer kurzfristig-konjunkturellen Zinspolitik.

Langfristig verfolgte die Zinspolitik der Fed das Ziel, günstige und stabile Bedingungen für die (Fremd)Finanzierung der Realinvestitionen zu gewährleisten und so das Wirtschaftswachstum zu fördern. Dies kommt am deutlichsten darin zum Ausdruck, dass der von der US-Notenbank gesteuerte Geldmarktzins („Federal Funds Rate“) zwischen 1991 und 2000 nahezu permanent unter der (nominellen) Wachstumsrate lag, im Durchschnitt um 0,9 Prozentpunkte (Übersicht 2, Abbildung 3). Wie stark sich die Geldpolitik in den neunziger Jahren im Vergleich zum vorangegangenen Jahrzehnt geändert hat, zeigt sich daran, dass das Zins-Wachstums-Differential zwischen 1980 und 1990 +2,1% betragen hatte.

Die Bedeutung des Verhältnisses von Zinssatz zu Wachstumsrate für die Investitionsdynamik besteht darin, dass es das mittel- und langfristige Potential der Fremdfinanzierung determiniert. Auf Grund der „dynamischen Budgetbeschränkung“ gilt nämlich (Schulmeister, 1996):

- Liegt der Zinssatz unter der Wachstumsrate, so können Schuldnersektoren wie die Unternehmen oder der Staat permanent mehr Kredite aufnehmen als sie an Zinsen zu zahlen haben, ohne dass ihre Schulden (notwendig) rascher wachsen als die Gesamtwirtschaft, sie können somit ein Primärdefizit aufrechterhalten.
- Liegt der Zinssatz hingegen über der Wachstumsrate, so müssen die Unternehmen und der Staat Primärüberschüsse erzielen, damit ihre Schulden nicht rascher wachsen als das BIP, ihre Kreditaufnahme muss also kleiner sein als die Zinszahlungen für ihre „Altschulden“. Dies schränkt die Investitionsmöglichkeiten der Unternehmen ein, was wiederum das Wachstum dämpft².

² Das Gesamtdéfizit (TD) eines Schuldnersektors lässt sich aufspalten in die Zinszahlungen iD und das Primärdefizit PD : $TD = PD + iD$.

Differenziert man die Schuldenquote (D/Y) nach der Zeit, so ergibt sich die „dynamische Budgetbeschränkung“ (Y bezeichnet das nominelle BIP, g seine Wachstumsrate):

$$d(D/Y)/dt = PD/Y + iD/Y - gD/Y$$

Soll die Schuldenquote konstant bleiben, so gilt: $PD = (g-i)D$. Liegt etwa der Zins um 3 Prozentpunkte unter der Wachstumsrate, so können die Unternehmen und der Staat ein Primärdefizit im Ausmaß von 3% ihrer Schulden aufrecht

Im Hinblick auf kontinuierliche Veränderungen im Verhältnis von Zinssatz und Wachstumsrate sowie auf die Tatsache, dass die für Schuldner relevanten Anleihen- bzw. Bankzinsen immer über dem Geldmarktzins liegen, lassen sich die Konsequenzen der „dynamischen Budgetbeschränkung“ allgemein so zusammenfassen: Je weniger der effektive Schuldzins über der Wachstumsrate liegt bzw. je stärker er darunter liegt, desto mehr Kredite können Schuldner aufnehmen, ohne dass ihr Schuldenstand rascher wächst als die Gesamtwirtschaft.

Das im Vergleich zu den achtziger Jahren um 3 Prozentpunkte niedrigere Zins-Wachstums-Differential erhöhte daher das Finanzierungspotential der US-Unternehmen für zusätzliche Investitionen erheblich. Dafür, dass sie dieses Potential auch nutzten, waren insbesondere zwei Faktoren maßgeblich:

- Die kräftige und stabile Expansion der Konsumnachfrage und die damit verbundene Erwartung weiterhin wachsender Umsätze stärkte die Investitionsbereitschaft der Unternehmen.
- Dies gilt insbesondere auch für das hohe Wachstum der Exporte von Gütern und Dienstleistungen (sie stiegen 1991/2000 um 6,8% pro Jahr). Zwar werden nur etwa 12% des BIP der USA exportiert, doch stimuliert die Exportnachfrage spezifisch den technologischen „core sector“ einer Volkswirtschaft, nämlich die Industrie und die mit ihr vernetzten Dienstleistungsbereiche.

erhalten, also einen Überschuß der Ausgaben (ohne Zinsaufwand) über die Einnahmen. Steigt der Zinssatz so stark an, daß er permanent über der Wachstumsrate liegt, so müssen Unternehmen und der Staat ihre Primärbilanz in einen Überschuß „drehen“ (die Unternehmen primär durch Investitionssenkungen, der Staat eventuell auch durch Steuererhöhungen).

Ein gesamtwirtschaftliches Finanzierungsgleichgewicht (ex ante) wird allerdings nur dann erreicht, wenn gleichzeitig der Gläubigersektor der privaten Haushalte bereit ist, seine Primärbilanz (= Differenz zwischen seinem Sparen und seinen Zinseinnahmen) von einem Überschuß in ein Defizit zu „drehen“: die Haushalte „dürfen“ nunmehr ihre Zinserträge nicht mehr zur ganze sparen, sondern müssen einen Teil davon konsumieren.

Der Einfluß des Zins-Wachstums-Differentials auf die geplanten und realisierten Finanzierungssalden von Unternehmen, Haushalten, Staat und Ausland und damit auf die Entwicklung von Investitionen und Staatsverschuldung wird in Schulmeister (1996) untersucht.

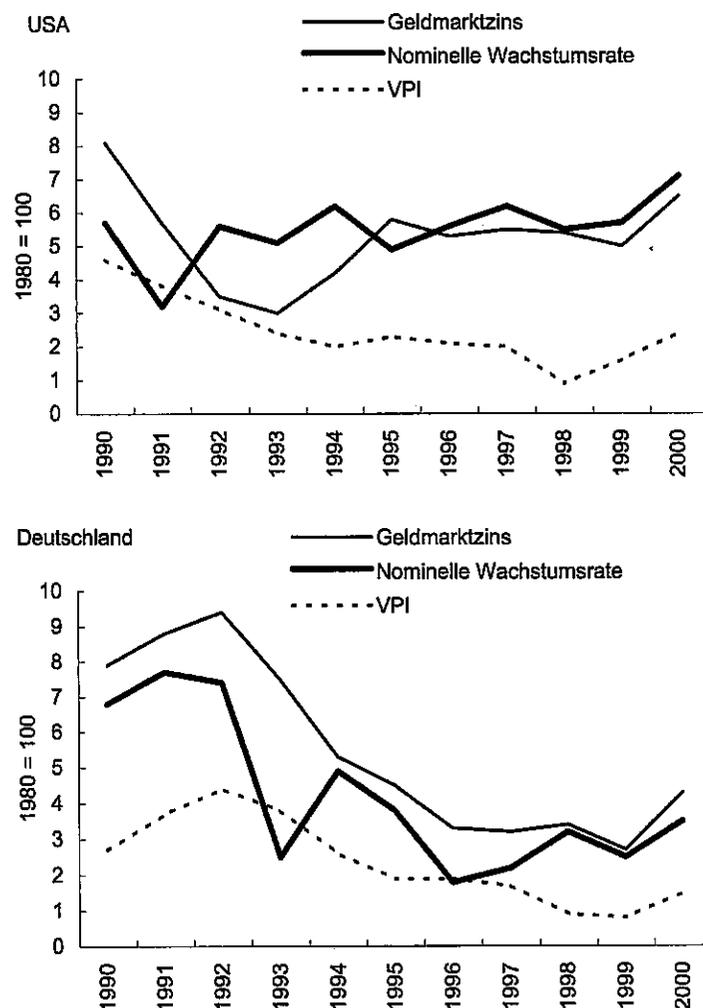
*Übersicht 2: Wirtschaftsentwicklung in Deutschland und den USA
in den neunziger Jahren II:
Investitionen, Beschäftigung und Staatsfinanzen*

	USA	Deutschland
	Durchschnittliche jährliche Veränderung 1991/2000 in %	
Investitionen und Exporte		
Bruttoinvestitionen real	7,4	1,0
Öffentlich	3,1	-2,0
Privat	8,4	1,3
Unternehmen	9,2	0,8
Wohnungsbau	6,1	2,5
Geldmarktzins ¹	4,9	4,9
Anleihezins ¹	6,3	6,1
BIP nominell	5,8	3,5
Exporte i.w.S., real	6,8	4,9
Abweichung des Wechselkurses von der Kaufkraftparität der Tradables ¹	-21,1	4,8
Beschäftigung		
Insgesamt	1,6	-0,4
Selbständige	-0,4	1,4
Unselbständige	2,2	-0,7
Privat	2,3	-0,5
Öffentlich	1,3	-1,6
Arbeitsproduktivität der Unselbständigen	1,5	2,2
Staatshaushalt		
Ausgaben insgesamt	4,2	3,9
Konsum	3,7	3,3
Sozialtransfers	5,9	5,6
Investitionen	4,6	-1,5
Zinszahlungen	1,2	5,6
Einnahmen insgesamt	6,5	4,2
Indirekte Steuern	5,1	4,7
Direkte Steuern	8,4	4,0
Unternehmen	9,1	4,2
Haushalte	8,3	3,9
SV-Beiträge	5,6	4,4

¹ 1991/99: Durchschnittswert absolut.

Quelle: WIFO-Datenbank, OECD.

Abbildung 3: Zinssatz, Wachstumsrate und Inflation



Quelle: OECD, WIFO.

Die dynamischen Entwicklung der US-Exporte wurde indirekt auch durch die expansive Geldpolitik der Fed gefördert. Denn die niedrigen Dollarzinsen trugen dazu bei, dass die US-Währung bis 1995 weiter an Wert verlor, sodass der Dollar trotz seiner nachfolgenden Aufwertung im Durchschnitt der neunziger Jahre deutlich unterbewertet war. Dies war wiederum die wichtigste Einzelursache für die merklichen Marktanteilsgewinne der Gesamtexporte der USA (dies wird später noch näher behandelt).

Auch die kurzfristig-konjunkturelle Geldpolitik orientierte sich in hohem Maß an der Entwicklung von Produktion und Beschäftigung. Dies zeigt sich insbesondere daran, dass die Fed den Geldmarktzins nach der Rezession 1990/91 fast drei Jahre lang auf dem niedrigsten Niveau der Nachkriegszeit hielt: zwischen 1992 und 1994 lag die „Federal Funds Rate“ im Durchschnitt um 2,1 Prozentpunkte unter der Wachstumsrate (Abbildung 3), was wesentlich zur weiteren Abwertung des Dollar beitrug. Erst als der Aufschwung durch das beschleunigte Wachstum von Investitionen, Exporten und Konsum „selbsttragend“ geworden war, hob die US-Notenbank das Zinsniveau in zwei „Schüben“ merklich an, nämlich 1994/95 und 1999/2000. Dadurch stieg zwar der reale Geldmarktzins deutlich, da sich aber auch das Wachstum beschleunigt hatte, blieb er weiterhin etwas niedriger als die Wachstumsrate (Abbildung 3).

Die wachstumsorientierte Praxis der Zinspolitik in den USA wurde in hohem Maß dadurch ermöglicht, dass die Fed Ende der achtziger Jahre das monetaristische Konzept einer Geldmengensteuerung aufgegeben hatte: der Zusammenhang zwischen dem Wachstum der Geldmenge im eigentlichen Sinn (M1) und der Inflation hatte sich als zu instabil erwiesen. Entsprechend ihrer zunehmend pragmatischen Einstellung orientiert sich die Fed seither am Konzept einer Steuerung des Zinsniveaus.³

³ Auch die Bundesbank war mit dem Problem konfrontiert, dass der Zusammenhang zwischen dem Wachstum der Geldmenge M1 und der Inflation immer instabiler wurde. Da sie jedoch am Monetarismus als theoretischer Basis ihrer Politik festhalten wollte, orientiert sie sich seit Ende der achtziger Jahre an der erweiterten Geldmenge M3. Diese schwankt viel weniger als M1, weil ihre größte Komponente aus den Spareinlagen besteht; aus eben diesem Grund stellt M3 allerdings nicht Geld im eigentlichen Sinn dar, was zu gravierenden Fehl-

In Deutschland haben die realen Gesamtinvestitionen in den neunziger Jahren nahezu stagniert (1991/2000: +1,0%), lediglich der Wohnungsbau expandierte (+2,5%); allerdings beschränkten sich seine Zuwächse auf die ersten Jahre nach der Wiedervereinigung, seit 1996 sind auch die Wohnungsbauinvestitionen nicht mehr gewachsen. Die Realkapitalbildung der Unternehmen stieg nur geringfügig (+0,8% pro Jahr), jene des Staates schrumpfte deutlich (-2,0% pro Jahr).

Die schwache Investitionsentwicklung wurde durch eine mittelfristig restriktive Geldpolitik der Bundesbank mitverursacht: zwischen 1991 und 2000 lag der Geldmarktzins um durchschnittlich 1,4 Prozentpunkte über der nominellen Wachstumsrate. Zu Beginn der neunziger Jahre hatte die Hochzinspolitik der Bundesbank überdies zum Zusammenbruch des Systems fester EWS-Kurse 1992 sowie zum Ausmaß der Rezession 1993 beigetragen (Abbildungen 1 und 3). Die Investitionsbereitschaft der Unternehmen wurde zusätzlich durch die schwache Konsumententwicklung und den bis 1995 stark steigenden Wechselkurs der DM sowie die damit verbundenen Marktanteilsverluste im Export gedämpft (Abbildung 4).

Die kurzfristig-konjunkturelle Geldpolitik der Bundesbank bzw. ab 1999 der EZB unterschied sich in zweifacher Hinsicht von jener der Fed:

- Sie senkte in und nach der Rezession 1993 die Leitzinsen nur unzureichend, sodass der Geldmarktzins selbst in der Aufschwungsphase nie deutlich unter der Wachstumsrate lag; dies trug gemeinsam mit der – durch die Zinspolitik mitverursachten – DM-Aufwertung wesentlich dazu bei, dass die Konjunktur in Deutschland bereits 1995 wieder an Dynamik verlor. Anders gesagt: hätte die Bundesbank eine ähnlich wachstumsorientierte Politik wie die Fed verfolgt, so wäre der Geldmarktzins zwischen 1994 und 1996 um etwa 3 Prozentpunkte niedriger gewesen als tatsächlich.

schlüssen führen kann. Beschleunigt sich etwa das Wachstum von M3, weil die Haushalte mehr sparen, so deutet dies die Bundesbank als Zunahme des Inflationsdrucks, während dieser tatsächlich abnimmt.

- Bereits unmittelbar nachdem die europäische (und deutsche) Konjunktur zur Jahresmitte 1999 deutlich an Schwung gewann, begann die EZB mit einer Serie von Leitzinserhöhungen, um einer möglichen Inflationsgefahr vorzubeugen. Tatsächlich blieb jedoch die binnenwirtschaftlich bedingte Inflation in der EU auch im Jahr 2000 extrem niedrig und stabil, die merkbliche Beschleunigung des Auftriebs der Verbraucherpreise war nahezu ausschließlich auf den Anstieg der Ölpreise sowie die Euroabwertung zurückzuführen (die Fed orientiert sich hingegen an der Entwicklung der „core inflation“). Die schrittweise Erhöhung der Leitzinsen konnte die Talfahrt des Euro nicht stoppen, hat aber die bereits durch die Erdölverteuerung gedämpften Wachstumsaussichten zusätzlich beeinträchtigt.

Die unterschiedliche Geldpolitik in Deutschland und den USA dürfte wesentlich zu den Unterschieden im Entwicklungspfad der realen Brutto-Investitionen nach den Rezessionen 1990/91 (USA) bzw. 1992/93 (Deutschland) beigetragen haben. Während sich das Investitionswachstum in den USA zwischen 1991 und 1998 nahezu stetig beschleunigte, wurde es in Deutschland nach dem ersten Aufschwungsjahr wieder negativ (1995 und 1996), und hat sich seither nur langsam erholt (Abbildung 1).

5. Exportdynamik und der unterbewertete Dollar

Die Gesamtexporte (Güter und Dienstleistungen) der USA wuchsen in den neunziger Jahren um fast 2 Prozentpunkte pro Jahr rascher als jene Deutschlands. Die wichtigste Einzelursache dafür dürfte in der bis 1995 extremen Unterbewertung des Dollar bzw. der (entsprechenden) Überbewertung der DM bestehen. Im Durchschnitt 1991/1999 war der Dollar gemessen an der Kaufkraftparität international gehandelter Güter und Dienstleistungen (Tradables) um 21,1% gegenüber

den Währungen der übrigen Industrieländer unterbewertet, die DM hingegen um 4,8% überbewertet.⁴

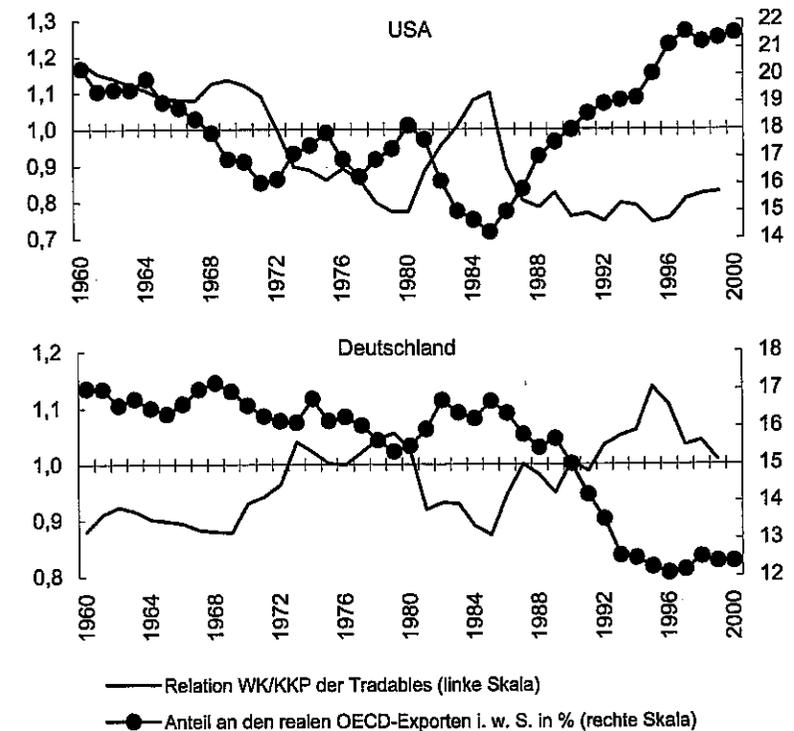
Der große Einfluss der Über- bzw. Unterbewertung einer Währung auf Basis von Tradables auf die relative Exportdynamik wird bei Betrachtung der längerfristigen Entwicklung bestätigt (Abbildung 4).

Zwischen 1960 und 1971 sank der Exportmarktanteil der USA von 20,2% auf 16,0%, im gleichen Zeitraum war der Dollar um durchschnittlich 11,4% überbewertet. In den siebziger Jahren stieg der Exportmarktanteil der USA wieder an, nicht zuletzt als Folge der starken Abwertung des Dollar. Die ausgeprägte Aufwertung der Leitwährung 1980/85 trug wiederum wesentlich dazu bei, dass der US-Marktanteil auf das niedrigste Niveau der Nachkriegszeit fiel.

Zwischen 1985 und 1990 wertete der Dollar enorm ab (1990 war er gegenüber den Industrieländern insgesamt auf Basis von Tradables um 24,0% unterbewertet); dies war der wichtigste Grund für starke Marktanteilsgewinne der USA, welche sich bis 1995 fortsetzten, obwohl der Dollar in der ersten Hälfte der neunziger Jahre real nicht mehr an Wert verlor. Nicht zuletzt als Folge der Dollaraufwertung zwischen 1995 und 1999 ist der Marktanteil der US-Exporte seit 1997 nicht mehr gestiegen.

⁴ Die für die Beurteilung der preislichen Konkurrenzfähigkeit und damit die relative Exportdynamik (Marktanteilsentwicklung) relevante Kaufkraftparität auf Basis von Tradables weicht erheblich von der üblicherweise verwendeten (weil leichter verfügbaren) Kaufkraftparität auf Basis des BIP ab. Hauptgrund dafür ist die Tatsache, dass international nicht oder kaum gehandelte Dienstleistungen komparativ umso teurer sind, je höher entwickelt eine Volkswirtschaft ist (für die USA gilt dies insbesondere hinsichtlich des Gesundheits- und Bildungswesens). Dementsprechend ist die Unter(Über)bewertung des Dollar auf Basis der Kaufkraftparität von Tradables größer (kleiner) als auf Basis von BIP-Kaufkraftparitäten. Zur Berechnung von Kaufkraftparitäten von Tradables für die wichtigsten Währungen (einschließlich des Euro) siehe Schulmeister, 2000B.

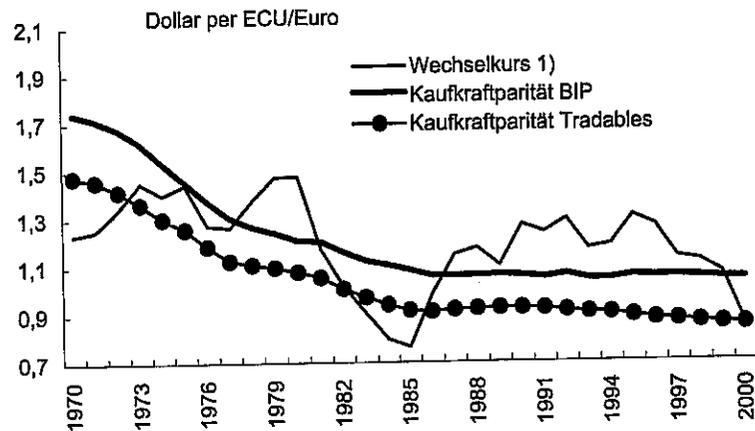
Abbildung 4: Realer effektiver Wechselkurs und Exportdynamik



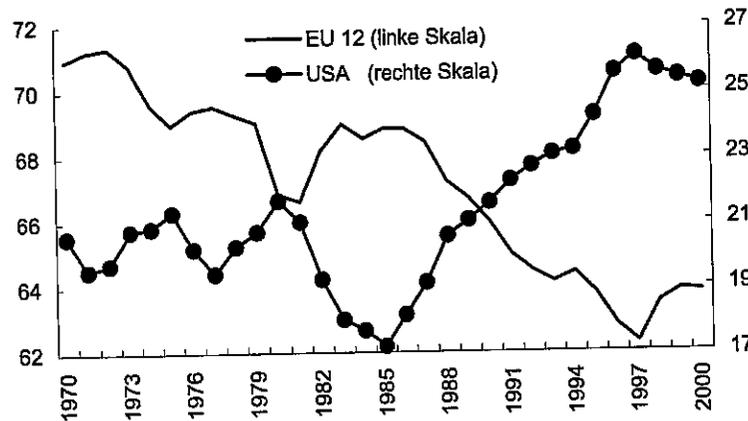
Quelle: OECD, WIFO.

Auch für Deutschland zeigt sich eine ausgeprägt gegenläufige Entwicklung zwischen dem Niveau des realen Wechselkurses und dem Exportmarktanteil (Abbildung 4). Zwischen 1980 und 1985 stieg der Marktanteil Deutschlands von 15,5% auf 16,7%, gefördert von einer deutlichen Abwertung der DM. Ihre nachfolgende, starke Aufwertung – die DM war 1995 um durchschnittlich 13,7% überbewertet – trug wesentlich dazu bei, dass der deutsche Exportmarktanteil bis 1996 auf 12,1% zurückging; seither hat er sich wieder leicht erholt.

Abbildung 5: Eurokurs und Exportdynamik



Anteil an den realen Gesamtexporten der Triade in %



¹ Wechselkurs für 2000: 20. September 2000 (1 Euro = 0.85)

Quelle: OECD, WIFO.

Angesichts des in Europa weitverbreiteten Jammers über den „schwachen“ Euro ist ein kurzer Exkurs angebracht. Für 2000 beträgt die Kaufkraftparität des Euro gegenüber dem Dollar auf Basis von

Tradables etwa 0,9; dies bedeutet, dass die europäische Einheitswährung im Jahr 2000 annähernd „fair“ in dem Sinn bewertet war, dass weder die Eurozone noch die USA über wechselkursbedingte Preisvorteile im internationalen Handel mit Gütern und Dienstleistungen verfügten (bei seinem Start war der Euro hingegen deutlich überbewertet).

Ein Vergleich mit der längerfristigen Marktanteilsentwicklung bestätigt die Relevanz der Kaufkraftparität auf Basis von Tradables. Die ausgeprägte Abwertung des Dollar gegenüber dem ECU in den siebziger Jahren trug wesentlich dazu bei, dass der Exportmarktanteil der EU deutlich sank und jener der USA zunahm. In der ersten Hälfte der achtziger Jahre sank der reale Wechselkurs des ECU enorm, was sich in starken Marktanteilsverlusten der USA und in merklich kleineren Gewinnen der EU12 niederschlug (Abbildung 5).

Seit 1987 ist der ECU gegenüber dem Dollar permanent überbewertet und gegenüber dem Yen stark unterbewertet. Diese Konstellation förderte das Wachstum der US-Exporte von Gütern und Dienstleistungen so sehr, dass ihr Marktanteil seit 1995 höher ist als zu Beginn der sechziger Jahre (Abbildung 4). Gleichzeitig sank der Marktanteil der EU12 von 68,9% (1985) auf 62,3% (1997), seither hat er sich wieder leicht erholt, nicht zuletzt als Folge der realen Abwertung des ECU bzw. Euro.

6. Beschäftigung und Produktivität

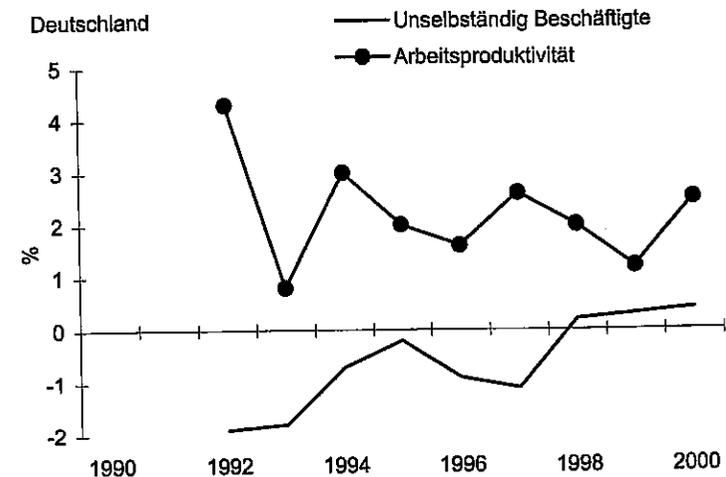
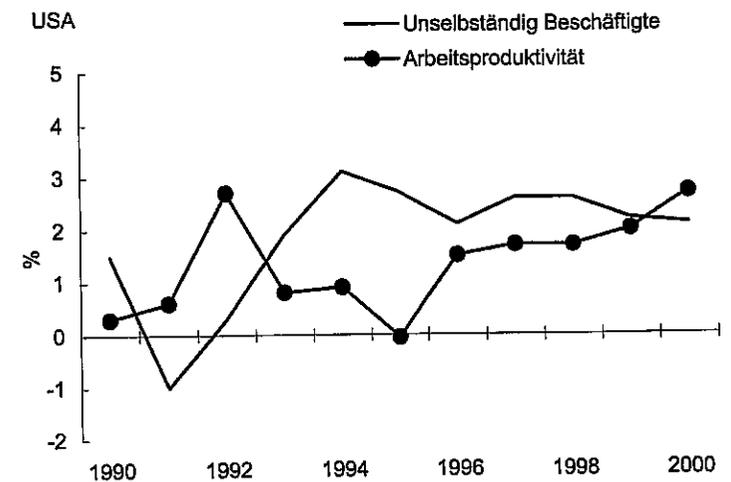
Das kräftige und stabile Wirtschaftswachstum war die wichtigste Ursache für die deutliche Zunahme der Gesamtbeschäftigung in den USA (1991/2000: +1,6% pro Jahr). Während die Zahl der Selbständigen um 0,4% pro Jahr sank, nahm jene der Unselbständigen kräftig zu, nämlich um durchschnittlich 2,2%. Im Gegensatz zu vielen europäischen Ländern – insbesondere auch Deutschland – wurde in den USA auch die Beschäftigung im öffentlichen Dienst deutlich ausgeweitet (+1,3% pro Jahr). Unter diesen Bedingungen sank die Arbeitslosenquote von 7,5% (1992) kontinuierlich auf 4,0% (2000).

Das Wachstum der Arbeitsproduktivität der unselbständig Beschäftigten (pro Kopf) stieg im ersten Jahr nach der Rezession 1990/91 kräftig an (die Arbeitsproduktivität entwickelt sich üblicherweise prozyklisch), in den drei nachfolgenden Jahren ging ihr Wachstum jedoch stetig zurück, während sich gleichzeitig jenes der Beschäftigung kontinuierlich erhöhte (Abbildung 6). Dies deutet indirekt darauf hin, dass bis 1995 der überwiegende Teil der Beschäftigungsausweitung in den USA auf jenen Teil des Dienstleistungssektors entfiel, in dem Arbeitsproduktivität (und Reallöhne) besonders niedrig sind (MacJobs).

1996 nahm die Arbeitsproduktivität wieder merklich zu (+1,5%), bis 2000 erhöhte sich ihr Wachstum stetig auf +2,7%; die Ausweitung der Beschäftigung nahm hingegen nicht weiter zu, ab 1998 ging ihr Wachstum vielmehr leicht zurück (Abbildung 6). Gleichzeitig beschleunigte sich das Investitionswachstum von 5,3% im Jahr 1995 auf 10,6% im Jahr 1998 (Abbildung 1). Diese Entwicklungen lassen vermuten, dass die gesamtwirtschaftliche Arbeitsproduktivität in den USA insbesondere aus zwei Gründen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre stärker gewachsen ist als in der ersten:

- Im „MacJob-Bereich“ (Gaststätten, Einzelhandel, persönliche Dienst, etc.) bewirkte das kräftige Konsumwachstum bei langsam knapper werdendem Arbeitsangebot, dass die Kapazitäten der Beschäftigten stärker genutzt wurden, was sich in steigender Arbeitsproduktivität niederschlägt (die Tatsache, dass der Arbeitseinsatz den Nachfrageschwankungen im Dienstleistungsbereich nur in geringem Maß angepasst werden kann – jedenfalls weniger als etwa in der Industrie – ist ein wichtiger Grund für die prozyklische Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Arbeitsproduktivität).
- In der Industrie, der industrienahen Dienstleistungsproduktion sowie im Informations- und Kommunikationssektor hat die Investitionsdynamik die Kapitalausstattung je Arbeitsplatz vergrößert und verbessert, was wiederum die Arbeitsproduktivität erhöht; dieser Effekt kann (nur) in dem Maß der „New Economy“ zugerechnet werden, in dem in Hard- und Software investiert wurde.

Abbildung 6: Beschäftigung und Arbeitsproduktivität



Quelle: OECD, WIFO.

Ein Vergleich der Entwicklung der Arbeitsproduktivität zwischen dem „Vorreiterland“ der „New Economy“, den USA, und Deutschland bestätigt, dass die Diffusion der Informations- und Kommunikationstechnologien die gesamtwirtschaftliche Arbeitseffizienz (noch) nicht nennenswert gesteigert hat (zu ähnlichen Schlussfolgerungen kommen Gordon, 2000, und Zarnovitz, 2000). Zwischen 1991 und 2000 nahm die Arbeitsproduktivität in Deutschland um 0,7 Prozentpunkte pro Jahr rascher zu als in den USA (+2,2% gegenüber +1,5%); auf Stundenbasis dürfte der Unterschied noch etwas größer sein, da die effektive Arbeitszeit in Deutschland nicht zuletzt als Folge der hohen Arbeitslosigkeit weiter gesunken ist, während sie in den USA eher gestiegen sein dürfte.

Sieht man von den konjunkturbedingten Schwankungen zwischen 1992 und 1994 ab, so entwickelte sich die Arbeitsproduktivität in Deutschland relativ stetig (sie schwankte nur geringfügig um eine jährliche Steigerungsrate von 2% – Abbildung 6). Dies verdeutlicht, dass die Beschäftigungsentwicklung in Deutschland in merklich höherem Maß vom Wirtschaftswachstum abhängt als in den USA. Die wachstumsdämpfende Geld- und Fiskalpolitik (letztere geprägt vom Maastricht-Sparzwang) haben deshalb gemeinsam mit der überbewerteten DM indirekt dazu beigetragen, dass in Deutschland zwischen 1991 und 2000 netto 1,9 Mio. Arbeitsplätze verloren gingen.

Am stärksten war der Beschäftigungsrückgang im öffentlichen Dienst (-1,6% pro Jahr), im privaten Sektor sank die Zahl der Arbeitsplätze um 0,5% pro Jahr. Trotz eines Anstiegs der Zahl der Selbständigen um 1,4% pro Jahr, war auch die Gesamtbeschäftigung rückläufig (-0,4%).

7. Staatsfinanzen und gesamtwirtschaftliche Finanzierung

Die Budgetkonsolidierung erfolgte in den USA sowohl einnahmenseitig als auch ausgabenseitig (Übersicht 2). Die Staatseinnahmen stiegen zwischen 1991 und 2000 um 6,5% pro Jahr (um 0,7 Prozentpunkte rascher als das nominelle BIP), wobei die direkten Steuern (+8,4%) wesentlich stärker wuchsen als die indirekten Steuern (+5,1%); be-

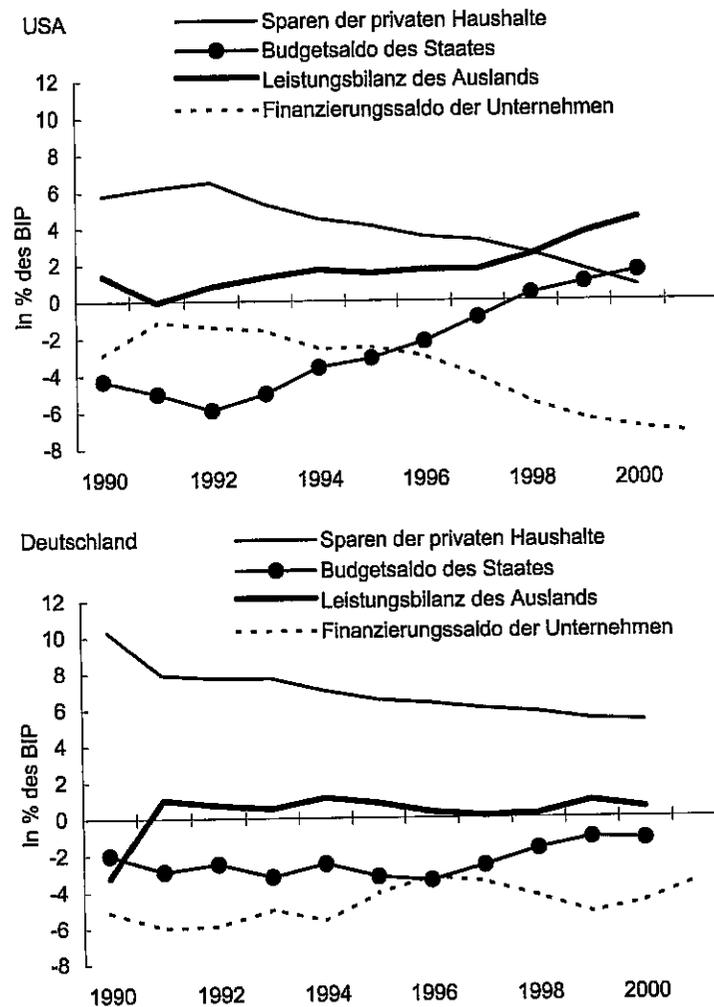
sonders stark stieg die Gewinnbesteuerung der Unternehmen (+9,1%). Die Staatsausgaben stiegen um 3,9% pro Jahr, und damit zwar schwächer als das BIP, aber stark genug, um einen realen Zuwachs von Konsum und Investitionen des Staates zu ermöglichen (+1,0% bzw. +3,1% pro Jahr). Deutlich überdurchschnittlich wuchsen die Sozialtransfers (+5,9% pro Jahr). Den wichtigsten Einzelbeitrag zur Dämpfung des Wachstums der gesamten Staatsausgaben leistete die Kürzung der Verteidigungsausgaben (sie sanken in den neunziger Jahren um 3 BIP-Prozentpunkte).

Mit diesem „policy mix“ gelang es den USA, den Staatshaushalt ohne spezielle „Sparpakete“ und damit „nachfrageschonend“ zu konsolidieren: der Saldo aller öffentlichen Haushalte „drehte“ sich von einem Defizit von 5,9% des BIP (1992) in einen Überschuss von 1,7% (2000). Zu diesem Erfolg hat auch die Bereitschaft der US-Regierung beigetragen, in und nach der Rezession 1990/91 hohe Defizite in Kauf zu nehmen, um dadurch den Aufschwung so lange zu stimulieren, bis dieser „selbsttragend“ geworden war (1993 und 1994 lag das Budgetdefizit noch bei 5,0% bzw. 3,6% – Abbildung 7).

In Deutschland wurde hingegen keine antizyklische Fiskalpolitik betrieben: weder in der Rezession 1992/93 noch in der (auch deshalb schwachen) Erholungsphase danach erhielt die Wirtschaft durch steigende bzw. relativ hohe Budgetdefizite spürbare Impulse; vielmehr blieb der Finanzierungssaldo des Gesamtstaats zwischen 1991 und 1996 nahezu konstant, so als hätte es keine Rezession gegeben (Abbildung 7).

Mittelfristig war die Fiskalpolitik in Deutschland insbesondere deshalb nachfrage- und wachstumsdämpfend, weil sich die Struktur der Einnahmen und Ausgaben in einer Weise verschob, welche Personen mit relativ niedrigen Einkommen überproportional belastete und damit den Konsum (vermeidbar) dämpfte: die indirekten Steuern stiegen um 0,7 Prozentpunkte stärker als die direkten Steuern (trotz des „Solidarzuschlags“), wobei Unternehmen und Haushalte annähernd gleich belastet wurden (diese Entwicklung der Einnahmenstruktur steht in direktem Kontrast zu jener in den USA). Gleichzeitig nahmen die Sozialtransfers in Deutschland trotz wesentlich ungünstigerer Beschäftigungsentwicklung etwas schwächer zu als in den USA (Übersicht 2). Der Rückgang der staatlichen Investitionsausgaben um

Abbildung 7: Sektorale Finanzierungssalden



Quelle: OECD, WIFO.

1,5% pro Jahr trug zur Verschlechterung der Wachstumsbedingungen bei, und zwar sowohl angebots- als auch nachfrageseitig (in den USA stiegen sie um 4,6% pro Jahr).

Abbildung 7 stellt die mittelfristige Entwicklung des Staatshaushalts in den Kontext der gesamtwirtschaftlichen Finanzierung. Dabei sind folgende Identitätsbeziehungen zu berücksichtigen: Die Summe der Finanzierungssalden von Staat, Haushalten, Unternehmen und Ausland beträgt Null, das Budgetdefizit kann deshalb nur dann gesenkt werden, wenn die Unternehmen ihr Defizit ausweiten, und/oder die Haushalte ihre Überschüsse (Sparen) senken und/oder das Ausland sein Defizit erhöht bzw. einen Überschuss reduziert.⁵

In den USA haben die privaten Haushalte zwischen 1992 und 2000 ihre Überschüsse (Sparen) von 6,5% des BIP auf 0,8% reduziert (als Folge des Konsumbooms), gleichzeitig weiteten die Unternehmen ihr Defizit von 1,4% auf 6,9% des BIP aus (dafür war primär die starke Steigerung der Aufnahme von Investitionskrediten bestimmend). Obwohl das Ausland seine Überschüsse um 3,7 BIP-Prozentpunkte erhöhte (das Defizit der US-Leistungsbilanz stieg in diesem Ausmaß), gelang es dem Staat, seinen Finanzierungs(Budget)saldo um 7,5 BIP-Prozentpunkte zu verbessern, in erster Linie als indirekte Folge des Konsum- und Investitionsbooms.

In Deutschland haben sich die sektoralen Finanzierungssalden in den neunziger Jahre viel weniger verschoben als in den USA (Abbildung 7). Bis 1996 glich der Rückgang des Sparens der Haushalte jenen des Finanzierungsdefizits der Unternehmen annähernd aus, die Salden des Auslands und des Staates blieben etwa konstant. Das Budgetdefizit verringert sich erst zwischen 1996 und 2000 um 2,2 BIP-Prozentpunkte; im gleichen Zeitraum erhöhte sich das Defizit des Unternehmenssektors als Folge etwas stärkere Investitionstätigkeit, was in saldenmechanischer Betrachtung die Budgetverbesserung erleichterte.

⁵ Im folgenden wird vereinfachend angenommen, dass das Sparen der Haushalte ihrem Finanzierungsüberschuss entspricht und der Leistungsbilanzsaldo des Auslands seinem Defizit bzw. Überschuss (= Überschuss bzw. Defizit der Leistungsbilanz des betrachteten Landes).

8. Zusammenfassender Befund

Ein makroökonomischer Befund ergibt fünf Hauptursachen für die höhere Wirtschaftsdynamik der USA in den neunziger Jahren im Vergleich zu Deutschland (bzw. zu Europa im allgemeinen):

- Die Fiskalpolitik der USA stützte die Kaufkraft der einkommensschwachen Schichten mit hoher Konsumneigung und erhöhte das Steueraufkommen primär auf Kosten der Bestverdiener. Die Sparpolitik in Deutschland (und den meisten EU-Ländern) dämpfte hingegen das Wachstum der Sozialausgaben und damit auch die Kaufkraft jener Schichten mit überdurchschnittlicher Konsumquote (gleichzeitig wurden die Steuersätze für Unternehmen sowie für die best verdienenden Haushalte in vielen EU-Ländern gesenkt).
- Die Geldpolitik der USA orientierte sich nicht nur am Ziel der Geldwertstabilität, sondern berücksichtigte in höherem Maß als die Bundesbank bzw. die EZB auch das Wachstum von Produktion und Beschäftigung.
- Sowohl die Zinspolitik als auch die Geldpolitik wurden in den USA in viel höherem Maß als Instrumente einer aktiven Konjunkturpolitik eingesetzt als in Deutschland (bzw. in der EU); insbesondere während und nach der jeweiligen Rezession (1990/91 bzw. 1992/93) wurden die Leitzinsen in den USA auf viel niedrigerem und das Budgetdefizit auf viel höherem Niveau gehalten als etwa in Deutschland. Erst in dem Maß, in dem der Aufschwung durch die Belebung des Konsums und insbesondere der Investitionen an Eigendynamik gewann, wurde in den USA der expansive Kurs der Wirtschaftspolitik schrittweise zurückgenommen. In Deutschland gelang es hingegen nicht zuletzt wegen der konjunkturpolitischen Abstinenz nicht, einen durch die Dynamik der Binnennachfrage „selbsttragenden“ Aufschwung herbeizuführen.
- Die boomenden Aktienkurse stimulierten die Konsumnachfrage in den USA viel stärker als in Europa, in erster Linie wegen der relativ breiten Streuung des Aktienbesitzes in den USA sowie wegen der im Vergleich zu Europa größeren Bedeutung der Pensionsfonds.

- Die ausgeprägte Unterbewertung des Dollar und die entsprechende Überbewertung des ECU bzw. Euro (gemessen an der Kaufkraftparität international gehandelter Güter und Dienstleistungen) stimulierten die Exportdynamik der USA und dämpften jene der EU. Überdies hat auch die Instabilität der EWS-Wechselkurse zwischen 1992 und 1998 die Expansion der Außenwirtschaft der EU-Länder insgesamt beeinträchtigt.

Betrachtet man die wichtigsten Unterschiede in der Wachstumsdynamik zwischen den USA und Deutschland sowie ihre Hauptursachen in ihrer Gesamtheit, so ergibt sich folgendes Bild. Die Wirtschaftspolitik der USA folgte in den neunziger Jahren in hohem Maß Grundsätzen des (Lehrbuch)Keynesianismus und weist deshalb in vielen Punkten Ähnlichkeiten mit jenen Konzepten auf, welche die europäische Wirtschaftspolitik bis in die siebziger Jahre prägten. Die Abkehr der amerikanischen Wirtschaftspolitik von den in den achtziger Jahren dominanten monetaristischen Konzepten war im wesentlichen eine Reaktion auf deren negative Folgen für Realwirtschaft und Staatsfinanzen (hohe Realzinsen und ein überbewerteter Dollar hatten in der ersten Hälfte der achtziger Jahre eine nachhaltige Investitionsschwäche und sinkende Exportmarktanteile zur Folge, deshalb nahm insbesondere die Sorge zu, man könnte von der japanischen Wirtschaft überholt werden).

In Deutschland sowie der EU insgesamt wurde die Wirtschaftspolitik in den neunziger Jahren umgekehrt immer stärker von monetaristischen Grundsätzen geprägt. Dies kam insbesondere in den Maastricht-Kriterien, dem Verzicht auf eine aktiv-antizyklische Geld- und Fiskalpolitik, der faktischen Machtverlagerung von den Regierungen zu den Notenbanken bzw. zur Europäischen Zentralbank sowie darin zum Ausdruck, dass deren Politik sich fast ausschließlich auf die Geldwertstabilität konzentriert.

Die „gängigen“ Erklärungen des Wachstumsvorsprungs der USA in den neunziger Jahren sind im Vergleich zu diesem makroökonomischen Befund wenig überzeugend:

- Die Arbeitsmärkte sind in den neunziger Jahren in den USA nicht flexibler geworden, die europäischen aber schon.

- Der Staat hat seine wirtschaftlichen Aktivitäten in den neunziger Jahren in den USA ausgeweitet, in der EU aber eingeschränkt.
- Die Effekte der „New Economy“ auf die gesamtwirtschaftliche Produktivitätsentwicklung der USA sind gering, die Arbeitsproduktivität ist in Deutschland (und den meisten anderen EU-Ländern) rascher gestiegen als in den USA.

9. Ausblick: Aktienboom und Auslandsverschuldung der USA als Destabilisierungspotential

Sowohl der Aktienboom als auch die Entwicklung von Dollarkurs und US-Leistungsbilanz beinhalten ein nicht unerhebliches Destabilisierungspotential für die künftige Wirtschaftsentwicklung.

In den neunziger Jahren stiegen die Aktienkurse in den wichtigsten Industrieländern (mit Ausnahme von Japan) stärker als je zuvor in der Nachkriegszeit. Dies gilt insbesondere für die beiden größten Volkswirtschaften: In den USA wuchs der S&P 500 zwischen 1992 und 1999 um 228,0%, in Deutschland stieg der DAX um 217,4% bzw. der umfassendere CDAX um 145,3% (Abbildung 8).

Gleichzeitig nahm die Diskrepanz zwischen dem Wert des „non-financial corporate business“ zu laufenden Aktienkursen und dem Wert seines Realkapitalstocks bzw. seinem Netto-Gesamtwert (= reale Vermögenswerte minus Netto-Finanzverbindlichkeiten) dramatisch zu. In den USA stieg der Marktwert aller Aktien zwischen 1992 und 1999 um 232,2%, jener des Realkapitals (zu laufenden Wiederbeschaffungspreisen der Gütermärkte) bzw. der Netto-Gesamtwert hingegen nur um 46,9% bzw. um 66,3% (Abbildung 1). In Deutschland nahm der Aktienmarktwert um 184,2% zu, der Wert des Realkapitals bzw. der Netto-Gesamtwert der Unternehmen hingegen nur um 15,0%.⁶

⁶ Der Netto-Gesamtwert zu laufenden Preisen ergibt sich aus einer aggregierten Bilanz aller Aktiengesellschaften; er umfaßt den Realkapitalstock zu Wiederbeschaffungskosten plus sonstige „assets“ wie Grundstücke oder Finanzaktiva, abzüglich der Finanzverbindlichkeiten. Die Daten für die US-Wirtschaft werden von der Fed in ihrer vierteljährlichen Publikation „Flow of Funds Accounts

Die Diskrepanz zwischen dem Unternehmenswert auf Basis der Aktienkurse und auf Basis von Bilanzdaten deutet auf eine Überbewertung der Aktienkurse hin. Zwar kann der Unternehmenswert als Summe der diskontierten künftigen Gewinne stärker steigen als in den Bilanzdaten zum Ausdruck kommt (nicht zuletzt weil letztere das Humankapital nicht erfassen), doch dürfte dadurch das Ausmaß und die Beschleunigung der Aktienkurssteigerungen in den USA und Deutschland nicht hinreichend erklärt werden.⁷

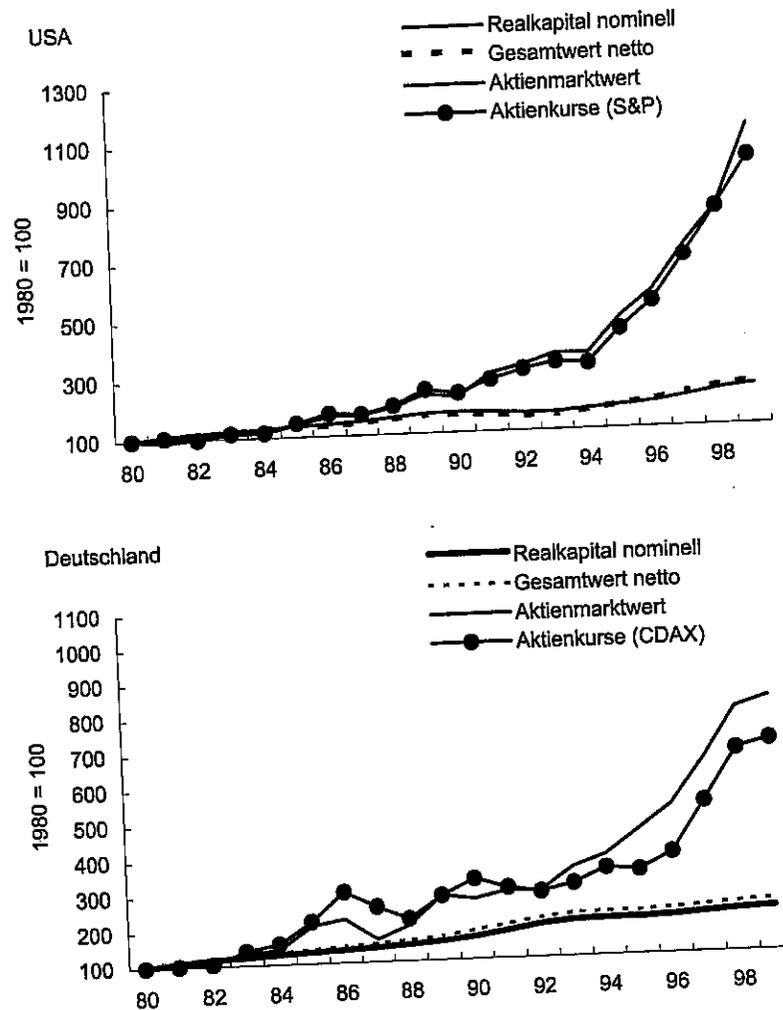
Auch die auf historischem Höchststand liegenden Kurs-Gewinn-Relationen deuten auf eine Überbewertung der Aktien hin. Lag diese Relation im Durchschnitt der Jahre 1980 bis 1999 in den USA bei 15,6 und in Deutschland bei 16,5, so betrug sie 1999 29,5 bzw. 20,1 (IMF, 2000, p. 82). Aus diesem Grund liegen die Dividendenrenditen (ausgeschütteter Gewinn je Aktie relativ zu ihrem Kurswert) auf extrem niedrigem Niveau: 1999 betragen sie im Durchschnitt in den USA 1,2% und in Deutschland 1,5% (IMF, 2000, p. 82). Damit unter diesen Bedingungen die Renditeansprüche der Anleger erfüllt werden können (einschließlich einer mit dem Grad der Überbewertung steigenden Risikoprämie), müssen die Aktienkurse weiter zunehmen, wodurch sich wiederum ihre Überbewertung und damit auch die Wahrscheinlichkeit einer „Korrektur“ erhöht.

of the United States“ laufend veröffentlicht und können auch von ihrer Webseite heruntergeladen werden (<http://www.bog.frb.fed.us/releases/Z1/Current>).

Für Deutschland stammen die Daten über den Aktienmarktwert sowie die Netto-Finanzverbindlichkeiten aus der Geldvermögensrechnung der Bundesbank, jene über den Realkapitalstock zu laufenden Wiederbeschaffungspreisen aus der OECD-Datenbank „Stocks and Flows of Fixed Capital“. Da zwei verschiedene Quellen verwendet werden, ist die Berechnung des Netto-Gesamtwerts der Aktiengesellschaften statistisch weniger gut gesichert als im Fall der USA (seine zeitliche Entwicklung dürfte davon aber nur unwesentlich verzerrt sein).

⁷ Das fundamentale Gleichgewicht von Aktienkursen ergibt sich als Gegenwartswert aller für die Zukunft erwarteten Gewinne; es läßt sich deshalb empirisch nicht quantifizieren, weil die Erwartungen über die langfristige Entwicklung der Gewinne der Aktiengesellschaften und über den Zinssatz als Diskontierungsfaktor nicht meßbar sind.

Abbildung 8: Wert der Aktiengesellschaften



Quelle: OECD, Fed, Deutsche Bundesbank, WIFO.

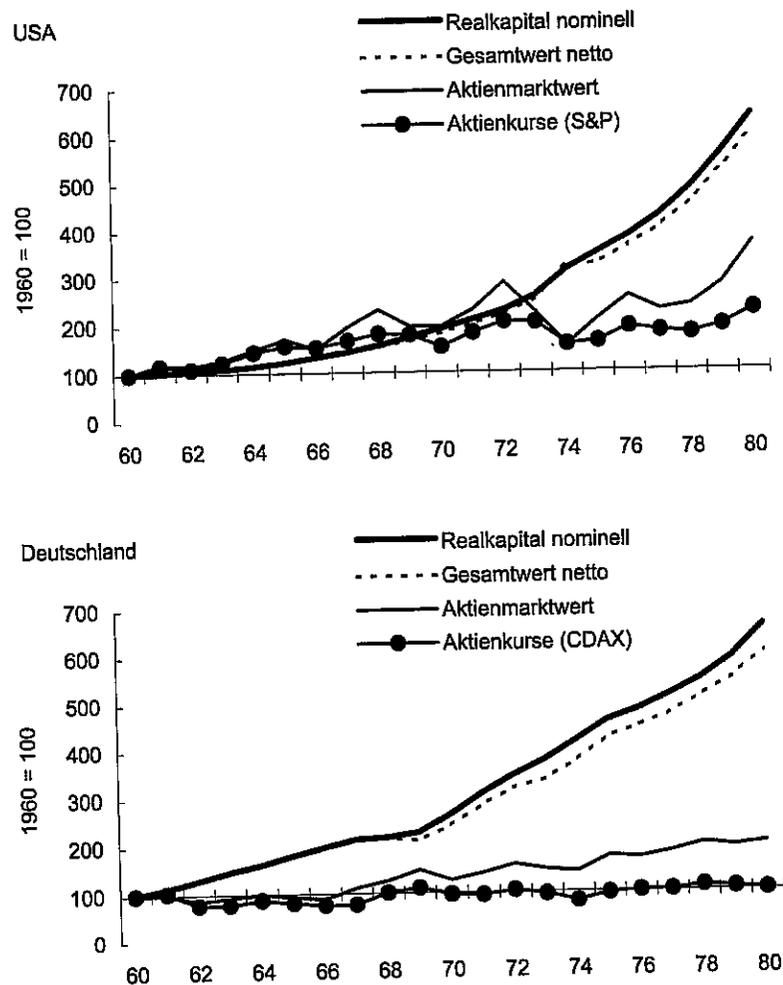
Ein ausgeprägter Kursrückgangs als Folge des Aktienbooms scheint auch deshalb wahrscheinlich, weil die Erfahrungen der letzten 4 Jahrzehnte zeigen, dass Aktienkurse im Vergleich zur Dynamik der Realkapitalbildung entweder zu langsam oder zu rasch zunehmen (Abbildung 9). So stiegen die Aktienkurse in jener Phase (1960/72), in der Realkapitalbildung und Gesamtproduktion besonders stark expandierten, viel schwächer als in der Periode 1980/99, in der das Wirtschaftswachstum vergleichsweise gering ausfiel.

Dementsprechend ergab sich in den sechziger Jahren eine im Vergleich zu den achtziger und neunziger Jahren umgekehrte Diskrepanz zwischen der Unternehmensbewertung zu Aktienkursen und zu Gütermarktpreisen. So stieg in Deutschland der Wert des Realkapitalstocks bzw. der Netto-Gesamtwert der Kapitalgesellschaften zwischen 1960 und 1972 um 244,0% bzw. um 216,9%, und damit viel rascher als ihr Aktienmarktwert (+58,0%). Dieser hatte wiederum merklich rascher zugenommen als die – stagnierenden – Aktienkurse (gemessen am umfassenden CDAX): offensichtlich wurden in der wachstumsstarken Phase Aktienemissionen in hohem Maß zur (Außen)Finanzierung der Unternehmen getätigt (was auch zum relativ schwachen Anstieg der Aktienkurse beigetragen haben könnte), in der Phase seit 1980 dürften sich hingegen Emissionen und Rückkäufe von Aktien in hohem Maß kompensiert haben (die Wachstumsdifferenz zwischen Aktienmarktwert und Aktienkursen war 1980/99 viel kleiner als 1980/99 – vergleiche Abbildungen 8 und 9).

In den USA entwickelten sich der Wert des Realkapitals bzw. der Netto-Gesamtwert der Kapitalgesellschaften zwischen 1960 und 1972 annähernd gleichschrittig zum Aktienmarktwert, im Gegensatz zu den achtziger und insbesondere den neunziger Jahren. Auch stiegen die Aktienkurse 1960/72 etwas langsamer als der Aktienmarktwert, die Finanzierungsfunktion des Aktienmarkts hat also auch in den USA in dieser Phase eine größere Rolle gespielt als in der Periode seit 1980 (Abbildung 9).

Aus diesen Gründen scheint eine „Korrektur“ des Aktienkursniveaus in den USA in den kommenden Jahren wahrscheinlich, wenn auch Zeitpunkt, Ausmaß und Dauer eines Rückgangs der Aktienkurse nicht prognostiziert werden können.

Abbildung 9: Wert der Aktiengesellschaften



Quelle: OECD, Fed, Deutsche Bundesbank, WIFO.

Den zweiten Problembereich für die künftige Wirtschaftsentwicklung bildet der enorme Anstieg der Auslandsverschuldung der USA, ihre Netto-Finanzverbindlichkeiten werden 1999 2.000 Mrd. \$ übersteigen (Abbildung 10). Trotz einer ausgeprägten Unterbewertung des Dollars und starker Gewinne von Exportmarktanteilen wuchsen die Gesamtimporte der USA seit 1990 nahezu permanent rascher als ihre Exporte, das Leistungsbilanzdefizit wird 1999 mehr als 300 Mrd. \$ betragen.

Für diese Entwicklung waren im wesentlichen drei Gründe bestimmend: erstens wuchs die Binnennachfrage der USA wesentlich rascher als jene der übrigen Industrieländer, zweitens dürfte ein steigender Teil der US-Importe auf teure (Luxus)Konsumgüter entfallen, die von den oberen Einkommensschichten nachgefragt werden (weitgehend unabhängig von ihrem Preis), und drittens können die USA als Leitwährungsland ihr Leistungsbilanzdefizit durch Schuldtitel in eigener Währung finanzieren. Da dieses somit auch institutionell bedingt ist, nämlich durch die Doppelrolle des Dollar als nationale Währung der USA und als Weltwährung (Schulmeister, 2000A), wird es in den nächsten Jahren bestehen bleiben und die Auslandsschuld der USA immer weiter steigen lassen. Dies könnte das Vertrauen in die Stabilität des Dollars unterminieren und seinen Wechselkurs wieder deutlich sinken lassen.

Folgendes Szenario einer „Korrektur“ der Überbewertung der Aktien und der Auslandsverschuldung der USA scheint plausibel: Ein starker und nachhaltiger Rückgang der Aktienkurse führt insbesondere in den USA zu einer ausgeprägten Dämpfung von Konsum und Investitionen; letztere werden davon besonders dann stark betroffen sein, wenn das Niveau der Aktienkurse zum Bilanzstichtag (zumeist das Jahresende) markant unter dem Vorjahrsniveau liegt. Denn auf Grund der US-amerikanischen Bilanzvorschriften sind die unternehmerischen Aktiva zu jeweiligen Marktpreisen zu bewerten (im Gegensatz etwa zu Deutschland), ein Rückgang des Bilanzwerts der Unternehmen mindert wiederum ihre Kreditwürdigkeit und erhöht so die Fremdfinanzierungskosten.

Die US-Notenbank wird auf eine deutliche Verschlechterung der Konjunktur mit ausgeprägten Zinssenkungen reagieren, welche gemeinsam mit dem hohen Leistungsbilanzdefizit und der exorbitanten

Auslandsverschuldung der USA einen „Stimmungswechsel“ am Devisenmarkt und damit eine starke Dollarabwertung nach sich zieht.

Die entsprechende Euroaufwertung wird die Exporte der EU deutlich dämpfen; stellen diese dann noch immer den wichtigsten „Wachstumsmotor“ dar (ist also die Binnenkonjunktur noch nicht „selbsttragend“ geworden), so dürfte auch die Gesamtwirtschaft markant in Mitleidenschaft gezogen werden.

Reagiert die Wirtschaftspolitik auf den Wachstumseinbruch ähnlich wie in den neunziger Jahren, so werden ihn die USA rascher überwinden als die EU. Denn in diesem Fall würde die US-Wirtschaft nicht nur durch die Zinspolitik, sondern auch durch die Fiskalpolitik kräftige Impulse erhalten, und überdies vom neuerlich „weichen“ Dollar profitieren. Die Wirtschaft in der EU bzw. der Eurozone kann jedoch als Folge des monetaristischen Kurses der EZB sowie des „Korsetts“ der Maastricht-Kriterien keine vergleichbaren zins- und fiskalpolitischen Impulse erwarten, auch wird sie vom neuerlich „harten“ Euro zusätzlich gedämpft.

Literatur

- Aiginger, K., et al, Innovation and Productivity of European Manufacturing, European Commission, DG Enterprise, Bruswels, 2001.
- Gordon, R., J., Does the „New Economy“ Measure up to the Great Inventions of the Past?, NBER Working Paper 7833, 2000.
- International Monetary Fund, World Economic Outlook – Asset Prices and the Business Cycle, Washington, D.C., May 2000.
- Moulton, B. R., Parker, R. P., Seskin, E. P., „A Preview of the 1999 Comprehensive Revision of the National Income and Product Accounts – Definitional and Classificational Changes“, Survey of Current Business, August 1999.
- Moulton, B. R., Seskin, E. P., „A Preview of the 1999 Comprehensive Revision of the National Income and Product Accounts – Statistical Changes“, Survey of Current Business, October 1999.
- OECD, Economic Survey 1992-1993: United States, Paris, 1993.
- Schulmeister St., Zinssatz, Investitionsdynamik, Wachstumsrate und Staatsverschuldung, WIFO, Wien, 1996.

- Schulmeister St., „Finanzmarkturbulenzen beeinträchtigen internationale Wachstumsdynamik“, WIFO-Monatsberichte, 1998, 71(12).
- Schulmeister, St. (2000A), „Globalization without global money: the double role of the dollar as national currency and as world currency“, Journal of Post Keynesian Economics, 2000, 22(3).
- Schulmeister, St. (2000B), „Kaufkraftparitäten des Dollar und des Euro“, WIFO-Monatsberichte, 2000, 73(8).
- Zarnowitz, V., The Old and the New in U.S. Economic Expansion of the 1990s, NBER Working Paper 7721, 2000.