

# USA – Expansive Geld- und Finanzpolitik ebnet den Weg für kräftigen Aufschwung

Die Wirtschaftsentwicklung ist seit 2002 aufwärts gerichtet. 2003 beschleunigte sich das Wachstum, stimuliert durch die Geld- und Finanzpolitik sowie die Abwertung des US-Dollar. Im Wahljahr 2004 wird das Bruttoinlandsprodukt kräftig zunehmen. Auch die Preise steigen dann wieder stärker bei zunächst geringfügigen Leitzinsanhebungen der Notenbank, und auf dem Arbeitsmarkt verbessert sich die Lage. Sowohl Haushalts- als auch Leistungsbilanzdefizit werden 2003 und 2004 ausgeweitet.

## Politisches Umfeld

Nachdem George Walker Bush mit hauchdünner Mehrheit und per Gerichtsentscheid zum Sieger der Präsidentschaftswahlen im Jahr 2000 erklärt wurde, errang die Republikanische Partei bei den Zwischenwahlen zum Repräsentantenhaus und zum Senat einen deutlichen Stimmenzuwachs und hält in beiden Kammern seitdem die Mehrheit. Dadurch ist eine in den USA eher seltene Machtposition der Regierungspartei entstanden, die die Durchsetzung ihrer politischen Agenda im legislativen Prozess vielfach erleichtert. Im kommenden Jahr stehen in den USA sowohl Präsidentschaftswahlen als auch erneut Wahlen zum Kongress an. Schon früh im Jahr beginnt der Wahlkampf, da die Parteien in den einzelnen Staaten so genannte Primaries abhalten, bevor sie im Sommer auf den großen Parteikongressen ihre Spitzenkandidaten nominieren. Vor diesem Hintergrund kommt der sich im Jahr 2003 herauskristallisierende kräftige Aufschwung der Regierung sehr entgegen – und die Chancen für eine zweite Amtsperiode von George W. Bush stehen nicht schlecht. Von finanzpolitischer Seite hat die Regierung durch umfassende Steuersenkungen und ein deutliches Wachstum der öffentlichen Ausgaben das ihr Mögliche zur Unterstützung der Konjunktur beigetragen. Viele der steuerlichen Entlastungsmaßnahmen sind zudem zeitlich so dosiert, dass just im Wahljahr ein Maximum an konjunktureller Stimulanz erfolgt.

Anfänglich konzentrierte sich das politische Programm von Präsident Bush vorwiegend auf die Innenpolitik. Schwerpunkte lagen auf Steuersenkungen, höhere Ausgaben für die Landesverteidigung sowie die bessere Nutzung der ein-

heimischen natürlichen Ressourcen. Die Sozialpolitik sollte nach dem Prinzip des »compassionate conservatism« ausgerichtet sein. Demnach wird sozialpolitische Verantwortung weniger vom Staat wahrgenommen. Vielmehr sollen privat organisierte Gruppen, vor allem religiöse Gemeinschaften, noch stärker als ohnehin schon durch ihr soziales Engagement und ihre Charity-Philosophie für den sozialen Frieden Sorge tragen. Die Terroranschläge vom 11. September 2001 brachten eine außenpolitisch dominierte Neuausrichtung der Politik mit sich. Zumindest in der internationalen Wahrnehmung wird die politische Tagesordnung seitdem vom »Krieg gegen den Terrorismus« bestimmt, begonnen mit den Konflikten in Afghanistan, Nordkorea und letztlich im Irak. Die USA haben dabei eine komplizierte Gratwanderung zu bewältigen. Einerseits sind sie die einzige verbliebene Supermacht, welche auch tatsächlich über die Ressourcen verfügt, um ein weltweiter sicherheitspolitischer Garant zu sein. Andererseits bringt eine derart prominente Rolle auch die Gefahr mit sich, von den anderen Ländern als Hegemon wahrgenommen zu werden, welcher die für alle Länder wichtige sicherheitspolitische Funktion allzu stark mit nationalen wirtschaftlichen Interessen verknüpft. Problemfelder, die sich dabei jenseits von den militärischen Krisenherden auftun und die möglicherweise zu Belastungen für die internationale Kooperation und Arbeitsteilung werden könnten, sind die nach wie vor ablehnende Haltung gegenüber den internationalen Vereinbarungen zum Klimaschutz und die sich jüngst zuspitzenden Handelskonflikte mit der EU und China, bei denen entgegen der Spielregeln der WTO zum Schutz einheimischer Industrien protektionistische Maßnahmen ergriffen worden sind.

**Wirtschaftsentwicklung 2002****Weltwirtschaftliche Rahmendaten**

Die weltwirtschaftlichen Rahmendaten stellten sich für die USA im Jahre 2002 folgendermaßen dar (vgl. auch Tab. 1): Nach dem starken Einbruch in den meisten Industrieländern im Vorjahr konnte sich das Wachstum der Produktion weltweit wieder etwas beschleunigen. Von den wichtigsten Handelspartnern war im Wesentlichen jedoch nur in Kanada und China eine größere Dynamik zu verzeichnen. Kanada litt aufgrund seines relativ starken Automobilssektors zunächst nur geringfügig unter der globalen Rezession der IT-Branche, während sich in China der Aufholprozess mit kräftigem Wachstum fortsetzte. Demgegenüber schwächte sich in Japan und der Europäischen Union die gesamtwirtschaftliche Aktivität weiter ab, während das konjunkturell sehr von den USA abhängige Mexiko nur langsam aus der Rezession kam. Auch die Expansion des Welthandels fiel mit einer Rate von rund  $3\frac{3}{4}\%$  relativ bescheiden aus, nicht zuletzt auch dadurch, dass die USA selbst einen Anteil von ca. 15% beisteuern und im internationalen Vergleich eher als Impulsgeber für die Entwicklungen des Welthandels eingestuft werden können (vgl. Kasten 1). Der Rohölpreis blieb mit rund 25 US-Dollar je Fass im langfristigen Vergleich relativ hoch. Im Jahresdurchschnitt erhöhte er sich aber nur geringfügig. Beim Wechselkurs kam es lediglich zu relativ leichten Verschiebungen. Der Dollar wertete gegenüber dem Euro um rund 5% ab und gegenüber dem Yen um gut 3% auf.

Nach kurzer Abschwungphase als Folge der weltweiten Rezession im IT-Bereich und der Verunsicherung durch die Anschläge vom 11. September kam es im Jahr 2002 bereits wieder zu einer spürbaren Erholung der US-Wirtschaft. Das amerikanische **Bruttoinlandsprodukt** legte mit + 2,4% wie-

der deutlich zu. Getragen war die Entwicklung von dem durch kräftige Steuersenkungen angeheizten privaten Konsum, vom privaten Wohnungsbau sowie von einer kräftigen Ausweitung der öffentlichen Konsum- und Investitionsausgaben. Förderlich für diese Entwicklungen war das Zusammenwirken von expansiver Geld- und Finanzpolitik. Die markanten Leitzinssenkungen des Federal Reserve Board im Jahr 2001 – um 475 Basispunkte auf 1,75% – wirkten auch 2002 noch stimulierend. Im November 2002 wurden die Federal Funds Rate abermals um 50 Basispunkte gesenkt. Damit lagen die kurzfristigen Realzinsen – Geldmarktzinsen deflationiert mit der Kerninflationsrate – bei nahezu null.

Von finanzpolitischer Seite wurde zum einen die im Wahlkampf versprochene und im Jahr 2001 begonnene stufenweise Senkung der Einkommensteuer fortgesetzt.<sup>1</sup> Zum anderen wurde zur Abfederung der Nachwirkungen der Anschläge vom 11. September ein Konjunkturpaket verabschiedet<sup>2</sup>, das starke Investitionsanreize setzte. Die Ausweitung der Staatsausgaben stand auch unter dem Einfluss erhöhter Aufwendung für den »Krieg gegen den Terrorismus«, für die im Rahmen eines Nachtragshaushaltes zusätzlich gut 27 Mrd. US-Dollar bereitgestellt wurden.

Die **privaten Konsumausgaben** – die einen Anteil von 70% des amerikanischen Bruttoinlandsproduktes ausmachen – wurden vor allem durch steuerliche Maßnahmen stark ange-regt. Die Entlastungen sorgten dafür, dass die verfügbaren Einkommen gegenüber dem Vorjahr um rund 6% anstiegen. Zwar kam es auch zu einer leichten Erhöhung der Sparquote. Dem standen aber noch weitere Faktoren, die den Konsum begünstigten, gegenüber. So boten die Automobilhersteller offensiv Finanzierungen zu 0% Zinsen an. Ferner beflügelte das historisch niedrige Zinsniveau die Immobilien-nachfrage, was wiederum zu einem Anstieg der Hauspreise um 16% seit Ende 2000 führte und damit auch zur Erholung des durch Verluste am Aktienmarkt geschmälernten Vermögens der privaten Haushalte beitrug. Die niedrigen Zinsen eröffneten vielen Kreditnehmer zudem die Möglichkeit, ihre Verbindlichkeiten günstiger umzuschulden. Der realisierte Vermögenszuwachs stand ihnen somit direkt für zusätzli-

**Tab. 1****Die weltwirtschaftlichen Rahmendaten<sup>1)</sup>**

|  | 2002           | 2003           | 2004        |
|--|----------------|----------------|-------------|
| BIP Wachstum wichtiger Handelspartner        |                |                |             |
| Europäische Union                            | 1,0            | 0,8            | 2,0         |
| Kanada                                       | 3,3            | 1,8            | 2,5         |
| Japan  | 0,2            | 2,7            | 1,9         |
| Mexiko                                       | 0,7            | 1,5            | 3,3         |
| China  | 8,0            | 8,5            | 8,7         |
| Wechselkurse                                 |                |                |             |
| US-Dollar / Euro                             | 0,94           | 1,13           | 1,18 – 1,22 |
| Yen / US-Dollar                              | 125            | 117            | 100         |
| Realer Außenwert des Dollar <sup>1)</sup>    | 0,1            | - 5,5          | - 8,0       |
| Erdölpreis in US-Dollar/Barrel <sup>2)</sup> | 25,0           | 30             | 26 – 28     |
| Welthandelsvolumen                           | $3\frac{3}{4}$ | $4\frac{1}{2}$ | 8           |

<sup>1)</sup> Bis auf Wechselkurse und Erdölpreis prozentuale Veränderung gegenüber Vorjahr. –

<sup>2)</sup> Durchschnitt von Brent, Dubai und West Texas Intermediate Spot Preisen. – 2003 und 2004 Prognosen des ifo Instituts.

<sup>1</sup> Der *Economic Growth and Taxpayer Relief Reconciliation Act* wurde im Juni 2001 verabschiedet und enthält eine breit angelegte Absenkung der Grenzbesteuerung, die über einen Zeitraum von mehreren Jahren eingeführt wird. Die geschätzten Entlastungen betragen im Kalenderjahr 2001 rund 56 Mrd. US-Dollar und im Jahr 2002 78 Mrd. US-Dollar (vgl. Council of Economic Advisors 2003).

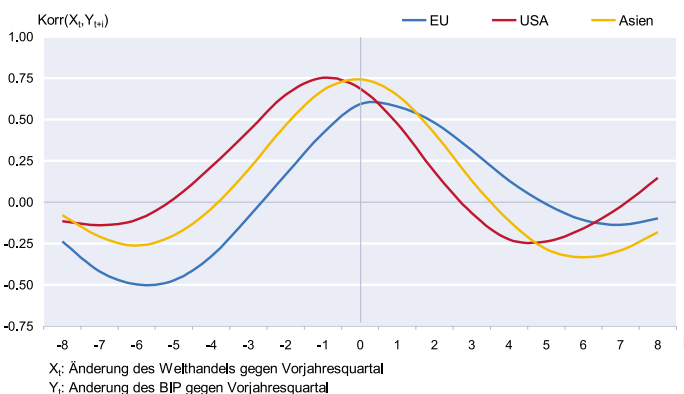
<sup>2</sup> Die steuerlichen Entlastungen des *Job Creation and Worker Assistance Act* belaufen sich für die Unternehmen auf schätzungsweise 43 Mrd. US-Dollar im Jahr 2002 und auf 39 bzw. 25 Mrd. US-Dollar in den beiden Folgejahren (vgl. Congressional Budget Office 2002).

**Kasten 1**  
**Zusammenhang zwischen dem Welthandel und der Konjunktur in den USA, Asien und Europa**

Die Abbildung zeigt die Kreuzkorrelationen zwischen dem Bruttoinlandsprodukt in den USA, Europa und Asien<sup>9)</sup> und dem Welthandelsvolumen. Mit Hilfe der Kreuzkorrelationsfunktion lässt sich zum einen beurteilen, ob die Produktionsleistung in den drei Regionen ein Vor-, Nach- oder Gleichläufer des Welthandels ist. Zum anderen kann man anhand der Höhe der Funktionswerte die Stärke des Zusammenhangs zwischen Konjunktur und Welthandel für die drei Regionen vergleichen. Zur Berechnung der Funktionswerte wurden die Veränderungen der Variablen gegenüber dem Vorjahresquartal im Zeitraum 1993:1 bis 2003:2 zugrunde gelegt. Im Fall z.B. der USA gibt die Kreuzkorrelation zum Zeitpunkt  $t+i$  an, wie stark der Zusammenhang zwischen dem Wachstum des Welthandelsvolumens zum Zeitpunkt  $t$  und dem des amerikanischen Bruttoinlandsprodukts zum Zeitpunkt  $t+i$  ist. In der Abbildung lässt sich erkennen, dass der Welthandelszuwachs die stärkste Korrelation mit dem amerikanischen Wirtschaftswachstum im Vorquartal ( $i = -1$ ) aufweist. Mithin kann die US-Produktion als Vorläufer der Entwicklung des Welthandels angesehen werden. Demgegenüber befindet sich der Konjunktur in Europa und Asien eher im Gleichlauf mit dem Welthandel, da hier der höchste Korrelationswert zwischen Wachstum von Welthandelsvolumen und Bruttoinlandsprodukt zum gleichen Zeitpunkt ( $i = 0$ ) erreicht wird. Aus dem langsameren Abfallen der Kreuzkorrelationsfunktion für die EU nach rechts lässt sich ableiten, dass Änderungen des Welthandels einen relativ starken Zusammenhang auch noch mit dem Zuwachs der inländischen Produktion in den Folgequartalen aufweisen. Also hat der Welthandel einen nachhaltigeren Einfluss auf die europäische Konjunktur als in den anderen Regionen. Letztlich deutet die Höhe der Maximalwerte darauf hin, dass die Konjunktur in den USA und in Asien etwas stärker mit der Entwicklung des Welthandels in Verbindung steht als die europäische Konjunktur.

<sup>9)</sup> Für das Bruttoinlandsprodukt von Asien wurde näherungsweise der Klimaindikator für die gegenwärtige Wirtschaftslage aus dem World Economic Survey (WES) verwendet. Siehe dazu CESifo (2003).

**Zusammenhang zwischen dem Welthandel und der Konjunktur in den USA, Asien und Europa**



che Ausgaben zur Verfügung. Insgesamt resultierte aus den kräftigen finanz- und geldpolitischen Impulsen eine Ausweitung des privaten Verbrauchs gegenüber dem Vorjahr um 3,1%. Die staatlichen Konsumausgaben wurden im Zuge des »Kriegs gegen den Terrorismus« um 4,4% und damit ebenfalls deutlich stärker erhöht. Als Folge schloss der Bundeshaushalt im September 2002 mit einem Defizit in Höhe von 1,5% und einem Schuldenstand von rund 60% – jeweils im Verhältnis zum BIP – ab.

Die Bruttoanlageinvestitionen wurden dagegen um 1,8% zurückgefahren, wohinter sich jedoch eine recht heteroge-

ne Entwicklung der einzelnen Komponenten verbirgt. So nahmen die privaten Bauinvestitionen stimuliert von den niedrigen Hypothekenzinsen kräftig zu. Der feste Zinssatz für 30-jährige Finanzierungen lag Ende 2002 bei lediglich 5,9%; so niedrig wie seit 1965 nicht mehr. Auch die staatlichen Investitionen wurden weiter kräftig ausgeweitet. Stark rückläufig waren vor allem die gewerblichen Investitionen, die angesichts des bestehenden Kapazitätsüberhangs um – 5,7% eingeschränkt wurden. Hier schlug insbesondere der starke Einbruch bei den gewerblichen Bauten zu Buche. Ein erster Lichtblick zeigte sich bei den Ausrüstungen und Software, die sich schon seit dem Frühjahr wieder belebten. Dazu dürfte auch der *Job Creation and Worker Assistance Act* beigetragen haben, der den Unternehmen bis zum 11. September 2004 erlaubt, 30% ihrer Neuinvestitionen steuerlich geltend zu machen. Die Investitionstätigkeit beschleunigte sich in diesem Segment zum Jahresende weiter und gab in Verbindung mit dem eingesetzten Aufstocken der Lager sowie wieder steigenden Unternehmensgewinnen schon ein erstes Signal für den dann beginnenden Aufschwung auf breiter Basis.

Die Handels- und Dienstleistungsbilanz wies erneut einen Negativsaldo auf, der aus einem Rückgang der Exporte um 1,5% und einer Zunahme der Importe um 3,7% resultierte. Bei nahezu unveränderter preislicher Wettbewerbsfähigkeit stand diese Entwicklung unter dem maßgeblichen Einfluss des schwachen Wachstums der Handelspartner. Die Entlastungswirkung für das seit längerem bestehende Handelsbilanzdefizit war auch deswegen nur marginal, weil die Einkommenselastizität der Nachfrage nach amerikanischen Ausfuhrgütern relativ klein ist.<sup>3</sup> Auch die Leistungsbilanz war nunmehr

im elften Jahr in Folge defizitär; der Negativsaldo betrug in Relation zum Bruttoinlandsprodukt 4,6%, und die Nettoauslandsverschuldung (zu Marktpreisen) stieg damit auf rund 25% des Bruttoinlandsprodukts.

Seit dem Jahr 2001 ging die moderate gesamtwirtschaftliche Entwicklung mit erheblichen Produktivitätsfortschritten einher, die weitaus größer sind als während der langanhaltenden Boomphase von 1995 bis 2000. Bei schwacher

<sup>3</sup> In einer neueren ökonomischen Studie schätzen Hooper, Johnson und Marquez (1998) für die Einkommenselastizität der US-Exporte einen Wert von 0,8 und für die der Importe 1,8 (vgl. ebenda, S. 7).

Nachfrage resultierte daraus eine deutliche Verschlechterung der Situation am Arbeitsmarkt, was die **Arbeitslosenquote** zum Jahresende auf 5,9% ansteigen ließ. In Verbindung mit einer zurückhaltenden Lohnentwicklung kam es infolgedessen zu einer spürbaren Entlastung der Unternehmen bei den Lohnstückkosten. Dies nahm Druck von den **Verbraucherpreisen**, die sich lediglich um 1,6% erhöhten. Somit konnte die Inflationsrate von 3,4% im Jahr 2000 recht rasch abgebremst werden. Bemerkenswerterweise blieb die Kerninflationsrate (ohne Nahrungsmittel und Energie) mit 2,4% deutlich höher, was auf den kräftigen Rückgang der Gas- und Brennstoffpreise zurückzuführen ist. Dieser fand offenbar unabhängig von den nahezu stagnierenden Rohölpreisen, aufgrund von Nachfrage- und Vorratsschwankungen statt.

### Wirtschaftspolitik

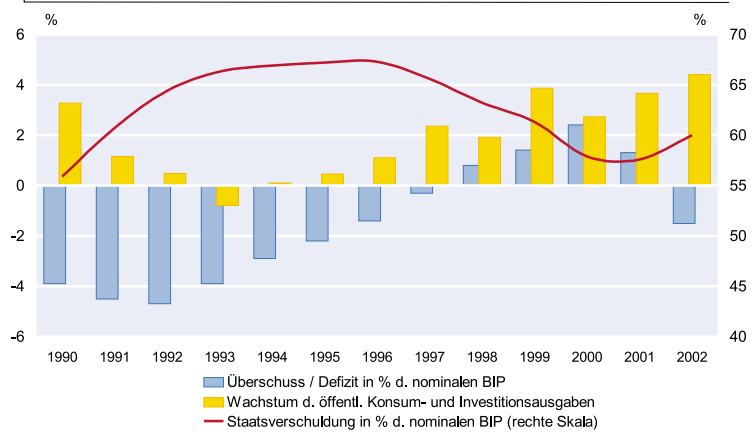
Aus konjunktureller Sicht kann die Wirtschaftspolitik im Prognosezeitraum insgesamt als sehr expansiv eingestuft werden. Öffentliche Ausgaben und Steuersenkungen geben sowohl 2003 aber auch noch 2004 kräftige Impulse. Die Geldpolitik dürfte auf Preisauftriebtendenzen im Jahre 2004 mit Leitzinserhöhungen in kleinen Schritten reagieren, die infolge der Wirkungsverzögerungen zunächst aber noch ohne merklichen Einfluss auf die Entwicklung von Produktion und Preisen bleiben. Aus ordnungspolitischer Sicht sind insbesondere Maßnahmen der Finanzmarktregulierung und der Handelspolitik hervorzuheben. Durch neue Gesetze zur Finanzmarktregulierung (Sarbanes-Oxley Act) konnte ein wichtiger Schritt zur Wiedergewinnung des Vertrauens in die Funktionsweise der Finanzmärkte gemacht werden. Neuerlich aufgedeckte Gesetzesvergehen erfordern aber mitunter eine erneute Regulierungsinitiative, um die jüngst zu beobachtende merkliche Erholung der Aktienkurse nicht zu beeinträchtigen. Besorgniserregend ist die Einführung handelspolitischer Barrieren, die von der US-Administration offenbar unter dem Einfluss einzelner mächtigen Pressure Groups hochgezogen worden sind. Protektionistische Maßnahmen wie Schutzzölle scheinen keinesfalls dazu geeignet, das Handelsbilanzdefizit der USA nachhaltig zu korrigieren. Sie dürften vielmehr Abwehrmaßnahmen der betroffenen Handelspartner provozieren, wodurch die globalen Wachstumspotentiale aus einem freizügigen Handel in Gefahr geraten.

### Finanzpolitik

Die seit 2001 expansiv ausgelegte Finanzpolitik wird über den gesamten Prognosezeitraum fortgesetzt. Beim Amtsantritt von George W. Bush erbte die Administration einen der ge-

Abb. 1

Kennzahlen amerikanischer Haushaltspolitik, 1990 - 2002



Quelle: Congressional Budget Office; Bureau of Economic Analysis; Berechnungen des ifo Instituts.

sündesten Haushalte der Industrieländer, der gewiß auch aufgrund der außergewöhnlichen Wachstumsperformance in den 1990er Jahren zum Ende des Jahres 2000 einen Überschuss von 2,4% des Bruttoinlandsprodukts aufwies. Seitdem sorgten der anfänglich rezessionsbedingte Steuerausfall, massive Steuersenkungen sowie ein beschleunigtes Ausgabenwachstum für eine Kehrtwendung des Haushaltes zu nunmehr steigenden Defiziten (vgl. Abb. 1).

Zu Beginn des Jahres 2003 stimulierte zunächst der **Nachtragshaushalt** von 79 Mrd. US-Dollar für die Kriegsausgaben und dann im weiteren Verlauf das zum 1. Januar rückwirkend verabschiedete **Steuersenkungspaket Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act** die Konjunktur. Kernelemente des Steuerpakets sind die Reduktion der Doppelbesteuerung von Dividenden und die beschleunigte Abflachung der Progression in der Einkommensbesteuerung aus dem Steuersenkungsprogramm 2001, die im Gegensatz zu den übrigen Maßnahmen nicht nur für einen befristeten Zeitraum beschlossen wurde. Da bereits im Juli die ersten Erstattungen der Einkommenssteuer im Voraus ausbezahlt wurden, summieren sich die Entlastungen noch im Fiskaljahr 2003 (Oktober 2002/September 2003) auf 50 Mrd. US-Dollar. Im Fiskaljahr 2004 steigert sich dann das Entlastungsvolumen durch das zusätzliche Steuersenkungspaket auf gut 135 Mrd. US-Dollar (vgl. Congressional Budget Office 2003). Auch den Unternehmen räumte man weitere Steuererleichterungen ein. So wurden die bis 2004 erlaubten Sofortabschreibungen für Investitionen von vormals 30% auf nun 50% des Investitionsbetrages erhöht, bei gleichzeitiger Erweiterung des Kreises anrechnungsfähiger Investitionsvorhaben. Zudem wird bestimmten Unternehmen gestattet, ihre Steuerpflicht aus 2003 erst ein Jahr später zu begleichen.

Vor allem durch die für den Irak-Krieg erforderlichen Ausgaben erfährt die gegenwärtige Finanzpolitik eine verstärkt diskretionäre Prägung. So wurde im August ein weiterer um-

fangreicher Nachtragshaushalt für die laufenden Kosten der Besetzung des Iraks beantragt, der ein Volumen von 87 Mrd. US-Dollar umfasst. Das Haushaltsjahr schloss im September mit einem Defizit von rund 3,5% des nominalen Bruttoinlandsprodukts ab – das höchste Defizit seit dem Rezessionsjahr 1993, wofür zum einen Einnahmerückgänge um knapp 4% aufgrund der großzügigen Steuererleichterungen und zum anderen Mehrausgaben insbesondere im Verteidigungsbereich (+ 16 nach bereits + 13% im Fiskaljahr 2002) verantwortlich waren. Die Schuldenquote des Staates erhöhte sich damit auf rund 64% im Verhältnis zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

Bedingt durch die Steuerentlastungen und die starke Ausweitung der Kriegs- und Verteidigungsausgaben verschiebt sich der von der Regierung angestrebte Budgetausgleich in immer fernere Zukunft. Der Haushaltsausschuss des Kongresses rechnet nunmehr frühestens im Jahr 2012 mit ausgeglichenen Staatsfinanzen, wobei die Projektion die Wahrscheinlichkeit höherer Ausgaben für Soziales und Gesundheit im Zuge der Verrentung der Baby-Boom-Generation noch unzureichend berücksichtigt. Ferner wird mechanisch unterstellt, dass die befristeten Steuererleichterungen in Zukunft tatsächlich zurückgenommen werden. Ein weiterer Risikofaktor ist die Lage der Bundeshaushalte, die per Verfassung mit Ausnahme des Staates Vermont keine Defizite haben dürfen. Zwar gibt es vereinzelt Möglichkeiten, anfallende Defizite durch buchhalterische Maßnahmen zu verteilen. Letztendlich muss aber entweder der Bundeshaushalt Ausgleichszahlungen leisten, oder die einzelnen Staaten müssen Steuern und Gebühren erhöhen oder sparen. Da die Bundesstaaten durch die Steuererleichterungen, insbesondere die Vergünstigungen für Unternehmen, direkt betroffen sind, wird sich ihre Einnahmensituation weiter ungünstig entwickeln, und es werden auch im Fiskaljahr 2004 Defizite auflaufen. Somit ist in den nächsten Jahren tendenziell mit zusätzlichen Belastungen für den Bundeshaushalt oder einer restriktiver ausgerichteten Finanzpolitik der Bundesstaaten zu rechnen, die den bisher konjunkturell stark förderlichen Impulsen entgegengerichtet sein dürften.

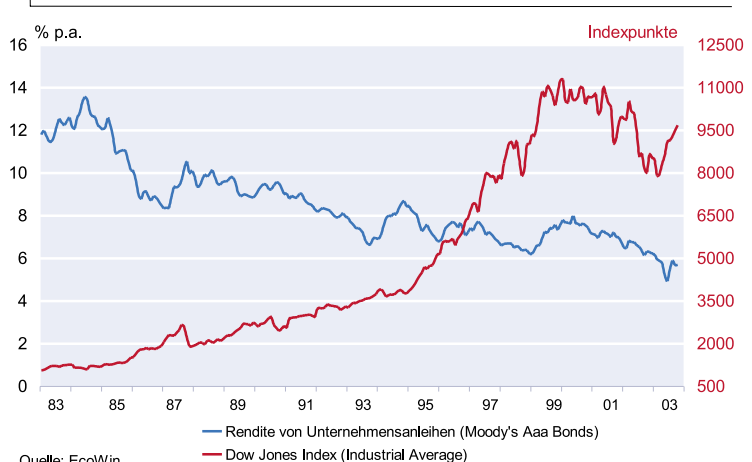
Für das Haushaltsjahr 2004, das am 1. Oktober 2003 begonnen hat, ist unter Einschluss der permanenten Ausgabenprogramme ein Gesamtvolumen von 2,23 Bill. US-Dollar vorgesehen. Damit steigen die Ausgaben gegenüber dem Vorjahr zwar etwas verlangsamt, aber dennoch um gut 4% an. Insbesondere die Ausgaben für Verteidigung und Heimatschutz werden nochmals ausgeweitet. Aber auch für die Bereiche Bildung und Umwelt wird mehr ausgegeben sowie für arbeitsmarktpolitische Maßnahmen. Erwähnenswert ist hier die Verlängerung der Bezugszeiten für Arbeitslosengeld

um fünf Monate. Das größte Projekt, welches mit diesem Haushalt begonnen wird, ist die Reform der Krankenversicherung für Rentner (Medicare); hier vor allem die geplante Erstattung von verschreibungspflichtigen Medikamenten. Für die nächsten zehn Jahre sind in diesem Zusammenhang Mehrausgaben von 400 Mrd. US-Dollar vorgesehen. Die deutliche Zunahme der sozialpolitischen Ausgaben ist nicht zuletzt im Zusammenhang mit den 2004 anstehenden Wahlen zu sehen. Über ihr Leitbild vom »mitfühlendem Konservatismus« hinaus positioniert sich die Bush-Regierung für breitere Wählerschichten und kann damit der von demokratischer Seite vorgebrachten Kritik der Begünstigung von Unternehmen und Besserverdienenden wirksam begegnen. Auf der Einnahmenseite ist ebenfalls ein Zuwachs von gut 4% vorgesehen, wobei die Ausfälle im Zuge der umfangreichen Steuervergünstigungen durch die konjunkturell gute Lage, insbesondere das dadurch steigende Körperschaftsteueraufkommen, kompensiert werden können. Die Folge der diesjährigen Haushaltspolitik wird eine erneute Ausweitung des Defizits des Bundeshaushalts von reichlich über 5% des BIP sein. Die Staatsverschuldung dürfte sich damit auf rund 67% im Verhältnis zum BIP kumulieren.

**Geldpolitik**

Die Geldpolitik blieb im Jahr 2003 weiterhin expansiv ausgerichtet. Im Juni wurde der Zielsatz für die Federal Funds Rate abermals gesenkt. Mit nunmehr 1% liegt der Zinssatz für Tagesgeld auf dem niedrigsten Niveau seit 45 Jahren. Zu Jahresbeginn aufkeimende Deflationssorgen konnte im Jahresverlauf auch dadurch zerstreut werden, dass die Importpreise wieder stärker stiegen und sich das Wachstum des Geldmengenaggregats M3 beschleunigte. Gegenwärtig liegt die Inflationsrate bei den Verbraucherpreisen bei etwas über 2% und damit noch leicht unter dem Durchschnitt von rund 2 1/2% in den vergangenen Jahren. Weitere Zinssenkungen sind damit sehr unwahrscheinlich. Vielmehr steht

**Abb. 2**  
Zinsniveau und Aktienkurse





das Federal Reserve Board (Fed) vor der schwierigen Frage des optimalen Timings für künftige Zinserhöhungen. Bereits im Juli kam es aufgrund der sich aufhellenden Konjunkturperspektiven zu einem deutlichen Anstieg der Kapitalmarktzinsen (vgl. Abb. 2). Da vor allem die Baubranche aber auch die Hersteller langlebiger Konsumgüter bei weiter steigenden Zinsen Schaden nehmen könnten, dürfte die Notenbank ihre expansive Ausrichtung vorerst jedoch noch beibehalten, zumindest solange, bis auch die Investitionen eine tragende Rolle im Aufschwung übernehmen.

Andererseits wird sich bei einer Fortsetzung des gegenwärtig vorgelegten Wachstumstempos die Produktionslücke im Verlauf des kommenden Jahres schließen, wodurch die Gefahren für die Preisniveaustabilität weiter ansteigen. Auf den Kapitalmärkten wird deshalb auch spätestens Ende April eine **Anhebung der Refinanzierungszinsen** durch die Fed erwartet, wie der steilere Anstiegswinkel zwischen den in vier und in fünf Monaten implizierten Ein-Monats-Zinssätzen andeutet (vgl. Abb. 3). Ein weiterer Zinsschritt nach oben scheint aufgrund der gegenwärtigen Zinsstruktur an den Geld- und Kapitalmärkten dann ab August am wahrscheinlichsten. Allerdings sind eher kleine Zinsschritte zu erwarten, weil die amerikanische Notenbank sich im Wahljahr voraussichtlich nicht dem Vorwurf aussetzen will, durch ihre Zinspolitik den Ausgang der Wahlen beeinflussen zu wollen.

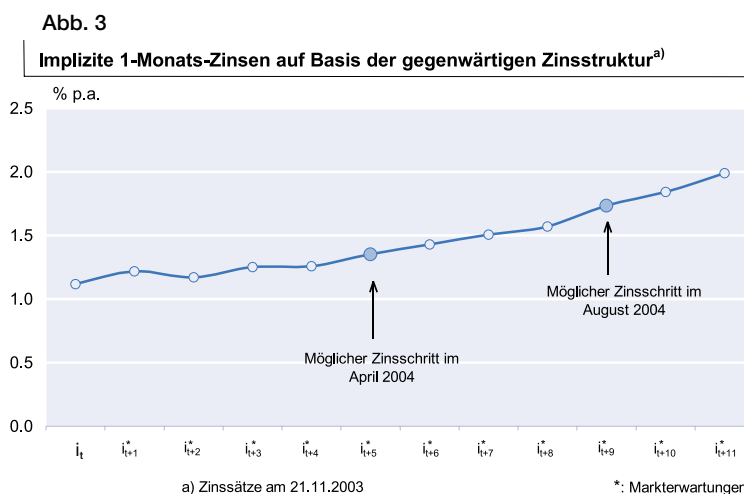
### Finanzmarktregulierung

Als Reaktion auf die Bilanzskandale bei den großen amerikanischen Unternehmen Enron und Worldcom wurde im Juli 2002 vom Kongress der Sarbanes-Oxley Act verabschiedet. Mit der Richtlinie zur Stärkung von **Corporate Governance** wurden die Fähigkeiten bestehender Institutionen verbessert, wahrheitsgemäße Informationen bereitzustellen. Ferner wurde Regelungen getroffen, welche die Unabhängigkeit von Wirtschaftsprüfern eher als zuvor gewährleisten

können. Auch von der privaten Finanzwirtschaft wurden einige Maßnahmen ergriffen, wie z.B. die Erhöhung von Standards für die Notierung von Unternehmen an der NYSE und der NASDAQ. Durch dieses Zusammenwirken konnte ein wichtiger Beitrag zur Stabilisierung des Vertrauens von Anlegern an den amerikanischen Finanz- und Kapitalmärkten geleistet werden. Das zeigte sich auch in einer breiten Erholung der Aktienkurse. So konnte z.B. der Dow Jones Industrial (vgl. Abb. 2) bis Mitte 2002 wieder deutlich gegenüber dem Einbruch im September 2001 zulegen. Es scheint jedoch immer noch Lücken in der Finanzmarktaufsicht zu geben, die womöglich aber auch erst jetzt, im Zuge der intensiver geführten staatsanwaltschaftlichen Ermittlungen zu Tage treten. Beispiele hierfür aus jüngster Zeit sind die betrügerischen Abrechnungen bei Geschäften mit Investmentfonds und Devisen oder die Gewinnmanipulation bei dem Immobilienfinanzierer Freddie Mac. Trotz der Fortschritte bei Transparenz und Verlässlichkeit im Unternehmensreporting wird man wohl nicht um weiterer gesetzliche Regelungen umhinkommen. Überschwenglich optimistische Kursentwicklungen wie in den 1990er Jahren sind aufgrund dessen wohl in nächster Zeit wenig wahrscheinlich. Eher ist mit einer verhaltenen Aufwärtsentwicklung zu rechnen, bei der eine zusätzliche Stützung des privaten Konsums durch spürbare Zuwächse im Aktienvermögen allerdings ausbleiben dürfte.

### Handelspolitik

In der gegenwärtigen amerikanischen Handelspolitik lässt sich ein Trend zu protektionistischen Maßnahmen und regionalen Handelsabkommen erkennen. Zwar nutzen die Maßnahmen kurzfristig den Interessen einflussreicher Lobbygruppen, die Chancen auf einen für alle Länder fairen und wohlfahrtssteigernden Handel werden jedoch gemindert. Der bekannteste Streitfall sind die gegen **Stahlimporte aus der EU und Japan** hochgezogenen Zollbarrieren, die durch das WTO-Schiedsgericht wiederholt für illegal erklärt worden sind. Zur Abwehr wurde den Betroffenen die Möglichkeit zu Strafzöllen eingeräumt, die diese voraussichtlich auf amerikanische Verbrauchsgüter erheben werden. Darüber hinaus bahnt sich ein **Handelskonflikt mit China** an. Besorgniserregend aus amerikanischer Sicht ist das hohe Defizit im bilateralen Warenhandel, das im ersten Halbjahr 2003 rund 4,5 Mrd. US-Dollar betrug und damit gut 21% zum bis dahin aufgelaufenen gesamten Handelsbilanzdefizit beisteuerte. Für diese Entwicklung wird in erster Linie der Wechselkurs der chinesischen Währung Renminbi verantwortlich gemacht, den die Regierung in Peking seit 1994 bei einem Austauschverhältnis von 8,3 Renminbi je US-Dollar konstant hält. Um sich gegen die Import-



Quelle: EcoWin; Berechnungen des ifo Instituts.

flut aus China zu wehren und eine Aufwertung der chinesischen Währung zu erzwingen, bediente man sich eines handelspolitisch äußerst scharfen Sanktionsinstruments: Das amerikanische Wirtschaftsministerium setzte eine Obergrenze von 7,5% für den jährlichen Zuwachs von Bekleidungs- und Textilimporten aus China fest. China kündigte bereits an, bei der Anwendung der Quotenregelung im Gegenzug Zölle auf Rohstoffimporte aus den USA einzuführen.

Ein weiteres Merkmal amerikanischer Handelspolitik ist die zunehmende Favorisierung von **regionalen Handelsabkommen**, wie die jüngste Initiative zur Schaffung einer den gesamten amerikanischen Kontinent umspannenden Freihandelszone (FTAA). Nach dem Scheitern der letzten WTO-Konferenz, bei der es um Fortschritte in der so genannten Doha-Runde ging, lässt sich darin auch ein strategisches Kalkül zur Stärkung der eigenen Position im Rahmen der WTO erkennen. Allerdings wird durch regionale Abkommen das Konfliktpotential im Rahmen der WTO-Verhandlungen eher zunehmen. Vor allem erhöhen die schwelenden Handelskonflikte aber die Gefahr, dass der globale Aufschwung ins Stocken gerät, so zum Beispiel durch einen starken Kursverfall des ohnehin unter Abwertungsdruck stehenden Dollars. Langfristig beeinträchtigt ein Aufschieben der multilateralen Handelsliberalisierung die Wachstumsperspektiven aller Industrienationen. Nach Schätzungen der Weltbank ließe sich durch den Abbau von Zöllen und Subventionen bis zum Jahr 2015 ein um 170 Mrd. US-Dollar höheres Einkommen erzielen.<sup>4</sup> Für die Entwicklungsländer sind die Auswirkungen noch viel drastischer. Bleiben die Handelsschranken bestehen, entgeht ihnen in demselben Zeitraum ein Einkommenszuwachs von 350 Mrd. US-Dollar – das sechsfache der gegenwärtigen offiziellen Entwicklungshilfe pro Jahr.<sup>5</sup>

## Wirtschaftsentwicklung 2003 und 2004

### Weltwirtschaftliche Rahmendaten

Seit Mitte des Jahres 2003 gibt es zunehmend Anzeichen für eine weltweite konjunkturelle Erholung. Zwar verlangsamt sich das Wachstumstempo beim Haupthandelspartner Kanada, dafür fanden die wichtigsten lateinamerikanischen Volkswirtschaften – bis auf Venezuela – wieder aus ihrer Rezession heraus. Vor allem in den aufstrebenden Ländern Asiens (Emerging Markets) erhöht sich die Wirtschaftsleistung merklich, begleitet von einer zunehmenden Investitionsneigung. In Japan ist in diesem Jahr eine überraschend hohe Dynamik zu verzeichnen, die sich 2004 allerdings infolge der ungelösten Strukturprobleme erneut abschwächt. Entgegengesetzt ist die Entwicklung in Europa. Hier kommt

es erst im nächsten Jahr zu einer signifikanten Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität. Aufgrund dieser Entwicklungen wird sich das Wachstum des Welthandels zunächst leicht, im Jahr 2004 dann aber kräftiger beschleunigen (vgl. Tab. 1).

Außenwirtschaftliche Impulse liefert auch die fortschreitende Abwertung des US-Dollar, die zunehmend die preisliche Wettbewerbsfähigkeit amerikanischer Unternehmen (gemessen am realen Wechselkurs) verbessert. Im Jahr 2003 wird diese Entwicklung von der Aufwertung des Euro dominiert. Nächstes Jahr hingegen ist damit zu rechnen, dass sich die zum Ausgleich der internationalen Zahlungsbilanzungleichgewichte erforderliche stärkere Aufwertung des japanischen Yen einstellt und die Fixkursregime Ostasiens gelockert werden. Von diesen Entwicklungen wird eine Belebung der amerikanischen Exporte ausgehen, die allerdings vorerst moderat verläuft, da verlorengegangene Weltmarktanteile (seit 1999 rund 20%) nur langsam zurückgewonnen werden können. Der Erdölpreis dürfte im Durchschnitt des Jahres 2003 auf dem relativ hohen Niveau von rund 30 US-Dollar je Fass liegen und sich 2004 etwas verringern. Der Preisgipfel von über 34 US-Dollar im Vorfeld des Irak-Krieges ist zwar überwunden. Die geringe Erholung der irakischen Förderung, die fortbestehende Instabilität der Region, aber auch die politischen Unsicherheiten in Nigeria und Venezuela lassen ein rasches Sinken des Rohölpreises im Prognosezeitraum jedoch nicht erwarten.

### Wirtschaftsentwicklung 2003

Seit Beginn des Jahres hat sich das Wachstum der amerikanischen Wirtschaft deutlich beschleunigt. Nachdem die geopolitische Verunsicherung etwas gewichen war, deuteten Konjunkturindikatoren wie Aktienkurse, Konsumklima und Unternehmensgewinne zunehmend auf einen kräftigen Aufschwung hin. Unterstützend wirkte die Kombination aus weiterhin stark expansiv ausgerichteter Finanzpolitik und akkomodierender Geldpolitik. Im Jahresverlauf belegten dann auch »harte« Wirtschaftsdaten die wieder-gewonnene Dynamik der US-Wirtschaft. Vor allem der private Konsum expandierte – getragen durch die umfangreichen Entlastungen bei der Einkommensteuer – merklich, aber auch die Unternehmensinvestitionen nahmen wieder zu. Zuletzt stiegen sowohl die Produktion als auch die Kapazitätsauslastung an, was sich wiederum in einem leichten Rückgang der Arbeitslosenquote niederschlug. Mit einem annualisierten Zuwachs von 8,2% wuchs die gesamtwirtschaftliche Produktion und Nachfrage im dritten Quartal so stark wie seit nahezu 20 Jahren nicht mehr. Zwar dürfte es sich hierbei um einen »statistischen Ausreißer« handeln, das Wachstumstempo wird aber weiterhin hoch bleiben, so dass im Vorjahresvergleich mit einer Zunahme des **Bruttoinlandsprodukts** um 3,0% gerechnet werden kann.

<sup>4</sup> World Bank (2003), Global Economic Perspectives – Realizing the Development Promise of the Doha Agenda.

<sup>5</sup> Vgl. dazu OECD (2003), <http://www.oecd.org>.

### Kasten 2 Risikofaktor Zwillingsdefizit

Konsequenz des sich ausweitenden Zwillingsdefizits ist ein fortlaufender Anstieg der Verschuldung der öffentlichen Hand sowie der Nettoauslandsverschuldung der gesamten Volkswirtschaft. Trotz der 2002 begonnenen Abwertung des US-Dollar ist der Negativsaldo in der Leistungsbilanz im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt weiter gestiegen. Für eine Korrektur dieser Entwicklung wäre entweder eine kräftigere Abwertung als bisher erforderlich, um endlich einen Überschuss in der Handelsbilanz zu erwirtschaften, oder alternativ eine Reduktion der inländischen Nachfrage, wozu neben einer Zinserhöhung auch eine Konsolidierung der Staatsfinanzen beitragen kann. Durch eine aktive Konsolidierung der öffentlichen Haushalte ließen sich also sogar beide Fehlentwicklungen gleichzeitig korrigieren. Allerdings ist eine solche Strategie bei der Bush-Administration bisher nicht zu erkennen. Es stellt sich damit die Frage, ob die steigenden Defizite bei den Wirtschaftssubjekten nicht zu einer – womöglich auch plötzlich erfolgenden – Verhaltensänderung führen. Grundsätzlich kann es natürlich sein, dass sich Zinsen und Wechselkurse gegenwärtig und künftig auf einem Zeitpfad bewegen, der allmählich einen Abbau der Defizite ermöglicht, ohne dass es zu abrupten Reaktionen der privaten Wirtschaftssubjekte und stärkeren konjunkturellen Störungen kommt. Entsteht im Inland jedoch der Eindruck, dass die Haushaltspolitik nicht tragbar, das heißt ohne zukünftige einschneidende Sparmaßnahmen oder Steuererhöhungen nicht finanzierbar ist, könnte dies einen spürbaren Anstieg der inländischen Sparquote auslösen, der einen deutlichen Rückgang der Inlandsnachfrage zur Folge hätte. Ebenso könnten ausländische Investoren zu dem Schluss gelangen, dass die gesamtwirtschaftliche Verschuldung Amerikas ein dauerhaft finanzierbares Maß überschreitet. Dementsprechend würden sie ihre Renditeerwartung für ihre Anlagen in den USA nach unten korrigieren, was ebenfalls zu einem Zinsanstieg und möglicherweise kräftigen Währungsturbulenzen führen könnte. Dass das Risiko für solch drastische Verhaltenskorrekturen zumindest zugenommen hat, ergibt sich aus der Verschiebung in den Finanzierungsformen des Leistungsbilanzdefizits. Hier hat der Anteil von Direktinvestitionen und Aktien zu Gunsten kurzfristiger Anlagen und festverzinslicher Wertpapiere abgenommen (vgl. International Monetary Fund 2003a, S. 3). Die Folge daraus ist eine höhere Sensibilität der Wechselkurse gegenüber Zinsdifferenzialen aber z.B. auch gegenüber Anzeichen für internationale Handelskonflikte. Zudem erhöhen die im Konjunkturverlauf voraussichtlich steigenden Zinsen tendenziell den Schuldendienst.

Problematisch an der gegenwärtigen Entwicklung der US-Wirtschaft ist das sich ausweitende **Zwillingsdefizit** (twin deficit) bestehend aus hohen Negativsalden in der Leistungsbilanz einerseits und wachsenden Defiziten im Staatshaushalt andererseits. Dadurch erhöht sich die Gefahr eines abrupten und damit konjunkturschädlichen Zinsanstiegs oder einer drastischen Abwertung des US-Dollar (vgl. Kasten 2). Für die Prognose wird unterstellt, dass ein solches Szenario nicht eintritt. Über den Prognosezeitraum hinaus bleibt jedoch das Risiko von abrupten Zins- und Wechselkursänderungen mit den entsprechend negativen Folgen für die amerikanische wie auch die globale Konjunktur bestehen.

Die tragende Säule des gegenwärtigen Aufschwungs ist der steuerlich stark angestoßene **private Verbrauch**. Trotz trüber Arbeitsmarktlage und sinkender Stundenlöhne hat sich seit April das Verbrauchervertrauen klar gefestigt. Im Juli kam es dann zur Auszahlung der ersten Steuergutschriften, die sich prompt in einem markanten Zuwachs der Konsumausgaben im 3. Quartal niederschlugen. Vielfach wurde befürchtet, dass die Sparquote der privaten Haushalte, die seit 1992 von ihrem Niveau auf 8,7% kontinuierlich abgesunken war, wieder ansteigen würde. Dazu ist es bisher nicht gekommen, was angesichts des Vermögenszuwachses

durch steigende Immobilienpreise und der Erholung an den Aktienmärkten allerdings nur wenig verwundert. Zuletzt sank die Sparquote der privaten Haushalte sogar wieder leicht auf unter 3% des verfügbaren Einkommens. Auch das Sparverhalten steht also dem gegenwärtig schwunghaften Konsum nicht im Wege, so dass der Zuwachs der privaten Konsumausgaben gegenüber dem Vorjahr bei erneut 3,1% liegen dürfte. Die **öffentlichen Konsumausgaben** werden durch die Kriegskosten und die Aufwendungen für den »Heimatschutz« nochmals deutlich ausgeweitet. Der Zuwachs bleibt mit + 3,5% allerdings etwas hinter dem des Vorjahres zurück.

Bei den **Bruttoanlageinvestitionen** konnte nach dem Abklingen des kriegsbedingten Attentismus wieder ein klarer Zuwachs verzeichnet werden. Insbesondere bei den Ausrüstungen beschleunigte sich die im März 2002 begonnene Aufwärtsbewegung, wozu neben steigenden Unternehmensgewinnen auch das Sonderabschreibungsprogramm beitrug. Die private Wohnungsbautätigkeit blieb angesichts der bis zur Jahresmitte rückläufigen Hypothekenzinsen weiter lebhaft. Mittlerweile scheint sich aber der kräftige Anstieg der Bautätigkeit – hervorgerufen unter anderem durch die Nachfrage der Baby-

boomer-Generation nach Zweithäusern – wieder etwas zu normalisieren. Indiz hierfür ist die sich zuletzt abflachende Entwicklung der Immobilienpreise. Auch die staatlichen Investitionen werden im Zuge der expansiven Ausgabenpolitik weiter ausgedehnt, wobei parallel zu den Konsumausgaben der Anstieg etwas geringer ausfällt als im Vorjahr. Insgesamt dürften die Bruttoanlageinvestitionen somit um 3,8% zulegen.

Dem deutlichen Zuwachs der Inlandsnachfrage steht erneut ein negativer Wachstumsbeitrag des Außenhandels gegenüber. Die **Exporte von Waren und Dienstleistungen** erhöhten sich angesichts der noch verhaltenen Weltkonjunktur erst ab dem 2. Halbjahr. Auch die Dollarabwertung machte sich zunächst noch nicht bemerkbar, da in der Regel zwei Quartale vergehen, bis eine empirisch signifikante Reaktion der Exporte auf Wechselkursänderungen zu beobachten ist. Gegenüber dem Vorjahr werden sie um 1,2% zunehmen. Die vergleichsweise eher preiselastischen **Importe** steigen mit der Ausweitung der inländischen Nachfrage hingegen kräftig um 3,6% an, so dass sich in diesem Jahr das Defizit in der Handels- und Dienstleistungsbilanz nochmals erhöht. Das **Leistungsbilanzdefizit** dürfte damit rund 5 1/2% des nominalen Bruttoinlandsprodukts anwachsen.



**Tab. 2**  
**Prognose für die USA in Zahlen**

|  | 2002  | 2003 <sup>a)</sup> |               |                     |       | 2004 <sup>a)</sup> |               |                     |       |
|--|-------|--------------------|---------------|---------------------|-------|--------------------|---------------|---------------------|-------|
|  |       | ifo                | Goldman Sachs | IWF                 | OECD  | ifo                | Goldman Sachs | IWF                 | OECD  |
| Privater Verbrauch                           | 3,1   | 3,1                | 3,2           | 2,9                 | 3,1   | 4,0                | 3,4           | 3,2                 | 3,4   |
| Staatsverbrauch                              | 4,4   | 3,5                | k.A.          | 3,7                 | 3,7   | 2,5                | k.A.          | 2,3                 | 2,9   |
| Bruttoanlageinvestitionen                    | - 1,8 | 3,8                | k.A.          | 2,1                 | 3,7   | 9,6                | k.A.          | 2,9                 | 7,2   |
| Inlandsnachfrage                             | 2,4   | 3,3                | k.A.          | 2,8                 | 3,3   | 5,2                | k.A.          | 3,8                 | 4,0   |
| Exporte <sup>b)</sup>                        | 1,6   | 1,2                | 1,0           | 0,3                 | 1,4   | 4,1                | 7,0           | 6,3                 | 8,5   |
| Importe <sup>b)</sup>                        | 3,7   | 4,3                | 4,1           | 2,6                 | 3,6   | 8,2                | 7,1           | 4,9                 | 7,3   |
| Bruttoinlandsprodukt                         | 2,4   | 3,0                | 2,7           | 2,6                 | 2,9   | 4,2                | 3,5           | 3,9                 | 4,2   |
| Arbeitslosenquote                            | 5,8   | 6,0                | 6,0           | 6,0                 | 6,1   | 5,7                | 6,0           | 5,7                 | 5,9   |
| Konsumentenpreise                            | 1,6   | 2,4                | 2,3           | 2,1                 | 2,3   | 2,7                | 1,3           | 1,3                 | 1,7   |
| Leistungsbilanzsaldo <sup>c)</sup>           | - 4,6 | - 5,4              | - 5,3         | - 5,1               | - 5,0 | - 5,8              | - 5,8         | - 4,7               | - 5,0 |
| Finanzierungssaldo des Staates <sup>c)</sup> | - 1,5 | - 3,5              | - 3,4         | - 4,3 <sup>d)</sup> | - 4,9 | - 6,0              | - 5,8         | - 4,2 <sup>d)</sup> | - 5,2 |

<sup>a)</sup> Schätzungen, Quellen der Prognosen anderer Institute: Goldman Sachs, The Pocket Chartroom, September 2003; IWF World Economic Outlook September 2003; OECD Economic Outlook No. 74 November 2003. – <sup>b)</sup> Güter und Dienste. – <sup>c)</sup> In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) einschließlich Post und Sozialversicherung, bezogen auf Haushaltsjahr. – <sup>d)</sup> Bezogen auf Kalenderjahr.

Am **Arbeitsmarkt** trübte sich die Lage bis zur Jahresmitte ein, erst zum Jahresende kann damit gerechnet werden, dass der konjunkturelle Aufschwung und die langsam auch zunehmende Kapazitätsauslastung zu spürbar steigenden Beschäftigungszahlen führt. Die Arbeitslosenquote wird aufgrund der hohen Produktivitätssteigerungen zunächst noch auf einem Niveau von 6% verharren.

Nach dem vorübergehend starken Ölpreisanstieg flachte sich die Teuerungsrate der Lebenshaltungskosten zunächst merklich ab. Hierfür leisteten von der Kostenseite die hohen Produktivitätsgewinne in Verbindung mit den geringen Lohnsteigerungen oder teilweise rückläufigen Entwicklungen – wie z.B. bei den großen Fluglinien – Vorschub. Zum Jahresende beschleunigte sich der Preisauftrieb aufgrund der starken Binnennachfrage wieder deutlich. Abgesehen von den Erdgaspreisen, die aufgrund von Knappheit und niedrigen Reserven markant stiegen, machte sich die sprunghaft gestiegene Nachfrage zunächst lediglich bei den Produzentenpreisen bemerkbar. Allmählich wird der Preisauftrieb auch in den **Konsumentenpreisen** sichtbar werden, die gegenüber dem Vorjahr um durchschnittlich 2,4% steigen dürften.

**Wirtschaftsentwicklung 2004**

Die starke Expansion im zweiten Halbjahr 2003 hinterlässt zu Jahresbeginn einen beträchtlichen Überhang. Obwohl sich das Expansionstempo von Produktion und Nachfrage leicht verlangsamt, dürfte das **Bruttoinlandsprodukt** gegenüber dem Vorjahr deshalb um reichlich 4% zunehmen. Im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen, zeitlich gut dosiert, re-

sultieren auch in diesem Jahr aus den beschlossenen Steuererleichterungen noch einmal kräftige Impulse für Konsum und Investitionen. Die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage dürfte im Jahresverlauf das Wachstumstempo des Produktionspotentials, das bei gegenwärtig rund 3% liegt<sup>6</sup>, übersteigen. Die Wirtschaft bewegt sich damit auf einen hohen Auslastungsgrad ihrer Kapazitäten zu, wodurch der Aufwärtsdruck auf die Preise zunehmen wird. Wie oben erläutert, wird die amerikanische Notenbank darauf mit Zinserhöhungen reagieren. Um im Wahljahr einen wirtschaftspolitischen Dissens mit der Regierung zu vermeiden, dürften die Zinsschritte zunächst aber eher klein sein. Mit Auswirkungen der Geldpolitik auf die Preise und die Nachfrage ist demnach erst 2005 zu rechnen.

Der **private Verbrauch** profitiert von dem vorläufigen Gipfel der Entlastungen bei der Einkommensteuer und der erstmals wirksamen Abschaffung der Doppelbesteuerung von Dividenden, welche die verfügbaren Einkommen wiederholt kräftig wachsen lassen. Zudem dürften die sich aufhellenden Beschäftigungsperspektiven auch wieder zu deutlich steigenden Arbeitseinkommen führen. Die Sparquote wird sich kaum erhöhen, auch weil die in Aussicht gestellten Verbesserungen der staatlichen Gesundheitsvorsorge für Rentner (Medicare) den Zwang zum Vorsorgesparen etwas reduzieren. Die robuste Wohnungsbautätigkeit wird auch weiterhin den Bedarf an Einrichtungsgegenständen und dauerhaften Konsumgütern hoch halten. Insgesamt beschleunigen

<sup>6</sup> Vgl. dazu OECD (2002, S. 48). Eigene Berechnung auf der Grundlage eines mit dem Hodrick-Prescott-Filter ermittelten langfristigen Output-Trends, ergeben ein Potentialwachstum von 2,5% im Jahr 2003 und 3,1% im Jahr 2004.

nigt sich hierdurch der Zuwachs des Privaten Verbrauchs auf 4,0%. Der **öffentliche Verbrauch** wird mit 2,5% erneut etwas langsamer als 2003 ausgeweitet.

Die **Bruttoanlageinvestitionen** schwingen sich in diesem Jahr zum gleichberechtigten Wachstumsmotor auf. Die seit Mitte 2003 steigende Kapazitätsauslastung veranlasst die Unternehmen vermehrt zu höheren Erweiterungsinvestitionen, wobei sich auch der Nachholbedarf bei den mittlerweile recht kurzlebigen IT-Gütern und das relativ hohe Durchschnittsalter der bestehenden Anlagen bemerkbar machen. Die Zuwächse bei Ausrüstungen und Software dürften daher im zweistelligen Prozentbereich liegen. Die privaten Wohnungsbauinvestitionen büßen demgegenüber etwas an Schwung ein, und auch die öffentlichen Investitionen steigen verlangsamt. Daraus dürfte sich für die gesamten Bruttoanlageinvestitionen ein Zuwachs gegenüber dem Vorjahr von 9,6% ergeben.

Die **Exporte** von Gütern und Dienstleistungen werden voraussichtlich um 4,1% expandieren. Neben der gefestigteren Weltkonjunktur führt zusehends auch die verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit durch die beschleunigte Dollarabwertung zu einer höheren Auslandsnachfrage. Die **Einfuhren** werden bei dem hohen inländischen Expansionstempo abermals kräftig zunehmen und sich gegenüber 2003 gar um 8,2% erhöhen. Damit bleibt die Handels- und Dienstleistungsbilanz stark defizitär, sodass auch der Negativsaldo in der Leistungsbilanz auf 5,8% ausgeweitet werden dürfte. Allerdings könnte aufgrund der verzögert eintretenden Wirkung der realen Abwertung die Trendumkehr zu wieder geringeren Leistungsbilanzdefiziten in den Folgejahren gelingen. Wird das bei der Prognose unterstellte Abwertungstempo über zwei weitere Jahre beibehalten, dann scheinen bei weiterhin reger Weltkonjunktur bis zum Jahr 2009 sogar wieder Leistungsbilanzüberschüsse möglich.

Der Aufschwung wird sich – wenn auch etwas verzögert – positiv auf den **Arbeitsmarkt** auswirken. Die Beschäftigungsperspektiven hellen sich durch die Verschiebung von Ersatz zu Erweiterungsinvestitionen zunehmend auf. Die Arbeitslosenquote dürfte sich deshalb im Jahresdurchschnitt bei 5,7% einfinden, womit sie aber immer noch den Durchschnitt der letzten zehn Jahre, der bei 5,2% gelegen hatte, übersteigt.

Aufgrund der sich schließenden Lücke zwischen dem laufenden und dem langfristig bei den gegebenen Kapazitäten möglichen Kapazitätsausstoß wird sich der Preisauftrieb weiter beschleunigen – vorerst noch ungebremst von der nur leicht restriktiveren Geldpolitik. Die Abwertung des Dollar und der nur geringfügig niedrigere Rohölpreis fördern diese Entwicklung. Die **Konsumentenpreise** dürften daher rund 2<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% über dem Niveau des Vorjahres liegen.

*Abgeschlossen am 28.11.2003*

## Literatur

- CESifo (2003), *Ifo World Economic Survey*, Vol. 2, No. 3.  
 Congressional Budget Office (2002), Pay-as-you-go Estimate for H.R. 3090 Job Creation and Worker Assistance Act of 2002, <http://www.cbo.gov/>.  
 Congressional Budget Office (2003), Cost estimate for H.R. 2 Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003, <http://www.cbo.gov/>.  
 Council of Economic Advisors (2003), *Economic Report of the President*, United States Government Printing Office, Washington D.C.  
 Goldman Sachs (2003), *The Pocket Chartroom – US Economics*, September/October 2003.  
 Hooper, P., Johnson K. und J. Marquez (1998), Trade Elasticities for G-7 Countries, *International Finance Discussion Papers* No. 609, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C.  
 International Monetary Fund (2003a), *Global Financial Stability Report*.  
 International Monetary Fund (2003b), *World Economic Outlook* September 2003.  
 OECD (2002), *Economic Surveys 2001–2002 – United States*, Paris.  
 OECD (2003), *Economic Outlook* No. 74 November 2003, Paris.  
 OECD (2003), *Aid and Debt Statistics*, <http://www.oecd.org>.  
 World Bank (2003), *Global Economic Perspectives – Realizing the Development Promise of the Doha Agenda*, Washington.