

# DRITTES KAPITEL

## Globale Ungleichgewichte: Abbau zeichnet sich ab

- I. Historisch hohe globale Ungleichgewichte: Ein Anlass für erhöhte Wachsamkeit
- II. Der Befund: Gravierende Strom- und Bestandsprobleme in der Weltwirtschaft
- III. Die Ursachen der globalen Leistungsbilanzungleichgewichte
- IV. Anpassungsprozesse und ihre Risiken
- V. Implikationen für Deutschland

### Das Wichtigste in Kürze

- Die Weltwirtschaft sieht sich seit einigen Jahren **stark steigenden Leistungsbilanzsalden** einzelner Länder und Wirtschaftsräume gegenüber. Bei den Defizitländern nehmen die Vereinigten Staaten mit einem Fehlbetrag von rund 890 Mrd US-Dollar im Jahr 2006 eine dominante Stellung ein. Besonders große Überschüsse sind in einer Reihe asiatischer Staaten, allen voran Japan und China, in den Ölförderländern sowie in Deutschland zu beobachten. Eng mit diesen Entwicklungen ist eine **enorme Zunahme der globalen Währungsreserven** verbunden, wobei sich der Anstieg auf einige wenige Länder überwiegend im asiatischen Raum konzentriert.
- Bei der hohen Außenhandelsabhängigkeit der deutschen Wirtschaft stellt sich die Frage, ob diese Konstellation, die häufig und zutreffend als „**globales Ungleichgewicht**“ klassifiziert wird, zu einer starken Abwertung des US-Dollar, zu einem massiven Einbruch der Weltkonjunktur oder zu einer Kombination beider Effekte führen könnte, von dem Unternehmen und Arbeitsplätze in Deutschland nachteilig beeinflusst würden.
- Die Ursachenanalyse zeigt, dass ein wesentlicher Anteil der Ungleichgewichte durch wirtschaftspolitische Entscheidungen in den **Vereinigten Staaten** verursacht worden ist. Nach Überwindung der konjunkturellen Abschwächung des Jahres 2001 waren die US-amerikanische Geld- und Finanzpolitik eindeutig zu expansiv ausgerichtet. Während das Defizit über seine Nachfrageeffekte zur Passivierung der Leistungsbilanz führte, kam es durch die sehr niedrigen Leitzinsen zu einem Immobilienboom und einer ungewöhnlich hohen Neuverschuldung der privaten Haushalte.
- Diese Entwicklungen wären bald an ihre Grenzen gestoßen, wenn nicht die **asiatischen Notenbanken** bereit gewesen wären, die mit einer starken US-Binnenkonjunktur und einer zunehmenden Ölrechnung verbundenen Defizite zu finanzieren. Anders als häufig dargestellt, spiegeln die Kapitalzuflüsse in die Vereinigten Staaten weniger die Leistungsfähigkeit der US-amerikanischen Unternehmen wider, als vielmehr das Bestreben einiger asiatischer Länder, eine Aufwertung der nationalen Währung gegenüber dem US-Dollar zu verhindern, um so die heimische Exportindustrie zu schützen. Auf diese Weise kam es zu einer Transmission der expansiven US-amerikanischen Wirtschaftspolitik auf die Weltwirtschaft, die dazu beitrug, dass in den Jahren 2004 bis 2006 eine im historischen Vergleich ungewöhnlich hohe globale Dynamik erreicht wurde. Dies wiederum trieb die Ölpreise in die Höhe und sorgte für stark steigende Leistungsbilanzüberschüsse der Ölförderländer. Allerdings wird das realwirtschaftliche Recycling der Ölexportländer in den kommenden Jahren noch vermehrt zunehmen und zu einem Abbau der Ungleichgewichte beitragen.
- Auch wenn die Nettoauslandsverschuldung der Vereinigten Staaten zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht Besorgnis erregend ist, erscheint es für die Zukunft nahezu ausgeschlossen, dass dieses Land ein Leistungsbilanzdefizit in Höhe von über 6 vH in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt aufrechterhalten kann. Dazu müssten die privaten Haushalte ihre ungewöhnlich hohe Verschuldungsbereitschaft beibehalten. Mit der Anhebung der US-Leitzinsen

auf ein als neutral einzustufendes Niveau und dem Abklingen des Immobilienbooms ist dies jedoch nicht zu erwarten.

- Während die amerikanische Notenbank ihren Beitrag zu einem ausgeglichenen Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten bereits geleistet hat, ist die Fiskalpolitik gefordert, die öffentlichen Haushalte weiterhin zu konsolidieren. In Anbetracht der gegenwärtigen konjunkturellen Risiken sollte die Konsolidierung nicht abrupt, sondern über einen längeren Zeitraum hinweg erfolgen.
- Eine **Aufwertung der Währungen in Asien**, insbesondere des chinesischen Yuan, würde einen friktionsfreien Abbau der globalen Ungleichgewichte erheblich begünstigen und wird deshalb auch von internationalen Gremien immer wieder gefordert. Aus der Interessenlage der betroffenen Länder gibt es allerdings keinen unmittelbaren Anreiz für eine flexiblere Wechselkurspolitik. Die Erfahrungen aus den siebziger Jahren zeigen, dass eine stärkere regionale währungspolitische Kooperation eine wichtige Basis für die Abkehr von einer einseitigen US-Dollar-Orientierung bieten kann.
- Es besteht weithin Konsens, dass die für einen Abbau der Ungleichgewichte als wahrscheinlich angesehenen Basisszenarien **vergleichsweise geringe Risiken** für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland bedeuten. Allerdings sollte die Wirtschaftspolitik auch für Konstellationen vorbereitet sein, die sich aus **Risikoszenarien** ergeben können, die durch eine massive Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar oder durch eine ausgeprägte Rezession in den Vereinigten Staaten gekennzeichnet sind. Gefordert wäre hier zum einen die **Europäische Zentralbank**, die auch in der Vergangenheit bereit gewesen ist, bei „ungeordneten Verhältnissen“ auf dem Devisenmarkt stabilisierend einzugreifen. Zum anderen verfügt die deutsche **Fiskalpolitik** erstmals wieder über einen deutlichen Abstand von der 3 vH-Grenze des Vertrags von Maastricht, so dass sie in der Lage wäre, bei einer sehr starken Abkühlung der Weltkonjunktur und der damit einhergehenden Gefahr eines Abgleitens der deutschen Wirtschaft in eine Rezession die automatischen Stabilisatoren wirken zu lassen und gegebenenfalls mit diskretionären Maßnahmen stabilisierend einzugreifen.

### I. Historisch hohe globale Ungleichgewichte: Ein Anlass für erhöhte Wachsamkeit

**141.** Seit der Jahrtausendwende sieht sich das internationale Währungs- und Finanzsystem ungewöhnlich hohen und bis zuletzt ansteigenden Leistungsbilanzsalden einzelner Länder und Wirtschaftsräume gegenüber. Während sich die Vereinigten Staaten in immer stärkerem Umfang gegenüber dem Rest der Welt verschulden, geben die Ölförderländer sowie China, Japan und Deutschland – als größte Überschussregionen – erheblich weniger für Importe aus, als sie durch ihre Exporte einnehmen. Diese Entwicklungen haben tiefe Spuren bei den entsprechenden Bestandsgrößen hinterlassen. Die Nettoauslandsverschuldung der Vereinigten Staaten hat sich deutlich erhöht, und die Währungsreserven von Japan, China und einigen Schwellenländern sind in den letzten Jahren außerordentlich stark angestiegen. Hierin spiegeln sich jedoch nicht nur die anhaltenden Leistungsbilanzüberschüsse wider, sondern zugleich auch die Bestrebungen dieser Länder,

eine Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar durch massive Devisenmarktinterventionen zu verhindern oder zumindest zu begrenzen.

In den letzten Jahren hat dies zu einer intensiven Diskussion über die Ursachen und die Auswirkungen dieser Entwicklungen geführt. Häufig spricht man von „**globalen Ungleichgewichten**“, womit zum Ausdruck gebracht werden soll, dass es sich dabei um Prozesse handelt, die auf Dauer als nicht tragfähig angesehen werden. Es wird im Folgenden deutlich, dass die Vereinigten Staaten in der Tat kaum in der Lage sein werden, dauerhaft ein Leistungsbilanzdefizit von rund 6½ vH in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt durchzuhalten. Eine spürbare Anpassung ist vor allem bei den privaten Haushalten zu erwarten, die sich derzeit per Saldo in Höhe von etwa 7,0 vH ihres laufenden Einkommens verschulden.

**142.** Dieser Abschnitt soll zunächst einen Überblick über die Veränderungen der Leistungsbilanzsalden und der Devisenreserven ausgewählter Länder und Wirtschaftsräume geben. Dabei werden die zentralen saldenmechanischen Zusammenhänge erläutert, die zwischen wichtigen Bestandsgrößen und außenwirtschaftlichen Transaktionen bestehen. Auf dieser Grundlage werden die Ursachen des US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizits analysiert, wobei es vor allem um die Frage geht, ob dieses durch interne Faktoren verursacht wurde oder aber durch Entwicklungen, die außerhalb der Vereinigten Staaten zu suchen sind. Ein zweiter Schwerpunkt der Ursachenforschung ist die Währungspolitik in einigen asiatischen Überschussländern, durch die eine Leistungsbilanzanpassung über den Wechselkurskanal weitgehend unterbunden wurde. Eine wachsende Bedeutung für das Auseinanderlaufen der Leistungsbilanzsalden kommt schließlich der Gruppe der Ölexportländer zu. Diese Bestandsaufnahme leitet über zu den exogenen Impulsen und endogenen Anpassungsprozessen, die in den genannten Regionen zu einer Angleichung von Exporten und Importen führen könnten. In den Vereinigten Staaten spielen dabei die Zinspolitik der Federal Reserve und die Fiskalpolitik eine zentrale Rolle. Während die Notenbank bereits einen wesentlichen Beitrag zum Abbau der Defizite geleistet hat, indem sie die Leitzinsen wieder auf ein mehr oder weniger neutrales Niveau angehoben hat, ist das strukturelle Haushaltsdefizit zu hoch. In den asiatischen Ländern geht es vor allem darum, ob eine Bereitschaft zu einer deutlichen Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar zu erkennen ist. Die von China bisher vorgenommene Anpassung ist zu gering, bei einer weitergehenden Aufwertung müsste jedoch eine entsprechende Bereitschaft auch der anderen asiatischen Länder gewährleistet sein. Bei den Ölexportländern stehen das realwirtschaftliche und das finanzwirtschaftliche Recycling im Vordergrund.

Für die Weltwirtschaft wie auch für Deutschland ist dabei die entscheidende Frage, ob und inwieweit der Abbau der Leistungsbilanzsalden so gestaltet werden kann, dass sich ein abrupter Konjunkturunbruch vermeiden lässt. Die meisten Studien gehen davon aus, dass eine „sanfte Landung“ möglich sein wird, so dass sich die Auswirkungen auf die deutsche Wirtschaft in engen Grenzen halten würden. Allerdings ist auch eine abrupte Anpassung möglich, sei es in Form eines konjunkturellen Einbruchs in den Vereinigten Staaten, einer starken Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar oder einer Kombination beider Kanäle. Im Fall eines solchen Risikoszenarios wäre die deutsche Finanzpolitik in der Lage, ausgleichend zu reagieren, zumal das Haushaltsdefizit im nächsten Jahr einen deutlichen Abstand zur 3 vH-Grenze des Stabilitäts- und Wachstumspakts aufweist. Bei einem sich abzeichnenden massiven Kursrückgang des US-Dollar sollte die

Europäische Zentralbank – ähnlich wie im Herbst 2000 – durch Devisenmarktinterventionen zu geordneten Marktverhältnissen beitragen. Solche Eingriffe wären möglich, ohne das Ziel der Geldwertstabilität zu beeinträchtigen.

## II. Der Befund: Gravierende Strom- und Bestandsprobleme in der Weltwirtschaft

### 1. Zunehmende und ungewöhnlich hohe Leistungsbilanzungleichgewichte

**143.** Das Ausmaß der in den letzten Jahren aufgebauten Leistungsbilanzungleichgewichte wird deutlich, wenn man die Weltwirtschaft in Überschuss- und Defizitländer aufteilt und dabei jene Volkswirtschaften herausgreift, die besonders große positive oder negative Salden in Bezug zu ihrem nominalen Bruttoinlandsprodukt aufweisen.

**144.** Im Vergleich zum Jahr 1999, in dem die Ölpreise einen Tiefstand erreicht hatten, weisen die zwölf großen **Defizitländer** im Jahr 2005 in der Summe mit fast 800 Mrd US-Dollar eine sehr starke Verschlechterung ihrer Leistungsbilanzpositionen auf (Tabelle 14). Der größte Teil dieser Veränderung geht mit 64,9 vH auf die Vereinigten Staaten zurück. Zu den Ländern mit erheblich gestiegenen Leistungsbilanzdefiziten gehören jedoch auch die südlichen EWU-Mitgliedsländer. Ihre Defizitsituation wird besonders deutlich, wenn man die Salden in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt betrachtet. An der Spitze steht bei dieser Betrachtungsweise Portugal, das im Jahr 2005 ein Leistungsbilanzdefizit von 9,3 vH in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt aufwies. Auch Spanien und Griechenland liegen mit 7,4 vH und 8,0 vH noch deutlich über dem

Tabelle 14

#### Leistungsbilanzdefizit: Ausgewählte Defizitländer im Jahr 2005<sup>1)</sup>

Land/Ländergruppe	Mrd US-Dollar <sup>2)</sup>			vH <sup>3)</sup>	
	1999	2005	Differenz	1999	2005
Australien .....	- 22,2	- 42,0	- 19,8	- 5,5	- 5,9
Neuseeland .....	- 3,5	- 9,6	- 6,1	- 6,2	- 8,8
Slowakei .....	- 1,0	- 4,2	- 3,3	- 4,8	- 9,2
Türkei .....	- 1,3	- 22,8	- 21,5	- 1,0	- 6,3
Ungarn .....	- 3,8	- 8,0	- 4,2	- 7,8	- 7,3
Vereinigte Staaten .....	- 300,1	- 804,9	- 504,9	- 3,2	- 6,4
Defizitländer in EU-15 .....	- 24,2	- 247,1	- 222,9	X	X
davon:					
Frankreich .....	+ 42,0	- 40,4	- 82,4	2,9	- 1,9
Griechenland .....	- 7,7	- 17,8	- 10,1	- 6,2	- 8,0
Irland .....	+ 0,3	- 3,8	- 4,1	0,3	- 1,9
Italien .....	+ 8,2	- 27,6	- 35,8	0,7	- 1,6
Portugal .....	- 9,7	- 17,0	- 7,2	- 8,0	- 9,3
Spanien .....	- 17,9	- 83,1	- 65,2	- 2,9	- 7,4
Vereinigtes Königreich .....	- 39,3	- 57,4	- 18,1	- 2,7	- 2,6
<b>Summe</b> .....	<b>- 356,0</b>	<b>-1 138,7</b>	<b>- 782,7</b>	<b>X</b>	<b>X</b>

1) Quelle: OECD (Economic Outlook No. 79 vom Juni 2006). - 2) (-) Defizit, (+) Überschuss. - 3) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

entsprechenden Wert der Vereinigten Staaten von 6,4 vH. Hohe Defizite in Relation zur inländischen Wirtschaftsleistung sind auch in Australien (5,9 vH) und Neuseeland (8,8 vH) zu beobachten sowie in der Slowakei (9,2 vH) und in Ungarn (7,3 vH).

**145.** Bei den Regionen und Ländern mit großen **Überschüssen** beläuft sich die Summe der seit dem Jahr 1999 eingetretenen Veränderungen ihrer Leistungsbilanzsalden ebenfalls auf rund 800 Mrd US-Dollar. Die Struktur ist jedoch deutlich differenzierter als bei den Defizitländern (Tabelle 15). Rund 40 vH der Veränderung und etwa ein Drittel des aktuellen Niveaus der Leistungsbilanzüberschüsse sind auf die Ölförderländer (Mittlerer Osten, Russland, Norwegen und Kanada) zurückzuführen. Der starke Anstieg der Ölpreise und die damit verbundenen zusätzlichen Exporterlöse haben in diesen Ländern bisher somit nur begrenzt eine höhere Importnachfrage nach sich gezogen. Hohe und steigende Überschüsse werden ebenso in einer Reihe europäischer Länder erzielt, allen voran in Deutschland, das im Jahr 2005 für über 12 vH des aggregierten Überschusses verantwortlich war. Auf die Überschussländer innerhalb der EU-15 entfällt rund ein Viertel der absoluten Veränderung seit dem Jahr 1999. Auch China weist im Jahr 2005 einen hohen positiven

Tabelle 15

**Leistungsbilanzüberschuss: Ausgewählte Überschussländer und Ländergruppen im Jahr 2005<sup>1)</sup>**

Land/Ländergruppe	Mrd US-Dollar <sup>2)</sup>			vH <sup>3)</sup>	
	1999	2005	Differenz	1999	2005
Afrika und Mittlerer Osten <sup>4)</sup> .....	- 1,0	+ 187,9	+ 188,9	.	.
Lateinamerika <sup>5)</sup> .....	- 40,9	+ 28,9	+ 69,8	.	.
China <sup>6)</sup> .....	+ 21,1	+ 160,8	+ 139,7	1,9	7,2
Japan .....	+ 115,7	+ 165,8	+ 50,1	2,7	3,6
Kanada .....	+ 1,7	+ 25,2	+ 23,5	0,3	2,2
Norwegen .....	+ 8,4	+ 49,5	+ 41,2	5,3	16,8
Russland <sup>6)</sup> .....	+ 24,6	+ 83,6	+ 58,9	12,6	10,9
Schweiz .....	+ 29,4	+ 46,1	+ 16,7	11,1	12,5
Überschussländer in EU-15 .....	+ 18,0	+ 204,7	+ 186,7	X	X
davon:					
Belgien .....	+ 12,9	+ 6,5	- 6,4	5,1	1,7
Dänemark .....	+ 3,4	+ 8,3	+ 4,9	1,9	3,2
Deutschland .....	- 27,8	+ 115,9	+ 143,7	- 1,3	4,2
Finnland .....	+ 8,1	+ 5,2	- 2,9	6,3	2,7
Luxemburg .....	+ 1,8	+ 3,4	+ 1,6	8,4	9,3
Niederlande .....	+ 15,7	+ 39,9	+ 24,3	3,8	6,4
Österreich .....	- 6,7	+ 3,6	+ 10,4	- 3,2	1,2
Schweden .....	+ 10,7	+ 21,7	+ 11,1	4,2	6,1
<b>Summe .....</b>	<b>+ 177,1</b>	<b>+ 952,6</b>	<b>+ 775,5</b>	<b>X</b>	<b>X</b>
Nachrichtlich:					
Ölförderländer <sup>7)</sup> .....	+ 36,2	+ 335,3	+ 299,1	X	X

1) Quelle: OECD (Economic Outlook No. 79 vom Juni 2006). - 2) (-) Defizit, (+) Überschuss. - 3) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. - 4) Afrika sowie Bahrain, Irak, Iran, Jemen, Jordanien, Katar, Kuwait, Libanon, Oman, Saudi-Arabien, Syrien, Vereinigte Arabische Emirate und Zypern. - 5) Zentralamerika und Südamerika. - 6) Quelle: IWF. - 7) Nähere Erläuterungen bezüglich der Klassifikation der Ländergruppen und den jeweils einbezogenen Ländern siehe statistischer Anhang zum World Economic Outlook, September 2006, des Internationalen Währungsfonds (IWF) - [www.imf.org](http://www.imf.org).

Leistungsbilanzsaldo auf. Mit einem Anteil von 17 vH an den gesamten Überschüssen sowie 18 vH an deren Veränderung ist die Bedeutung dieser Volkswirtschaft für die globalen Ungleichgewichte jedoch deutlich geringer, als das bisweilen in der öffentlichen Diskussion zum Ausdruck gebracht wird. Selbst wenn der chinesische Leistungsbilanzüberschuss auf Null zurückgeführt werden könnte, verbliebe bei der hier vorgenommenen Zusammenstellung von Überschussländern und -regionen ein aggregierter Überschuss von rund 800 Mrd US-Dollar.

**146.** Insgesamt zeigt dieser Befund, dass man bei den Industrieländern nicht generell von einer „**globalen Ersparnis-Schwemme**“ („global savings glut“) sprechen kann. Das für die Weltwirtschaft zu beobachtende Nebeneinander von sehr hohen Überschüssen und Defiziten findet man sowohl innerhalb der Gruppe der OECD-Länder als auch innerhalb enger abgegrenzter Wirtschaftsräume wie zum Beispiel der Europäischen Union oder dem Euro-Raum. Aufgrund der saldenmechanischen Logik, wonach – zumindest ex post – Überschüsse in der Leistungsbilanz immer auch entsprechende Defizite erfordern, ist ein „globaler“ Überschuss von Ersparnissen grundsätzlich nicht möglich (Kasten 7).

#### Kasten 7

### Saldenmechanische Zusammenhänge und Tragfähigkeit der Leistungsbilanz

Für das Verständnis der Ursachen wie auch der möglichen Auswirkungen globaler Ungleichgewichte ist es hilfreich, die damit einhergehenden finanziellen Ströme und Bestandsgrößen kurz in ihrem saldenmechanischen Gesamtzusammenhang zu beschreiben.

Leistungsbilanzsalden zu einem bestimmten Zeitpunkt  $t$  ( $LB_t$ ) lassen sich aus zwei unterschiedlichen Perspektiven betrachten. Sie bilden zum einen den Außenhandelssaldo ( $NX_t$ ) einer Volkswirtschaft ab, das heißt die Differenz zwischen den Exporten ( $X_t$ ) und Importen ( $M_t$ ), sowie den Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen ( $NVE_t$ ) und den Saldo der laufenden Übertragungen ( $TR_t$ ):

$$LB_t = NX_t + NVE_t + TR_t. \quad (1)$$

In der Leistungsbilanz zeigt sich also, ob eine Volkswirtschaft im Aggregat mehr einnimmt, als sie ausgibt. Bei einem aggregierten Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben erhöhen sich die Netto-Forderungen einer Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland. Ein Leistungsbilanzsaldo ( $LB_t$ ) geht deshalb immer einher mit einem entsprechenden Saldo in der Kapitalbilanz ( $KB_t$ ). Ein Land, das beispielsweise einen Überschuss in der Leistungsbilanz aufweist, muss daher zugleich netto Kapital in das Ausland exportieren. Die Kreditgewährung gegenüber dem Ausland kann durch die privaten Akteure geschehen oder aber durch die Notenbank, deren Währungsreserven dann zunehmen. Es gilt also:

$$LB_t = -KB_t. \quad (2)$$

Die Identität des Leistungsbilanzsaldos mit dem Saldo der Kapitalbilanz führt auf eine alternative Betrachtungsweise, bei der der Leistungsbilanzsaldo mit der Veränderung des **Nettogeldvermögens** einer Volkswirtschaft gleichgesetzt wird. Diese Größe, die man auch als Netto-Finanzvermögen bezeichnen könnte, ist definiert als die Summe aller individuellen finanziellen Forderungen eines Landes abzüglich aller finanziellen Verbindlichkeiten. Darin enthalten sind auch die Aktien-

bestände. Wenn ein Land mehr einnimmt als es ausgibt, erhöhen sich per Saldo seine finanziellen Forderungen gegenüber dem Rest der Welt. Ein Leistungsbilanzüberschuss ist also identisch mit einer Zunahme des Nettogeldvermögens ( $GV_t$ ) einer Volkswirtschaft, bei einem Leistungsbilanzdefizit kommt es zu einer Verminderung des Nettogeldvermögens:

$$LB_t = \Delta GV_t. \quad (3)$$

Da sich das Nettogeldvermögen einer Volkswirtschaft aus dem Nettogeldvermögen der einzelnen Sektoren zusammensetzt, kann man diesen Zusammenhang auch formulieren als:

$$LB_t = \Delta GV_t = \Delta GV_{t,Staat} + \Delta GV_{t,private\ Haushalte} + \Delta GV_{t,Unternehmen}. \quad (4)$$

Diese Art der Darstellung ist wiederum identisch mit der in der Diskussion häufig anzutreffenden Gleichsetzung eines Leistungsbilanzsaldos mit der Differenz zwischen inländischer Ersparnis ( $S_t$ ) und inländischen Investitionen ( $I_t$ ):

$$LB_t = S_t - I_t. \quad (5)$$

Die Ersparnis bildet den gesamten Vermögenszuwachs einer Volkswirtschaft ab, wobei in der Geldvermögensrechnung von Vermögensänderungen aufgrund von Bewertungsänderungen abgesehen wird. Das Vermögen ( $V_t$ ) eines Landes setzt sich zusammen aus Sachvermögen ( $SV_t$ ) und dem Nettogeldvermögen ( $GV_t$ ):

$$V_t = SV_t + GV_t. \quad (6)$$

Für die Veränderung des Vermögens gilt dann:

$$S_t = \Delta V_t = \Delta SV_t + \Delta GV_t. \quad (7)$$

Da die Veränderung des Sachvermögens mit den Investitionen identisch ist, ergibt sich:

$$S_t = I_t + \Delta GV_t. \quad (8)$$

Aufgrund der Identität des Leistungsbilanzsaldos mit der Veränderung des Nettogeldvermögens gilt also:

$$LB_t = \Delta GV_t = S_t - I_t. \quad (9)$$

Anhaltende Leistungsbilanzungleichgewichte einzelner Länder führen dazu, dass sich in den Überschussländern das Nettogeldvermögen gegenüber dem Ausland erhöht, während es in den Defizitländern zu einer Verminderung des Nettogeldvermögens kommt. Diese Veränderungen der Nettogeldvermögensbestände müssen keinesfalls identisch sein mit der Entwicklung der **Währungsreserven** ( $WR_t$ ) der betreffenden Volkswirtschaften. Die Veränderung der Devisenreserven eines Landes wird bestimmt vom Saldo der Leistungsbilanz und vom Saldo der Kapitalbilanz  $KB_t^*$ , die in diesem Fall ohne die Veränderungen der Währungsreserven ausgewiesen wird:

$$LB_t = -KB_t^* + \Delta WR_t. \quad (10)$$

So kann es in einem Land zu einer Zunahme der Devisenreserven kommen, die wesentlich höher ausfällt als der Überschuss in der Leistungsbilanz, wenn netto private Kapitalzuflüsse in das Inland strömen und die Notenbank diese Mittel durch Interventionen am Devisenmarkt ankauft.

Im Kontext des Phänomens globaler Ungleichgewichte stellt sich die Frage, ob die beobachteten Leistungsbilanzdefizite dauerhaft oder zumindest über einen längeren Zeitraum aufrechterhalten werden können. Diese Frage nach der **Tragfähigkeit** einer bestimmten Leistungsbilanzposition erfordert den Übergang zu einer intertemporalen Betrachtung der außenwirtschaftlichen Verflechtung einer Volkswirtschaft. Da sie eine gewisse Analogie zur Tragfähigkeitsanalyse staatlicher Budgetdefizite aufweist, kann man die dazu entwickelten Konzepte (JG 2003 Ziffern 767 ff.) entsprechend auf außenwirtschaftliche Zusammenhänge anwenden. Der Ausgangspunkt hierfür sind die Gleichungen (1) und (3). Zunächst gilt:

$$LB_t = GV_{t+1} - GV_t = NX_t + NVE_t + TR_t. \quad (11)$$

Die Erwerbs- und Vermögenseinkommen umfassen alle Kapitalerträge, die Inländer an Ausländer zahlen oder von Ausländern erhalten, hauptsächlich Zahlungseingänge beziehungsweise Zahlungsausgänge von Zinsen und Dividenden und andere Einkommen aus Fremdinvestitionen (Auslandsinvestitionen). Lässt man die Erwerbseinkommen zur Vereinfachung unberücksichtigt, reduziert sich der Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen ( $NVE_t$ ) auf die Differenz zwischen den Zinserträgen aus dem Ausland, die sich ergeben aus dem ausländischen Zins ( $r^A$ ) und den Auslandsanlagen ( $A_t$ ) sowie den Zinszahlungen an das Ausland ( $rD_t$ ). Dies führt zu:

$$NVE_t = r^A A_t - rD_t = (r^A - r)A_t + rGV_t. \quad (12)$$

Hierbei wurde verwendet, dass  $GV_t = A_t - D_t$  ist. Substituiert man Gleichung (12) in Gleichung (11) und definiert als den Primärsaldo der Leistungsbilanz ( $P_t$ ) den folgenden Term  $P_t = -[NX_t + (r^A - r)A_t + TR_t]$ , erhält man:

$$GV_{t+1} = -P_t + (1+r)GV_t. \quad (13)$$

Dividiert man Gleichung (13) durch das nominale Bruttoinlandsprodukt  $Y_t$  und bezeichnet alle auf das Bruttoinlandsprodukt bezogenen Größen mit Kleinbuchstaben, lässt sich diese Gleichung unter der weiteren Annahme einer konstanten Zuwachsrate ( $g$ ) des Bruttoinlandsprodukts wie folgt schreiben:

$$gv_{t+1} = -\frac{1}{(1+g)} p_t + \frac{(1+r)}{(1+g)} gv_t. \quad (14)$$

Betrachtet man analog noch die linke Seite von Gleichung (11), erhält man nach Division durch das Bruttoinlandsprodukt  $Y_t$  und unter Verwendung von Kleinbuchstaben für alle auf das Bruttoinlandsprodukt bezogenen Größen die folgende Gleichung:

$$lb_t = (1+g)gv_{t+1} - gv_t, \quad (15)$$

wobei  $g$  wieder als die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts definiert ist. Unterstellt man im Weiteren die Stabilisierung des Nettogeldvermögens, das heißt  $gv_{t+1} = gv_t = gv$ , so folgt der aus der Analogie zur Fiskalpolitik bekannte Zusammenhang aus Wachstumsrate, Defizit und Schulden auch für die außenwirtschaftlichen Größen:

$$g \cdot gv = lb. \quad (16)$$

Durch Anwendung eines iterativen Substitutionsverfahrens auf die Gleichung (14) erhält man die gewünschte Barwertgleichung (in Analogie zur Fiskalpolitik JG 2003 Ziffern 767 ff.):

$$0 = gv_o - gv_T \left( \frac{1+g}{1+n} \right)^T - \sum_{t=0}^{T-1} \frac{p_t}{1+g} \left( \frac{1+g}{1+r} \right)^{t+1}. \quad (17)$$

Diese Gleichung besagt, dass die Differenz zwischen der Nettoauslandsverschuldung am Anfang und dem Barwert der Nettoauslandsverschuldung zu Beginn der Periode  $T$  dem Barwert der Primärsalden der Leistungsbilanz entsprechen muss. Geht man nun von einem unendlichen Zeithorizont aus und berücksichtigt die in diesem Zusammenhang notwendige „Transversalitätsbedingung“, gilt:

$$\lim_{T \rightarrow \infty} gv_T \left( \frac{1+g}{1+r} \right)^T = 0. \quad (18)$$

Aus Gleichung (17) erhält man unter Verwendung von Gleichung (18) nun die folgende Bedingung für eine tragfähige Leistungsbilanz:

$$0 = gv_o - \sum_{t=0}^{T-1} \frac{p_t}{1+g} \left( \frac{1+g}{1+r} \right)^{t+1}. \quad (19)$$

Bei unendlich langem Zeithorizont muss der Barwert der Primärsalden der Leistungsbilanz der Nettoauslandsverschuldung in der Ausgangsperiode entsprechen. Wird diese Bedingung aus Ex-ante-Sicht erfüllt, kann man die Leistungsbilanz in Analogie zur Fiskalpolitik als tragfähig bezeichnen. Wenn ein Land Nettoschuldner ist, dann muss, um eine im Sinne dieser Definition langfristig tragfähige Leistungsbilanz zu erlangen, im Durchschnitt ein Überschuss im Barwert der Primärsalden der Leistungsbilanz erzielt werden.

**147.** Ein erster Eindruck über die Struktur der Leistungsbilanzsalden in den OECD-Ländern lässt sich gewinnen, wenn man die damit einhergehenden Veränderungen des Nettogeldvermögens nach dem privaten und dem öffentlichen Sektor aufgliedert. Vereinfachend kann man die Veränderung des Nettogeldvermögens des privaten Sektors ermitteln, indem man vom Leistungsbilanzsaldo (als Veränderung des gesamten inländischen Nettogeldvermögens) den Budgetsaldo jeweils in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt abzieht (das heißt die Veränderung des Geldvermögens des öffentlichen Sektors). Dabei zeigt sich sowohl für die Defizitländer als auch für die Gläubigerländer kein einheitliches Bild (Tabelle 16, Seite 118). Es gibt Volkswirtschaften, in denen die Vorzeichen für die private und die öffentliche Geldvermögensänderung identisch sind (zum Beispiel die Vereinigten Staaten und Portugal mit einem „Zwillingsdefizit“ oder Schweden mit einem „Zwillingsüberschuss“). In den meisten Ländern gehen die Veränderungen in unterschiedliche Richtungen. Im Fall hoher Leistungsbilanzdefizite bedeutet dies, dass die Verminderung des Nettogeldvermögens im privaten Sektor besonders gravierend ist. Beispiele hierfür sind Spanien und Neuseeland mit einer extrem negativen Geldvermögensänderung des privaten Sektors in Höhe von 8,5 vH beziehungsweise 14,6 vH in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. In einigen Überschussländern mit einem Haushaltsdefizit hat demgegenüber der private Sektor sein Geldvermögen erheblich ausgeweitet. Dies gilt insbesondere für die Schweiz (13,1 vH), die Niederlande (6,7 vH), Japan (8,8 vH) und Deutschland (7,5 vH). Insgesamt bestätigt dies den Befund, dass der

Zusammenhang zwischen dem Fiskaldefizit und dem Leistungsbilanzdefizit empirisch nur sehr schwach ausgeprägt ist (Bussière et al., 2005; Kennedy und Sløk, 2005).

Tabelle 16

**Aufgliederung des Leistungsbilanzsaldos nach Budgetsaldo und Saldo  
der privaten Geldvermögensbildung im Jahr 2005 für ausgewählte Länder**  
vH<sup>1)</sup>

Land	Leistungsbilanzsaldo	Davon:	
		Finanzierungssaldo des Staates	Saldo der privaten Geldvermögensbildung
<b>Überschussländer</b>			
Dänemark .....	3,2	4,0	- 0,7
Deutschland .....	4,2	- 3,3	7,5
Japan .....	3,6	- 5,2	8,8
Kanada .....	2,2	1,7	0,5
Niederlande .....	6,4	- 0,3	6,7
Norwegen .....	16,8	15,8	1,0
Österreich .....	1,2	- 1,6	2,8
Schweden .....	6,1	2,7	3,4
Schweiz .....	12,5	- 0,5	13,1
<b>Defizitländer</b>			
Australien .....	- 5,9	1,5	- 7,5
Frankreich .....	- 1,9	- 2,9	1,0
Griechenland .....	- 8,0	- 4,4	- 3,6
Italien .....	- 1,6	- 4,3	2,7
Neuseeland .....	- 8,8	5,8	-14,6
Portugal .....	- 9,3	- 6,0	- 3,3
Slowakei .....	- 9,2	- 2,9	- 6,2
Spanien .....	- 7,4	1,1	- 8,5
Vereinigtes Königreich .....	- 2,6	- 3,2	0,6
Vereinigte Staaten .....	- 6,4	- 3,8	- 2,6

1) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt; Quelle: OECD (Economic Outlook No. 79 vom Juni 2006).

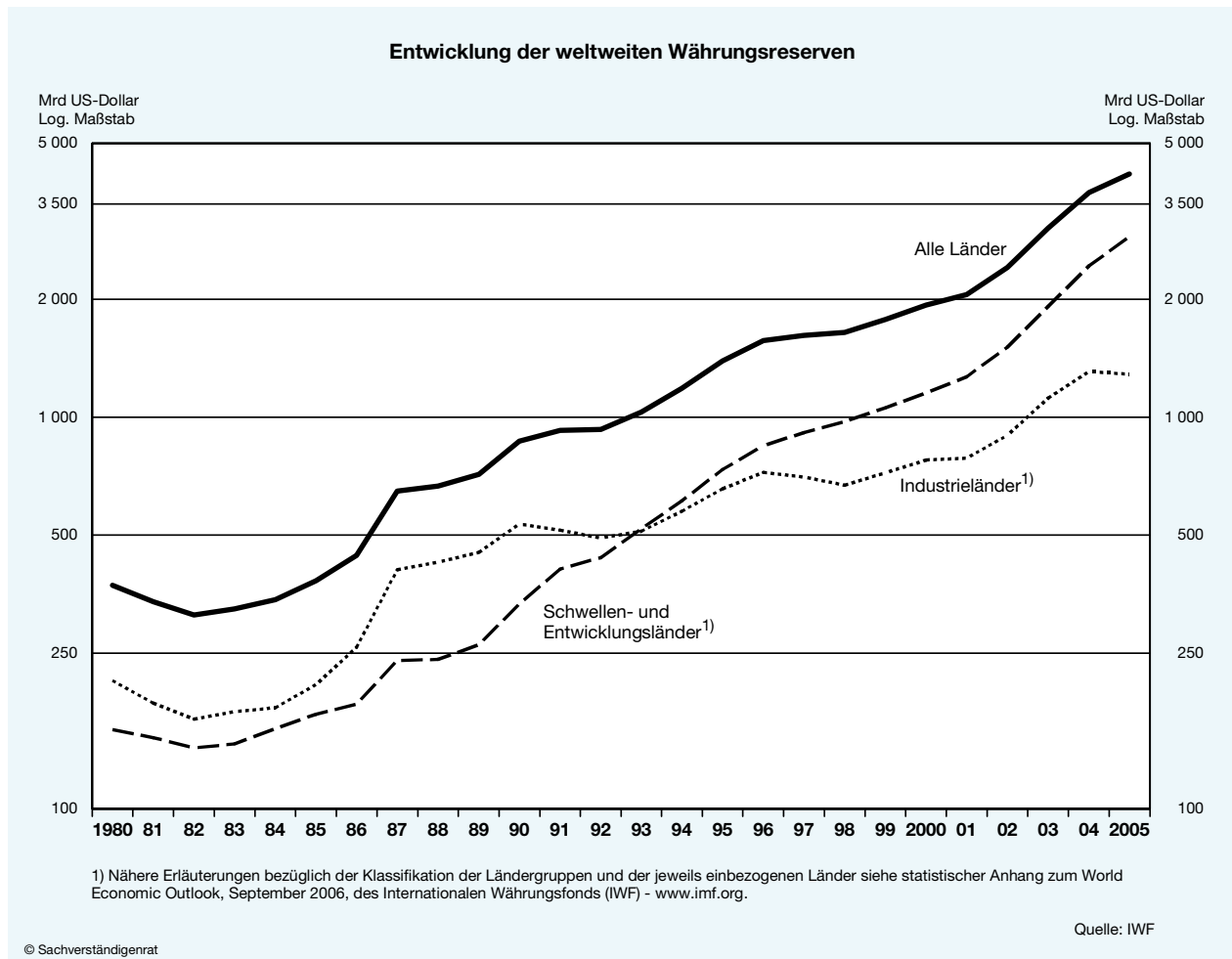
## 2. Stark zunehmende Währungsreserven insbesondere der Schwellenländer

**148.** Neben den hohen und bis zuletzt zunehmenden Leistungsbilanzsalden geben die sehr stark steigenden globalen Währungsreserven Anlass zur Sorge. Wie bereits erwähnt, gibt es keinen starren Zusammenhang zwischen den Stromgrößen, die in der Leistungsbilanz abgebildet werden, und den Währungsreserven eines Landes, die je nach institutioneller Ausgestaltung der Wechselkurspolitik entweder direkt von der Notenbank oder aber von einer anderen offiziellen Stelle gehalten werden.

**149.** Die Zunahme der globalen Währungsreserven, die sich aus Goldbeständen, Devisenguthaben, Reservepositionen beim Internationalen Währungsfonds und Sonderziehungsrechten zusammensetzen, ist in den letzten Jahren unter verschiedenen Aspekten sehr ungewöhnlich gewesen.

- An erster Stelle sind das Ausmaß und das Tempo des Anstiegs dieser Größe zu nennen. Nach einer eher geringen Zunahme in den achtziger und neunziger Jahren kam es kurz vor der Jahrtausendwende zu einer schubartigen Entwicklung. Insgesamt waren die Weltwährungsreserven Ende des Jahres 2005 um 135 vH höher als Ende des Jahres 1999 (Schaubild 26).

Schaubild 26



- Bemerkenswert ist zudem die Konzentration der Weltwährungsreserven auf einige wenige Länder (Tabelle 17, Seite 120). Zuletzt entfielen auf fünf Länder rund 50 vH der Weltwährungsreserven und rund 60 vH der Zunahme dieser Größe seit dem Jahr 1997. Das hohe Ausmaß der Währungsreserven dieser Staaten wird deutlich, wenn man sich vor Augen hält, dass sich die Netto-Devisenreserven des gesamten Euro-Raums auf nur rund 170 Mrd US-Dollar belaufen.
- Kennzeichnend ist schließlich ebenso eine ausgeprägte regionale Konzentration. Acht der zehn größten Reservehalter befinden sich im asiatischen Raum.

Die in einer Reihe von Ländern zu beobachtende starke Zunahme der Devisenreserven geht in der Regel über die kumulierten Leistungsbilanzsalden hinaus; betragsmäßig gilt das insbesondere für China. Im Zeitraum von 2000 bis 2005 war der Anstieg der Währungsreserven fast doppelt so hoch wie die mit den Leistungsbilanzüberschüssen einhergehende Veränderung des Nettogeldver-

mögens dieser Volkswirtschaft. Eine besonders ausgeprägte Diskrepanz dieser Größen ist auch in Indien, Korea und Taiwan zu erkennen.

Tabelle 17

**Kumulierte Salden der Leistungsbilanz und der Kapitalverkehrsbilanz sowie Zunahme von Währungsreserven im Zeitraum 2000 bis 2005<sup>1)</sup>**

Mrd US-Dollar

Land/Ländergruppe	Leistungsbilanz	Kapitalverkehrsbilanz	Währungsreserven
	(1)	(2)	(3)
Asien .....	886	71	1 127
davon:			
China .....	349	291	664
Indien .....	2	44	47
Korea .....	82	51	136
Malaysia .....	72	- 13 <sup>a)</sup>	40
Singapur .....	116	- 67 <sup>a)</sup>	39
Taiwan .....	117	- 121	147
Übriges Asien <sup>2)</sup> .....	149	- 114	54
Japan .....	794	- 218	551
Lateinamerika <sup>3)</sup> .....	- 22	105	83
darunter:			
Mexiko .....	- 70	120	42
Zentraleuropa <sup>4)</sup> .....	- 101	134	38
Russland .....	287	- 30	167
Mittlerer Osten <sup>5)</sup> .....	377	- 253 <sup>b)</sup>	35

1) Aufgrund von Erfassungsschwierigkeiten ergibt die Summe aus (1) + (2) nicht den Wert von (3). - 2) Hongkong, Indonesien, Philippinen und Thailand. - 3) Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru und Venezuela. - 4) Polen, Tschechische Republik und Ungarn. - 5) Katar, Kuwait, Libyen, Oman und Saudi-Arabien. - a) 2000 bis 2004. - b) Ohne Katar. Für Kuwait und Libyen Zeitraum 2000 bis 2004.

Quellen: TF Datastream, IWF

**150.** Zu einer Veränderung der Währungsreserven eines Landes kommt es, wenn eine Notenbank am Devisenmarkt interveniert und dabei fremde Währungen ankauft oder verkauft. Außerdem können Zinserträge auf bestehende Auslandsforderungen oder wechselkursbedingte Bewertungsänderungen zu Schwankungen der Währungsreserven eines Landes führen. Angesichts der sehr niedrigen US-Dollar-Zinsen dürfte der ungewöhnlich starke Anstieg der letzten Jahre in erster Linie durch Interventionen am Devisenmarkt verursacht worden sein. Die Notenbanken der von Netto-Kapitalzuflüssen und/oder Leistungsbilanzüberschüssen betroffenen Länder verhinderten so, dass die damit einhergehende Überschussnachfrage nach ihren Währungen zu einer deutlichen Aufwertung führte.

### III. Die Ursachen der globalen Leistungsbilanzungleichgewichte

**151.** Ein so vielschichtiges Problem wie das der Leistungsbilanzungleichgewichte von Ländern mit divergierenden strukturellen und makroökonomischen Bedingungen lässt sich nicht monokausal begründen. Es ist deshalb nicht überraschend, dass in den letzten Jahren unterschiedliche Erklärungen für diesen Befund herangezogen wurden. Dabei geht es insbesondere um die Frage,

ob hierfür Prozesse innerhalb der Vereinigten Staaten verantwortlich sind oder aber Entwicklungen im Rest der Welt, insbesondere ein weltweiter Anstieg des Kapitalangebots (Bernanke, 2005; Dooley et al., 2003; Doornik et al., 2006).

**152.** Für eine solche Ursachenanalyse ist es hilfreich, zwischen **exogenen** und **endogenen Faktoren** zu unterscheiden. Als exogen sollen dabei jene Größen angesehen werden, die unmittelbar durch die nationale Wirtschaftspolitik bestimmt werden. Endogene Faktoren sind das Ergebnis solcher Vorgaben, wobei sie jedoch zugleich eine Tendenz zur Selbstverstärkung aufweisen können. Bei dieser Vorgehensweise lässt sich das Entstehen der Leistungsbilanzungleichgewichte wie folgt erklären:

- In den **Vereinigten Staaten** – dem mit Abstand größten Defizitland – hat eine Kombination aus einer ungewöhnlich expansiven Geldpolitik und Fiskalpolitik zu einer hohen Verschuldung des Landes geführt, wobei dieser Prozess durch den endogenen Anstieg der Immobilienpreise noch zusätzlichen Antrieb erhielt.
- In den **asiatischen Ländern** ist die Wechselkurspolitik als wichtigster exogener Faktor zu nennen. Indem sie die vom Devisenmarkt angelegte Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar durch Devisenmarktinterventionen verhinderten oder zumindest einschränkten, setzten sie einen wichtigen globalen Ausgleichsmechanismus außer Kraft. Auf kurze Sicht führte das dazu, dass sich die expansive Politik der Vereinigten Staaten ungebremst in steigenden Exporten dieser Länder niederschlagen konnte. Zugleich bedingte die Wechselkursbindung an den US-Dollar eine tendenziell lockere Zinspolitik, durch die die inländische Expansion zusätzlich beflügelt wurde.
- Diese kollektive Expansionspolitik schlug sich in den letzten Jahren in einer ungewöhnlich hohen Zuwachsrate der Weltproduktion nieder. Dies wiederum trieb die Ölpreise – einen zentralen endogenen Faktor – auf historische Höchststände und führte zu großen Leistungsbilanzüberschüssen in den **Ölförderländern**. Der überwiegend nachfragebedingte Preisanstieg und die hohe Verschuldungsbereitschaft der Vereinigten Staaten erklären, wieso es bisher trotz der deutlichen Verteuerung der Rohstoffe und eines begrenzten realwirtschaftlichen Recyclings der Ölexporterinnahmen zu keiner Abkühlung der Weltwirtschaft gekommen ist.

**153.** Nach der Bestandsaufnahme im vorhergehenden Abschnitt könnte man auch daran denken, die erheblichen Ungleichgewichte innerhalb des Euro-Raums näher zu analysieren. Da dieser Wirtschaftsraum jedoch insgesamt eine nahezu ausgeglichene Leistungsbilanz gegenüber dem Rest der Welt aufweist – im Jahr 2006 ergibt sich ein Defizit in Höhe von 0,1 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt –, kann er bei einer globalen Betrachtungsweise als Ursache vernachlässigt werden. Das bedeutet nicht, dass die Ungleichgewichte innerhalb dieses Währungsraums wirtschaftspolitisch völlig unbedenklich sind (JG 2005 Ziffern 619 ff.). Wie bereits dargestellt wurde, dürfte hier das größte Problem in der hohen Verschuldung des privaten Sektors in einigen Defizitländern zu sehen sein. Bei teilweise sehr stark gestiegenen Immobilienpreisen und noch immer segmentierten nationalen Finanzmärkten könnten sich daraus Probleme für die Bankensysteme in den betreffenden Ländern ergeben (Ziffern 265 ff.).

## 1. Das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten als globales Konjunkturprogramm

**154.** Wenn große Volkswirtschaften über längere Zeit hohe und stark steigende Exporteinnahmen erzielen und dabei gleichzeitig ihre Importe nur wenig erhöhen, hat dies für sich genommen einen restriktiven Effekt auf die weltwirtschaftliche Dynamik. Trotz dieses Entzugs an Nachfrage hat die Weltwirtschaft jedoch vor allem seit dem Jahr 2003 ein überdurchschnittlich hohes Wirtschaftswachstum verzeichnen können. Dies war nur möglich, weil gleichzeitig die Vereinigten Staaten als größte Volkswirtschaft bereit waren, in einem hohen Maße „über ihre Verhältnisse zu leben“. Das Ausmaß dieses expansiven Impulses wird deutlich, wenn man das US-amerikanische Leistungsbilanzdefizit bezogen auf die inländische Wirtschaftsleistung in einer längerfristigen Perspektive betrachtet (Schaubild 27). Es ist heute etwa doppelt so hoch wie Mitte der achtziger Jahre, einer Phase, in der das damalige „Zwillingsdefizit“ in der Leistungsbilanz und im Staatshaushalt der Vereinigten Staaten bereits als Bedrohung für die weltwirtschaftliche Stabilität angesehen wurde.

Schaubild 27



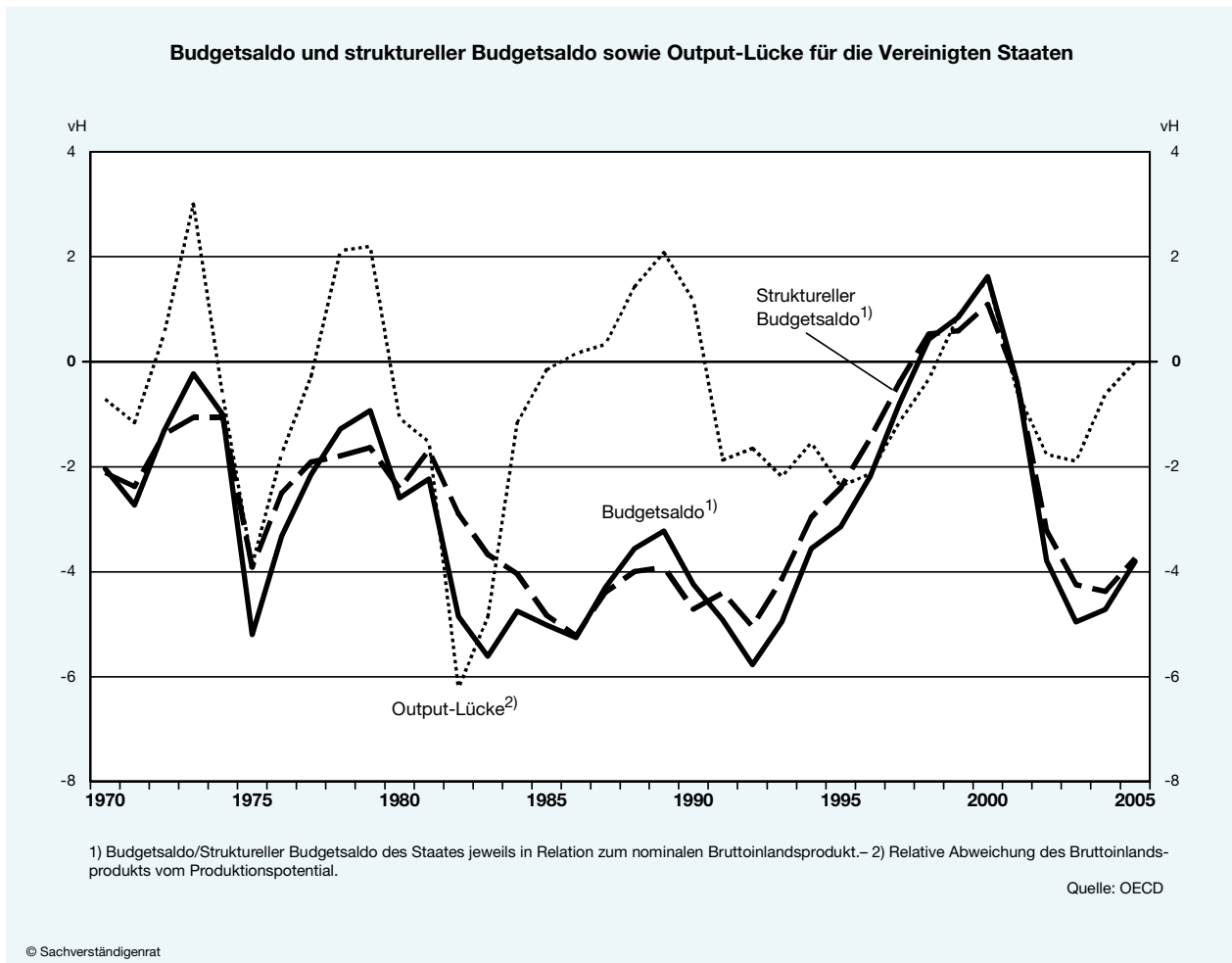
### Das US-Leistungsbilanzdefizit aus der Sicht der Finanzierungsrechnung

**155.** Ein Leistungsbilanzdefizit ist identisch mit einem Rückgang des Nettogeldvermögens einer Volkswirtschaft. In den Vereinigten Staaten sind hierfür gleichermaßen der öffentliche Sektor wie die privaten Haushalte verantwortlich.

Ein zentraler exogener Faktor ist die US-amerikanische Fiskalpolitik. Als Reaktion auf den Konjunkturéinbruch des Jahres 2001 wurde in den Vereinigten Staaten eine ausgeprägt antizyklische

Haushaltspolitik eingeschlagen. Das Budget, das im Jahr 2000 noch einen Überschuss von 1,6 vH aufwies, erreichte im Jahr 2003 ein Defizit von 5,0 vH jeweils in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (Schaubild 28). Die expansive Ausrichtung der Fiskalpolitik hat somit für sich genommen unmittelbar zur Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits beigetragen. Diese Linie wurde in den konjunkturell wieder gefestigten Jahren 2003 bis 2006 beibehalten und stimulierte die inländische Nachfrage zusätzlich, was wiederum zu höheren Importen beitrug.

Schaubild 28



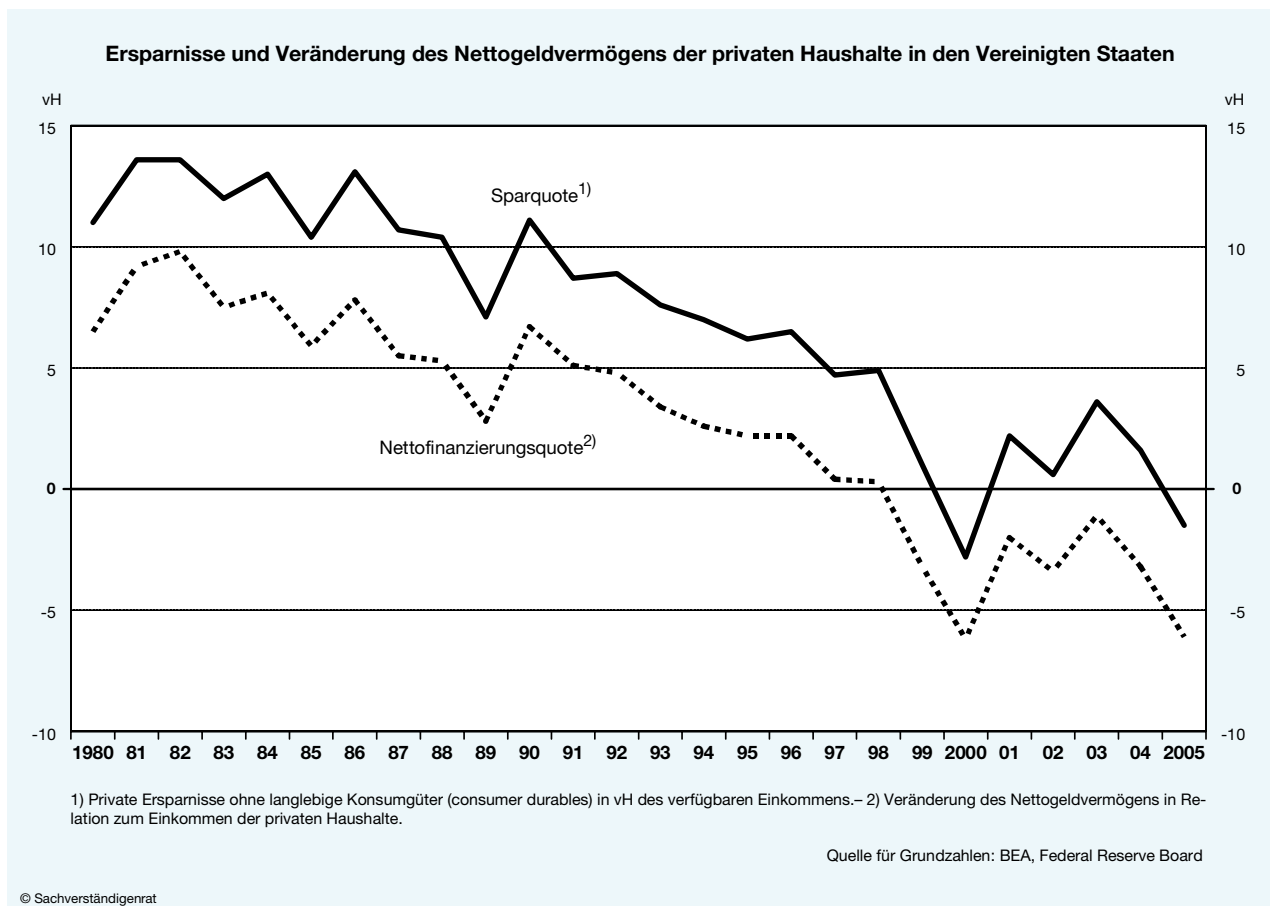
**156.** Da sich die gesamte inländische Geldvermögensbildung aus den öffentlichen und den privaten Finanzierungssalden zusammensetzt, ist es nicht zwingend, dass ein Haushaltsdefizit stets mit einem Defizit in der Leistungsbilanz einhergeht. Entscheidend ist dafür, welche Vermögensänderungen die privaten Akteure planen. So gab es auch in den Vereinigten Staaten in den Jahren von 1998 bis 2000 eine Phase mit einem Leistungsbilanzdefizit und einem Haushaltsüberschuss. Im Jahr 1991 kam es zu einem leichten Überschuss in der Leistungsbilanz bei einem deutlichen Budgetdefizit. Die in den letzten 20 Jahren eindeutig vorherrschende Konstellation ist dort jedoch das **Zwillingsdefizit**.

**157.** Für den privaten Sektor der US-amerikanischen Volkswirtschaft lassen sich zwei unterschiedliche Entwicklungen identifizieren. Der **Unternehmenssektor** (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften) ist in den letzten Jahren nicht mehr als Nettokreditnehmer an die Finanzmärkte heran-

getreten. Seine Nettogeldvermögensbildung belief sich im Jahr 2005 auf 33 Mrd US-Dollar. Dass die Unternehmen – anders als früher – per Saldo betrachtet sogar anderen Sektoren Mittel zur Verfügung stellen, ist ein Phänomen, das in mehreren Volkswirtschaften zu beobachten ist, beispielsweise in Deutschland in den Jahren 2002, 2004 und 2005. Eine solche Situation kann zum einen durch eine geringe Investitionstätigkeit, zum anderen aber auch durch hohe Unternehmensgewinne erklärt werden, die es erlauben, neue Ausrüstungen überwiegend mit eigenen Mitteln zu finanzieren. In den Vereinigten Staaten dürfte vor allem letzteres der Fall gewesen sein.

Eine den traditionellen Finanzierungsmustern entgegenlaufende Konstellation ist in den Vereinigten Staaten ebenso bei den **privaten Haushalten** zu beobachten. Während dieser Sektor zum Beispiel in Deutschland per Saldo eine hohe Nettogeldvermögensbildung aufweist, ist bei den US-amerikanischen Privatpersonen eine ungewöhnlich hohe Nettokreditaufnahme zu beobachten (Schaubild 29). Anders als in Deutschland erhöht dieser Sektor sein Vermögen nicht durch Ersparnisse. Da gleichzeitig weiterhin vor allem in Immobilien investiert wird, nimmt der Verschuldungsgrad der privaten Haushalte zu, wodurch dieser Sektor anfälliger für Vermögensverluste wird. Diese Parallelität einer hohen öffentlichen und privaten Verschuldungsneigung zeigt, dass in den Vereinigten Staaten derzeit Prozesse ablaufen, die mit dem theoretischen Konzept der ricardianischen Äquivalenz nur schwer zu vereinbaren sind.

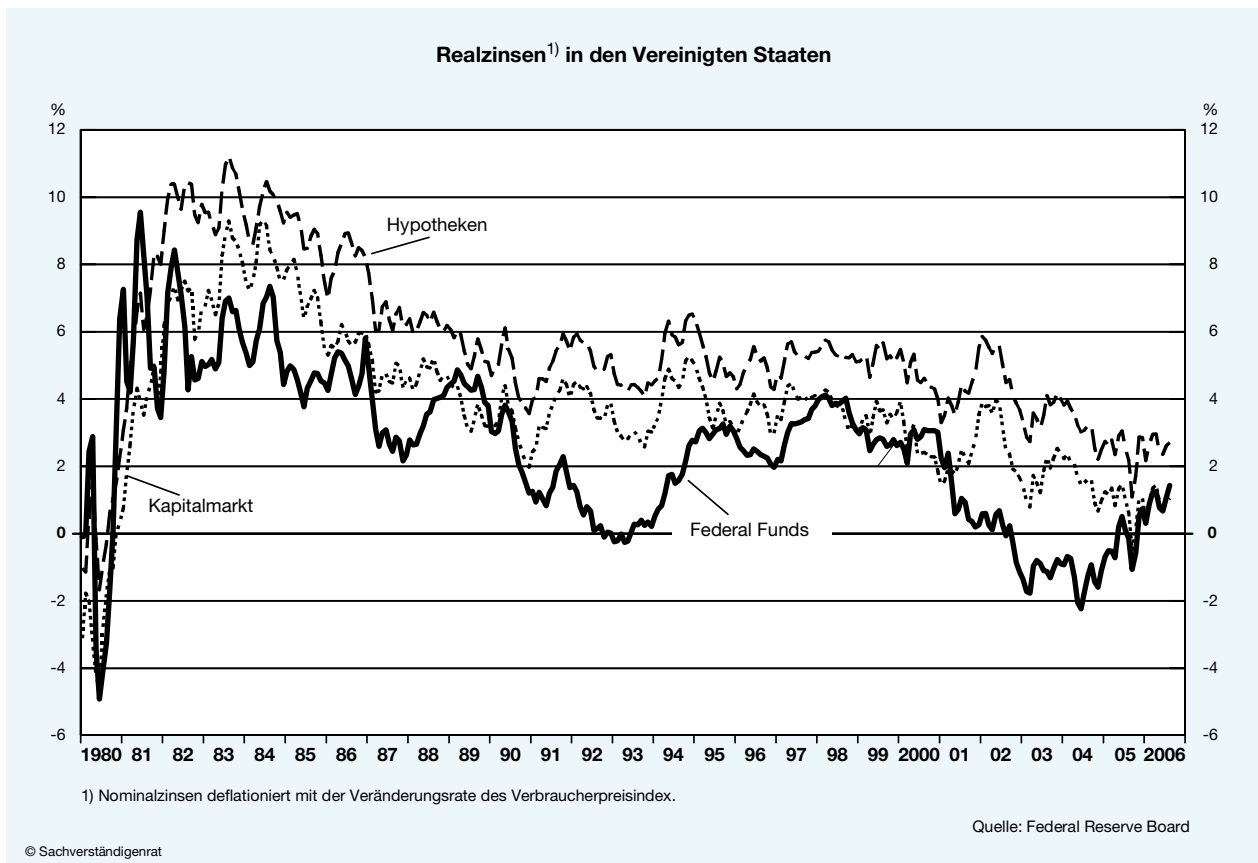
Schaubild 29



**158.** Eine wesentliche Ursache hierfür dürfte in einem zweiten zentralen exogenen Faktor zu sehen sein. Die hohe Verschuldungsneigung des Haushaltssektors – insbesondere für Immobilien-

käufe – ist durch eine ungewöhnlich expansive Ausrichtung der **US-amerikanischen Geldpolitik** stark gefördert worden. Ähnlich wie die Fiskalpolitik reagierte die Federal Reserve damit zunächst auf die konjunkturelle Abschwächung des Jahres 2001 und die damit einhergehenden Kursverluste auf den Aktienmärkten. Diese Niedrigzinspolitik wurde aber auch dann noch beibehalten, als sich die Konjunktur bereits wieder deutlich gefestigt hatte. Wenn man die kurzfristigen Realzinsen als einen groben Indikator heranzieht, erkennt man die expansive Geldpolitik an den negativen Sätzen der Jahre 2003 bis 2005 (Schaubild 30). Heute sind die Realzinsen im historischen Vergleich immer noch recht niedrig, das heißt sie dürften noch immer etwas unter einem als neutral anzusehenden Niveau liegen. Gleichwohl ist eine deutliche Korrektur unverkennbar, so dass von diesem exogenen Treiber der Leistungsbilanzungleichgewichte mittlerweile keine wesentlichen Anstöße mehr ausgehen dürften. Eine Rückführung der hohen Neuverschuldung der privaten Haushalte ist von dieser Seite somit in die Wege geleitet worden.

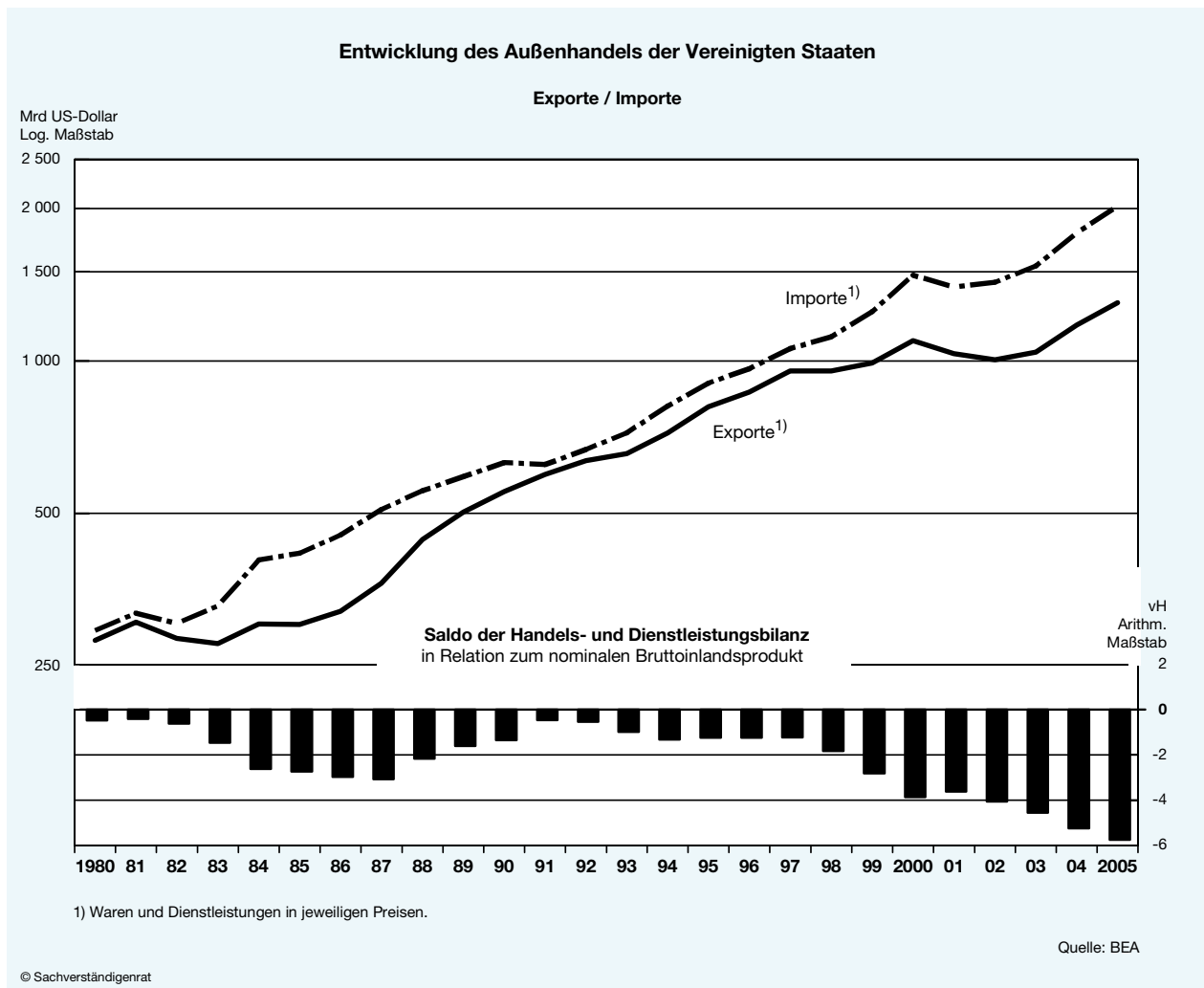
Schaubild 30



### Das US-Leistungsbilanzdefizit aus der Sicht des Außenhandels

**159.** Die Doppelnatur eines Leistungsbilanzsaldos legt es nahe, die hohen Defizite auch aus der Perspektive der US-amerikanischen Außenhandelsströme zu betrachten. In der längerfristigen Entwicklung der Exporte und Importe (einschließlich der Dienstleistungen) fallen dabei zwei Ursachen für die starke Passivierung des Außenhandelssaldos in den letzten Jahren auf. Bei den Exporten ist vom Jahr 2000 an – sogar in nominaler Rechnung – ein Rückgang zu beobachten, der erst im Jahr 2004 wieder voll ausgeglichen wurde (Schaubild 31, Seite 126). In der gleichen Zeit stieg die nominale Weltproduktion (in US-Dollar gemessen) um rund 30 vH an.

Schaubild 31

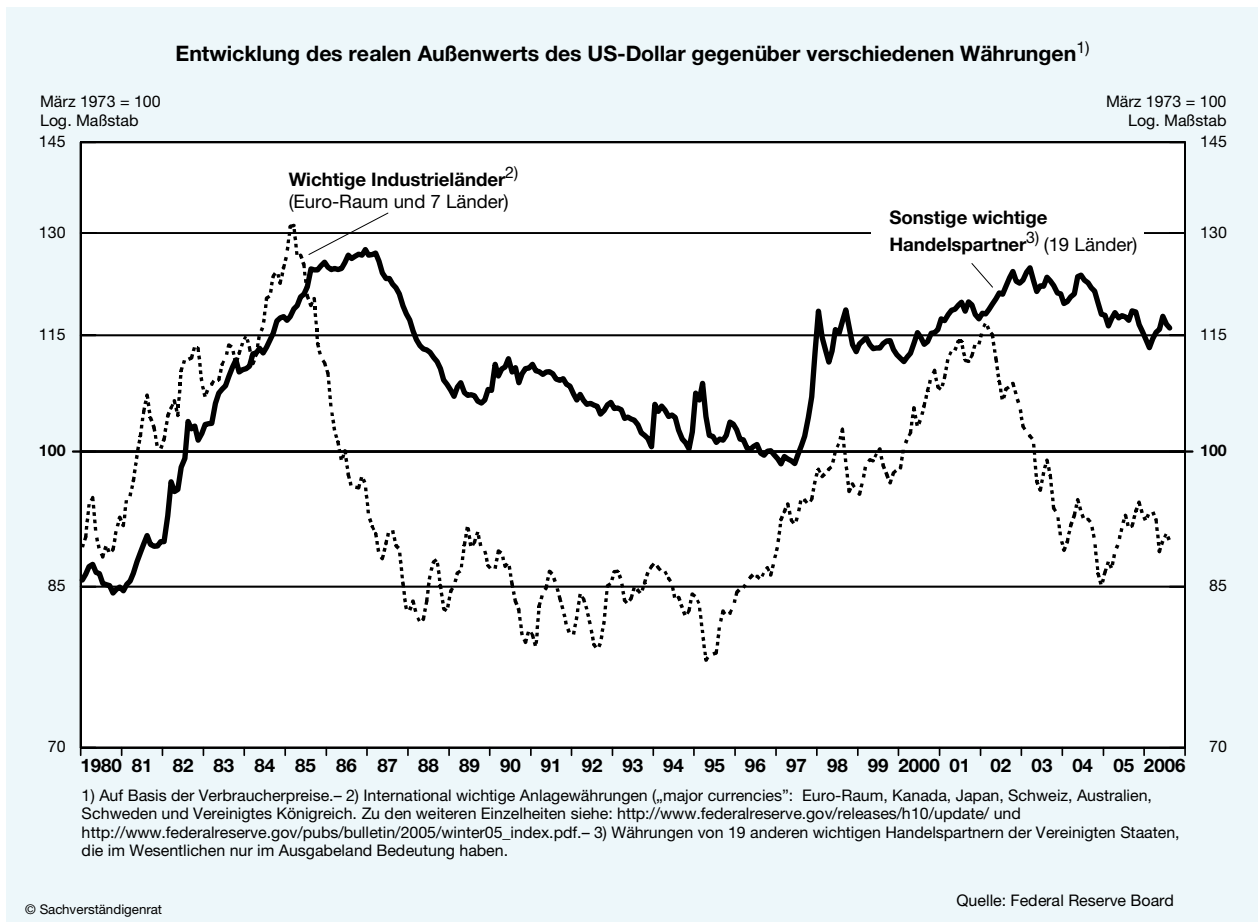


Man kann die sich passivierende Außenhandelsbilanz der US-amerikanischen Volkswirtschaft somit auf eine ausgeprägte Exportschwäche zurückführen. Diese zeigt sich zudem an dem von der OECD ermittelten Indikator zur Export-Leistungsfähigkeit, der die Entwicklung der Ausfuhr eines Landes mit der wirtschaftlichen Dynamik in seinen wichtigsten Abnehmerländern vergleicht. In den Jahren 1998 bis 2004 ist hier für die Vereinigten Staaten durchgängig eine ungünstigere Situation als im OECD-Durchschnitt zu erkennen.

**160.** Eine wichtige Ursache für diesen Befund dürfte in der starken nominalen und realen Aufwertung des US-Dollar in den Jahren 1997 bis 2002 zu sehen sein. Diese resultierte zunächst aus den Währungskrisen in Asien und in einigen lateinamerikanischen Ländern, die zu einer sprunghaften Höherbewertung des US-Dollar führten. Beim japanischen Yen und bei den Währungen von asiatischen Schwellenländern machte sich danach eine zunehmend außenhandelsorientierte Wechselkurspolitik bemerkbar, die eine Aufwertung gegenüber dem US-Dollar verhinderte oder aber zumindest begrenzte. Bis zum Jahr 2002 wertete der US-Dollar auch gegenüber Währungen auf, bei denen der Wechselkurs weitgehend dem Marktgeschehen überlassen wird. Zu nennen sind dabei vor allem der Euro und der kanadische Dollar, der Währung des mit Abstand wichtigsten Handelspartners der Vereinigten Staaten (Schaubild 32). All das führte in der Phase bis zum Jahr 2002 zu einem deutlichen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit der US-amerikani-

schen Exportunternehmen und zu der oben dargestellten Ausfuhrschwäche. Ein Teil der starken realen Aufwertung hat sich in den letzten Jahren wieder zurückgebildet. Dies ist vor allem auf die deutlichen Kursgewinne des Euro und des kanadischen Dollar zurückzuführen. Gegenüber den Schwellenländern ist die Anpassung erheblich schwächer ausgeprägt.

Schaubild 32



**161.** Während sich die Exportsituation in der jüngeren Vergangenheit wieder etwas verbesserte, ist es – als zweite Ursache für die Verschlechterung des Außenhandelssaldos – seit dem Jahr 2003 zu einer enormen Ausweitung der Importe in die Vereinigten Staaten gekommen. Hierbei machte sich vor allem die starke Verteuerung des Öls bemerkbar, die zu einer **Erhöhung der US-amerikanischen Ölrechnung** führte. Nach Schätzungen des US-amerikanischen Energieministeriums mussten für die Öleinfuhren im Jahr 2006 rund 170 Mrd US-Dollar mehr aufgewendet werden als im Jahr 2003.

**162.** Das stark gestiegene Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten kann also sowohl aus der Perspektive der Geldvermögensrechnung als auch der des Außenhandels erklärt werden. Es ist gleichermaßen Reflex einer hohen Verschuldungsneigung und einer ungünstigen Entwicklung des US-amerikanischen Außenhandels. Die Exportschwäche und die steigende Ölrechnung hätten für sich genommen zu einer Dämpfung der Inlandsnachfrage geführt, die ihrerseits einer Passivierung der Leistungsbilanz entgegengewirkt hätte. Durch die expansive Geld- und Fiskalpolitik ist dieser Korrekturmechanismus jedoch unterbunden worden: Die fehlende Auslandsnachfrage und der

Kaufkraftentzug durch die Ölverteuerung wurden durch eine erhöhte Verschuldungsbereitschaft des Staates und der privaten Haushalte kompensiert. Mit den massiven Interventionen am Devisenmarkt haben zahlreiche Schwellenländer zudem dafür gesorgt, dass sich auch ein Ausgleich über eine Abwertung des US-Dollar nicht einstellen konnte. Insgesamt gesehen sind also durchaus binnenwirtschaftliche exogene Faktoren für das hohe Defizit in der US-amerikanischen Leistungsbilanz verantwortlich.

### Ein alternativer Erklärungsansatz

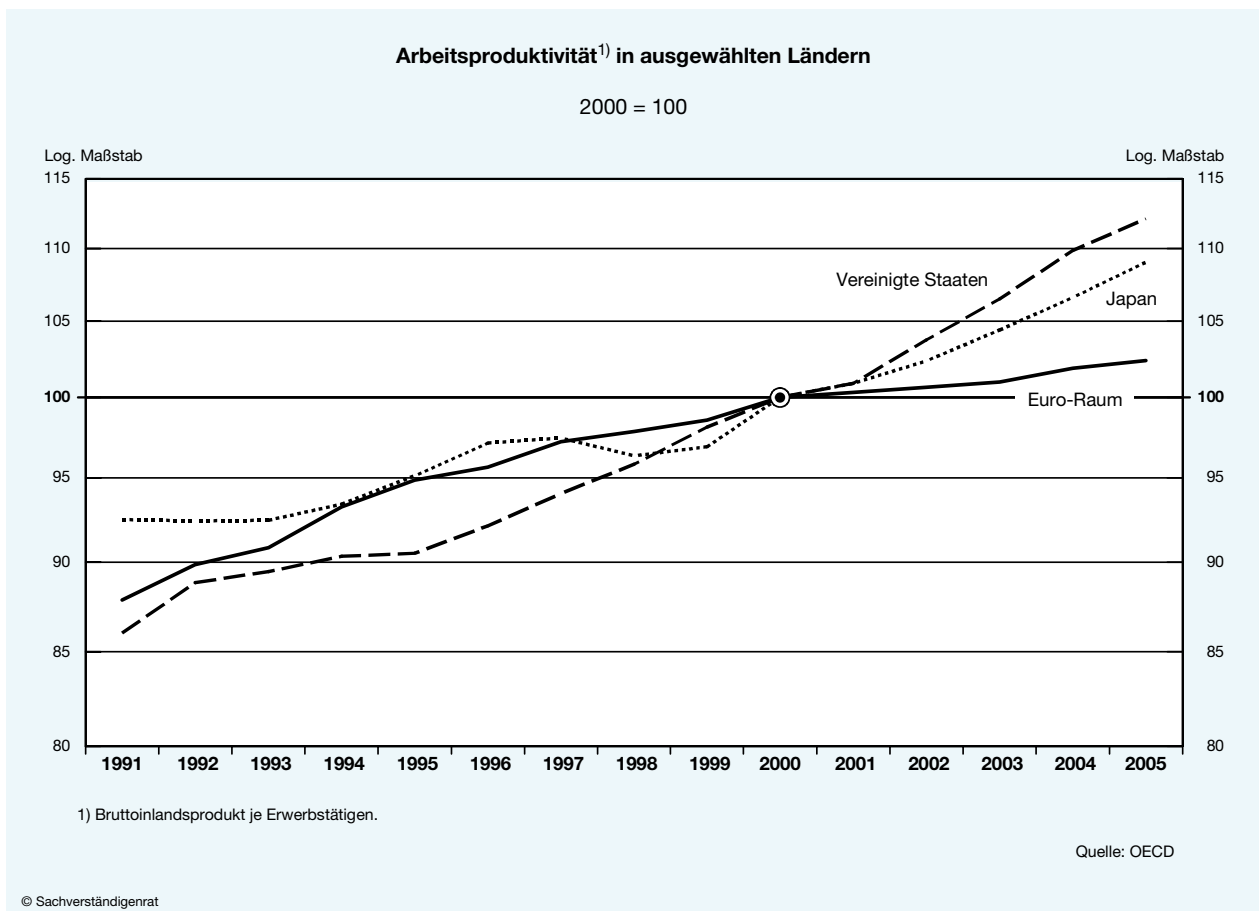
**163.** Die hier vorgenommene Diagnose steht im Gegensatz zu Erklärungsansätzen, die das US-Leistungsbilanzdefizit in einer hohen privaten Sparneigung im Rest der Welt begründet sehen (Bernanke, 2005; Dooley et al., 2005). Die weltweit gestiegene Nettoersparnis habe die Vereinigten Staaten zu einem Netto-Kapitalimporteuer werden lassen. Der Kapitalzufluss wiederum habe für relativ niedrige langfristige Zinsen in den Vereinigten Staaten gesorgt und somit die Sparneigung im Inland verringert. Aufgrund der großen Attraktivität der US-amerikanischen Unternehmen und der Finanzmärkte sei es weltweit zu einer hohen Präferenz für Anlagen in den Vereinigten Staaten gekommen.

**164.** Bei dieser Erklärung spielt das starke Produktivitätswachstum in den Vereinigten Staaten eine wichtige Rolle (Schaubild 33). Es macht den Standort für ausländische Investoren interessant, die vor allem im Informations- und Kommunikationssektor noch weitere technologische Fortschritte erwarten. Auf diese Weise kann es zu einem Zufluss ausländischen Kapitals kommen, der für sich genommen zu einer Aufwertung des US-Dollar führt. Auch die inländische Investitionsneigung und die Aktienkurse können durch hohe Produktivitätsfortschritte positiv beeinflusst werden. Sofern sich dies in verstärkter wirtschaftlicher Dynamik niederschlägt, kann sich dadurch ebenfalls eine Passivierung der Leistungsbilanz einstellen.

**165.** Wenn man sich diesem Erklärungsansatz anschließt, stellt sich das Problem, dass er zwar die Situation in den Jahren 1999 und 2000 gut beschreibt, aber mittlerweile die Attraktivität US-amerikanischer Unternehmen bei ausländischen Investoren deutlich gesunken ist. Im Bereich der Direktinvestitionen sind seither – mit Ausnahme des Jahres 2005 – per Saldo Mittel aus den Vereinigten Staaten abgeflossen (Schaubild 34, Seite 130). Zudem wurden in den letzten Jahren von den privaten Auslandsinvestoren per Saldo deutlich mehr US-amerikanische Anleihen als Aktien erworben. Schließlich ist in den letzten Jahren der Anteil der offiziellen Anleger sehr hoch gewesen. Hierbei handelt es sich überwiegend um Notenbanken, die Anlagen für die von ihnen am Devisenmarkt erworbenen Mittel suchen mussten.

**166.** Für die Kapitalzuflüsse scheint also vor allem die Rolle der Vereinigten Staaten als „sicherer Hafen“ im Vordergrund zu stehen. Finanziert werden dabei aber nicht die Investitionen produktiver inländischer Unternehmen, sondern vielmehr das Staatsdefizit und die Immobilienkäufe der privaten Haushalte. Letzteres wurde vor allem dadurch begünstigt, dass mittlerweile mehr als die Hälfte aller Hypotheken verbrieft werden.

Schaubild 33



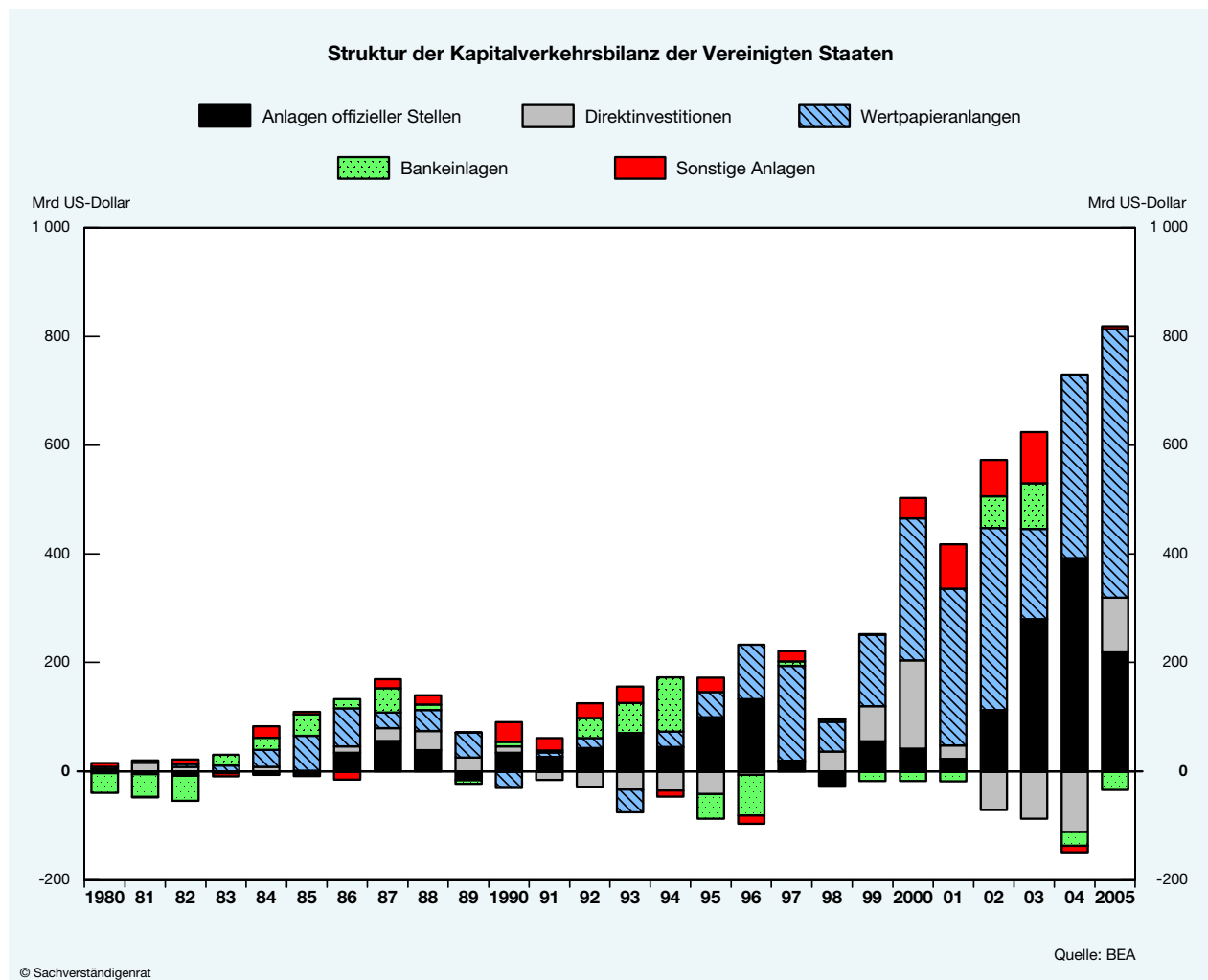
Auf der Seite der ausländischen Anleger stehen nicht private Investoren, die für ihr Alter vorsorgen, sondern vor allem Notenbanken oder andere offizielle Stellen, die eine Aufwertung der eigenen Währung zu verhindern versuchen. In den letzten Jahren bildeten Anlagen von Zentralbanken den bedeutendsten Posten der Gegenfinanzierung des Leistungsbilanzdefizits.

Bei aller Kritik an der These eines überwiegend durch externe Faktoren verursachten US-Leistungsbilanzdefizits verweist dieser Erklärungsansatz zu Recht auf die Bedeutung des ausländischen Kapitalzuflusses für das „Rätsel“ des im historischen Vergleich zeitweise extrem niedrigen Niveaus der langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten. Mit einer Normalisierung der von der Notenbank kontrollierten kurzfristigen Zinsen sind die Kapitalmarktrenditen für US-Dollar-Anlagen mittlerweile um rund einen Prozentpunkt angestiegen, sie sind aber mit einem Niveau von zuletzt 4,75 % noch immer als niedrig anzusehen.

## 2. Die Wechselkurspolitik in Asien als zusätzlicher Verstärker der globalen Dynamik

**167.** Außerhalb der Vereinigten Staaten ist die wichtigste exogene Ursache für die Leistungsbilanzungleichgewichte in der Wechselkurspolitik einer Reihe bedeutender Exportländer zu sehen. Ein im Vergleich dazu eher als endogen einzustufender Faktor ist die steigende Sparneigung in China.

Schaubild 34

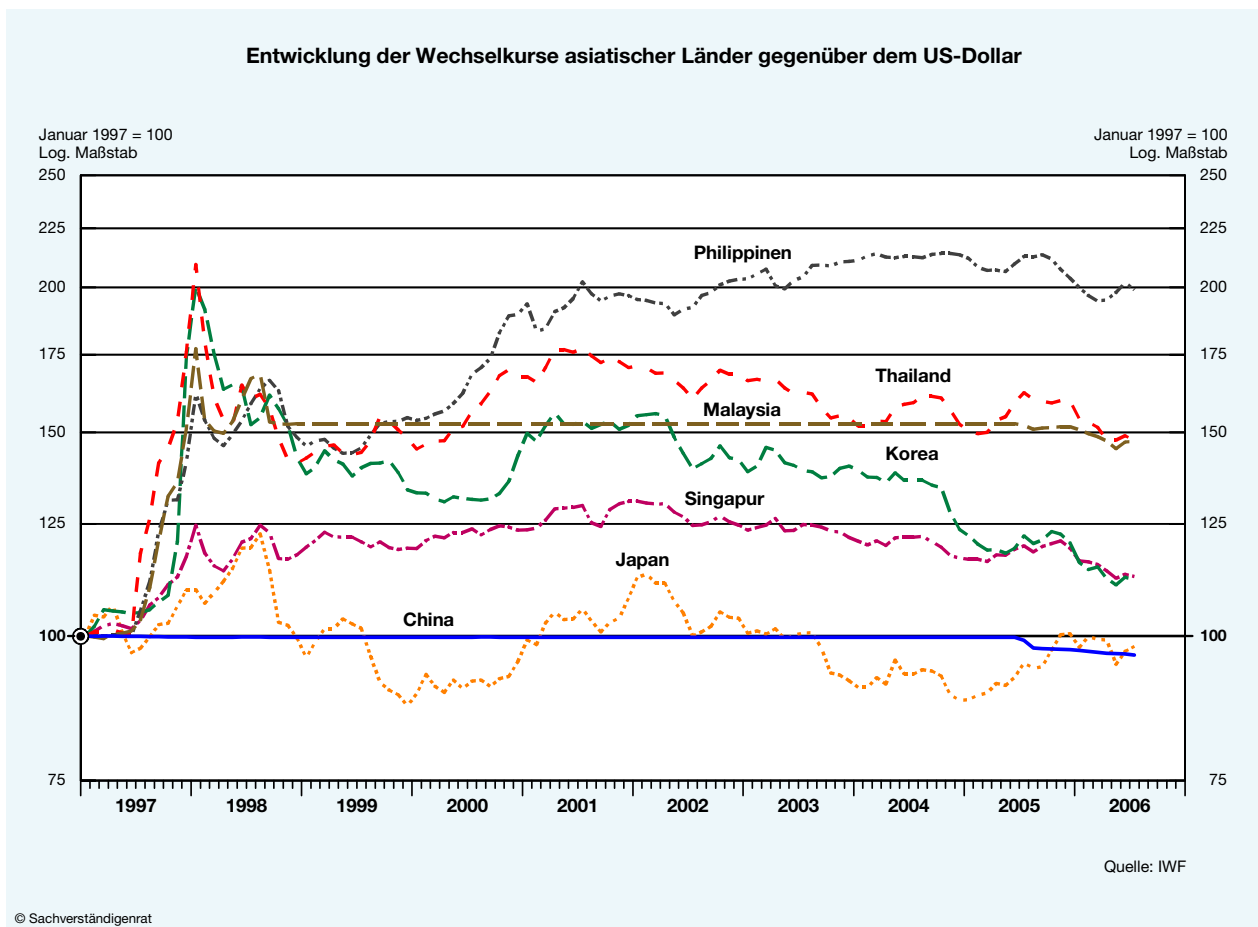


## Außenhandelsorientierte Wechselkurspolitik

**168.** Nach der ökonomischen Theorie müssten hohe Leistungsbilanzsalden früher oder später eine Anpassungsreaktion bei den Wechselkursen hervorrufen, die tendenziell zu einem Abbau der Ungleichgewichte führt. Dieser Ausgleichsmechanismus war in den letzten Jahren teilweise außer Kraft gesetzt. Die Ursache hierfür ist in ungewöhnlich umfangreichen **Devisenmarktinterventionen** insbesondere einer Reihe asiatischer Notenbanken und offizieller Institutionen zu sehen.

- Sehr aktiv waren in dieser Hinsicht die Länder, deren Währungen von der **Asienkrise** in besonderem Maße betroffen worden waren und die in der Vergangenheit eine am US-Dollar orientierte Wechselkurspolitik verfolgt hatten. In Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen und in Thailand sorgten die Notenbanken durch Ankäufe von US-Dollar dafür, dass es nach den starken Abwertungen des Jahres 1997 nur zu begrenzten Aufwertungsprozessen kommen konnte. Dies hatte zum einen den Vorteil, dass die Länder ihre in der Krise reduzierten Währungsreserven wieder aufzustocken vermochten. Zum anderen konnte damit die durch die Abwertung erzielte Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit beibehalten werden (Schaubild 35).

Schaubild 35



- Auch **Japan** begann bereits in den neunziger Jahren aktiv in den Devisenmarkt einzugreifen. Aufgrund einer sehr schwachen Binnennachfrage war es in den Jahren 1997 und 1998 zu einem deutlichen Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses gekommen, was für sich genommen auf eine Aufwertung des Yen hinwirkte. In Anbetracht der deflationären binnenwirtschaftlichen Situation des Landes war die japanische Wirtschaftspolitik bestrebt, eine solche Entwicklung zu verhindern.
- **China** nimmt in dieser Ländergruppe eine gewisse Sonderrolle ein, da seine Landeswährung in der Asienkrise nicht gegenüber dem US-Dollar abgewertet wurde. Dementsprechend erschien der Yuan zeitweise als eine eher überbewertete Währung. Der sehr starke Anstieg der Devisenreserven dieses Landes setzte deshalb erst ab dem Jahr 2001 ein.

Ohne diese umfangreichen Devisenmarktinterventionen wäre es zu einer stärkeren Aufwertung der Währungen in dieser Region gekommen. Dies hätte die Exportdynamik der asiatischen Länder vor allem in die Vereinigten Staaten beeinträchtigt und somit die wirtschaftliche Entwicklung insgesamt gebremst. Zugleich wären die Importe US-amerikanischer Produkte begünstigt worden.

**169.** Die expansive Wirtschaftspolitik der Vereinigten Staaten wurde darüber hinaus noch in einer etwas indirekteren Weise im asiatischen Raum verstärkt. Wenn eine Notenbank den Versuch unternimmt, den Wechselkurs ihrer Währung gegenüber dem US-Dollar zu steuern, gerät sie geld-

politisch zwangsläufig unter den Einfluss der Zinspolitik der US-amerikanischen Notenbank. Sobald die Märkte erkennen, dass gezielte Devisenmarktinterventionen stattfinden, werden sie den von ihnen vermuteten Wechselkurspfad mit den Zinsen für die Leitwährung und für die Landeswährung vergleichen. Ergibt sich dabei ein Renditevorteil für letztere, besteht ein hoher Anreiz für kurzfristige Kapitalimporte. Eine Notenbank, die den Wechselkurstrend zu beeinflussen versucht, muss also stets die Zinsdifferenz zum US-Dollar im Auge haben. Mit den zeitweise extrem niedrigen kurzfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten war daher in den asiatischen Ländern der Spielraum für eine dämpfende Zinspolitik eher gering. Durch diesen mehr oder weniger direkten **Zinsverbund** wurde die binnenwirtschaftliche Dynamik im asiatischen Raum zusätzlich gefördert.

Natürlich kann eine Notenbank versuchen, sich diesen Zwängen durch Kapitalverkehrskontrollen zu entziehen; dies gilt insbesondere für China. Auf der anderen Seite zeigt die Erfahrung, dass es bei einem attraktiven Zinsvorteil für eine Währung und einer gleichzeitigen Aufwertungserwartung auch mit sehr umfangreichen Beschränkungen des Kapitalverkehrs kaum möglich ist, sich von den internationalen Kapitalströmen erfolgreich abzuschirmen. So war es der Deutschen Bundesbank in der Endphase des Systems von Bretton Woods trotz sehr weitreichender Kontrollen des Kapitalimports nicht möglich gewesen, sich vor den massiven Zuflüssen von Spekulationsgeldern zu schützen. Wenn ein Land intensive Außenhandelsbeziehungen unterhält, bietet sich den Anlegern stets Spielraum für Kapitalimporte.

**170.** Eine Reihe von Ökonomen (Dooley et al., 2003) bezeichnet das heute in einigen Ländern sehr intensiv betriebene „managed floating“ gegenüber dem US-Dollar als „**Neues Bretton Woods**“. Diese Analogie ist nahe liegend, obwohl es auch erhebliche Unterschiede zwischen den beiden Arrangements gibt:

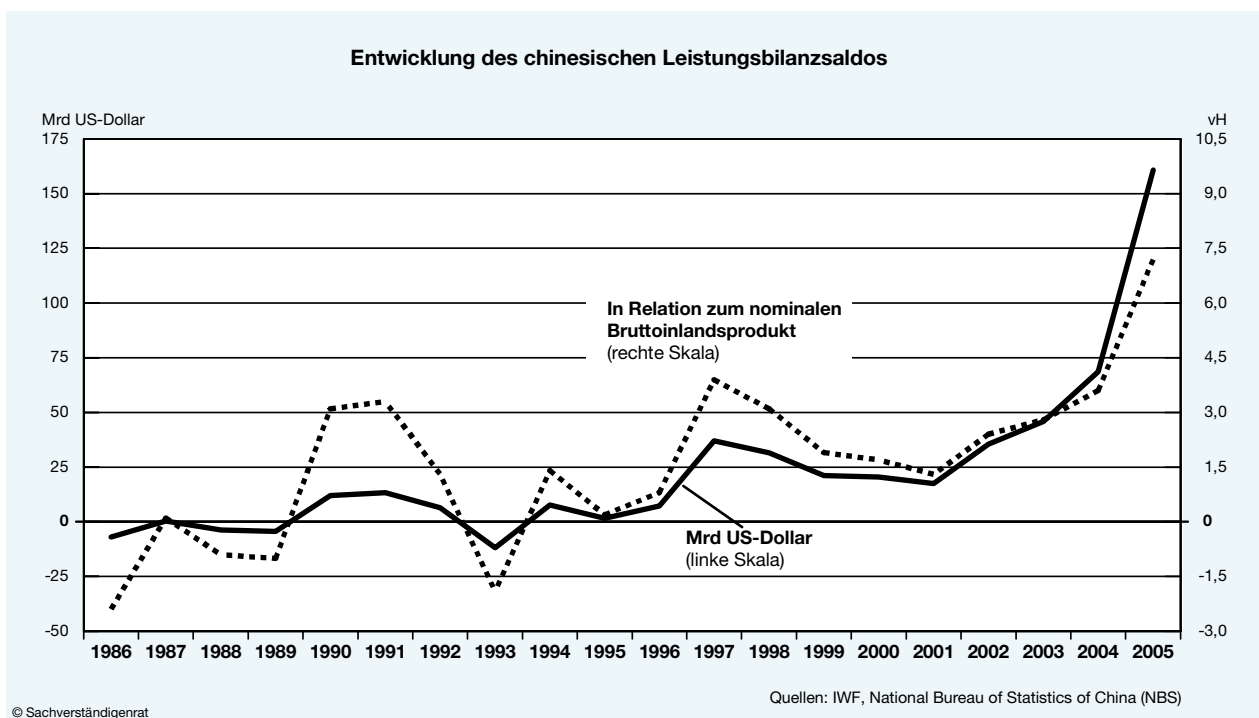
- So handelte es sich beim „alten“ System von Bretton Woods um ein internationales Währungsabkommen, das Ende des Jahres 1945 in Kraft getreten war und durch das die teilnehmenden Notenbanken völkerrechtlich verpflichtet waren, den Wechselkurs ihrer Währung gegenüber dem US-Dollar innerhalb einer festgelegten Parität zu stabilisieren. Die Statuten des Systems sahen zudem eine Goldeinlösungsverpflichtung der Vereinigten Staaten für die US-Dollar-Guthaben ausländischer Notenbanken vor. Demgegenüber geht die Währungspolitik der asiatischen Notenbanken einseitig von diesen Ländern aus, es fehlt an einer institutionellen Verankerung und damit an einer Einlösungsverpflichtung der US-amerikanischen Behörden. Allerdings wurde diese im „alten“ Bretton-Woods-System schon in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre gegenüber Deutschland und dann im Jahr 1971 generell außer Kraft gesetzt.
- Ähnlich wie in der Auflösungsphase des Bretton-Woods-Systems verfolgte die amerikanische Notenbank auch in den Jahren 2002 bis 2004 eine sehr expansive Zinspolitik. Verbunden mit einer Abwertungserwartung für den US-Dollar verstärkte das die spekulativen Kapitalabflüsse und schränkte den zinspolitischen Handlungsspielraum der übrigen Notenbanken erheblich ein. So kam es damals wie heute zu hohen Interventionsbeträgen. Im „alten“ Bretton-Woods-System wurde hiervon vor allem die Deutsche Bundesbank betroffen, deren Devisenreserven sich im Zeitraum von 1969 bis 1973 vervierfachten.

**171.** Heute wie damals fehlt es in den Überschussländern an der Bereitschaft, ihre Währungen rechtzeitig und angemessen gegenüber dem US-Dollar aufzuwerten, da sie in einem überbewerteten US-Dollar einen wichtigen Beitrag für ihre wirtschaftliche Entwicklung sehen. Dies vergrößert die Spannungen auf den Devisenmärkten. Die notwendigen Anpassungen sind umso schwerer zu bewerkstelligen, je länger sie hinausgezögert werden, da sie eine abrupte Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit eines Landes bedeuten und daher auf großen Widerstand der heimischen Industrie stoßen. Zudem nehmen mit steigenden Währungsreserven die mit einer Aufwertung der Landeswährung einhergehenden Bewertungsverluste zu (Kasten 10, Seite 155).

### Stark gestiegener Leistungsbilanzüberschuss in China

**172.** In China haben der feste Wechselkurs zum US-Dollar und eine allgemein strategisch ausgerichtete Exportpolitik zu einem deutlichen Anstieg des Leistungsbilanzsaldos beigetragen (Schaubild 36). Nach Japan weist diese Volkswirtschaft mittlerweile den höchsten Überschuss in ihren außenwirtschaftlichen Transaktionen auf. Hierbei handelt es sich um ein noch relativ junges Phänomen, da Exporte wie Importe noch bis zum Jahr 2004 nahezu im Gleichschritt expandierten. Der Leistungsbilanzsaldo ist zwar schon lange positiv, ein ungewöhnlich hohes Niveau sowohl in absoluter Höhe (160 Mrd US-Dollar) als auch in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (7,2 vH) erreichte er aber erst im Jahr 2005. Die bisher für das Jahr 2006 vorliegenden Daten deuten darauf hin, dass sich diese Tendenz weiter fortsetzen wird. So liegt der Handelsbilanzüberschuss in den ersten acht Monaten des Jahres 2006 mit 94,7 Mrd US-Dollar bereits um nahezu 60 vH über dem Vergleichswert des Vorjahres.

Schaubild 36



**173.** Eine besondere Dimension erhält der Überschuss in der chinesischen Leistungsbilanz aufgrund der Tatsache, dass das bilaterale Handelsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten gegenüber China etwa ein Viertel des gesamten Fehlbetrags des US-amerikanischen Außenhandels ausmacht.

Dabei sind die Importe der Vereinigten Staaten aus China jedoch nicht ungewöhnlich hoch. So liegt der Umfang in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2005 mit einem Wert von 2,1 vH kaum höher als in Deutschland mit 1,8 vH (Tabelle 18). Das Problem der **ungleichen Außenhandelsbeziehungen** besteht also vor allem darin, dass es US-amerikanischen Unternehmen relativ schwer fällt, für ihre Produkte einen ausreichenden Absatz in China zu finden. Nur etwa 0,3 vH der Exporte in Relation zum US-amerikanischen Bruttoinlandsprodukt finden Eingang in den chinesischen Markt. Bei dieser Übersicht wird auch deutlich, dass es deutschen Unternehmen mit einem Wert von 0,9 vH – insbesondere im Vergleich zu anderen europäischen Anbietern – recht gut gelungen ist, sich auf dem chinesischen Markt zu etablieren. Bezogen auf die gesamte Einfuhr der Vereinigten Staaten beträgt der Anteil chinesischer Waren 14 vH, bezogen auf die Ausfuhr beläuft sich der Anteil der nach China gelieferten Güter auf 5 vH.

Tabelle 18

Bedeutung des Außenhandels mit China für ausgewählte Länder im Jahr 2005		
vH <sup>1)</sup>		
Land	Importe	Exporte
Singapur .....	17,6	16,9
Malaysia .....	10,1	7,1
Thailand .....	6,4	5,3
Niederlande .....	5,1	0,5
Korea .....	4,9	7,9
Australien .....	2,5	1,7
Japan .....	2,4	1,8
Vereinigte Staaten .....	2,1	0,3
Deutschland .....	1,8	0,9
Vereinigtes Königreich .....	1,1	0,2
Italien .....	1,0	0,3
Russland .....	0,9	1,7
Frankreich .....	0,8	0,4

1) Importe/Exporte (Spezialhandel) jeweils in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

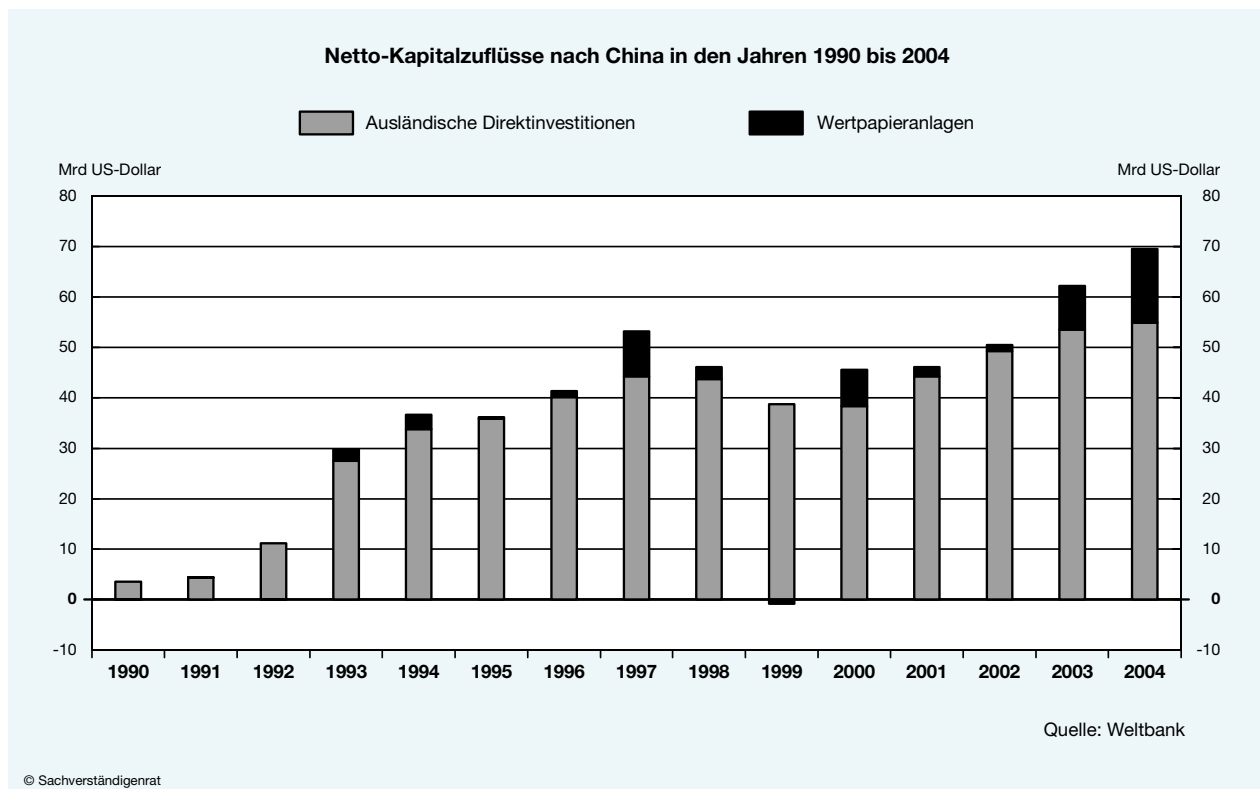
Quelle: IWF

**174.** Trotz des Überschusses in der Leistungsbilanz erhält China einen hohen Nettoimport von privatem Kapital (Schaubild 37). Dabei handelt es sich vor allem um **Direktinvestitionen**. Die Attraktivität des chinesischen Markts ist für ausländische Investoren nach wie vor hoch, auch wenn das Engagement in den letzten Jahren nicht mehr sehr stark zugenommen hat. Im Fall der Europäischen Union entfielen im Jahr 2004 rund 10 vH aller Direktinvestitionen auf China. Erheblich gestiegen sind daneben die Kapitalzuflüsse in Form von Wertpapieranlagen, bei denen vor allem die Erwartung einer Aufwertung des Yuan im Vordergrund stehen dürfte.

**175.** Für den Überschuss in der chinesischen Leistungsbilanz wird häufig die **hohe Sparneigung der chinesischen Bevölkerung** verantwortlich gemacht. Mit steigendem Einkommen ist die Sparquote der privaten Haushalte in den letzten Jahren deutlich angestiegen und liegt jetzt nach den vorliegenden Statistiken mit 27 vH auf einem im internationalen Vergleich sehr hohen Niveau

(Schaubild 38, Seite 136). Dabei bestehen – den offiziellen Daten zufolge – keine wesentlichen Unterschiede zwischen städtischer und ländlicher Bevölkerung, obwohl hier ein großes Einkommensgefälle vorherrscht.

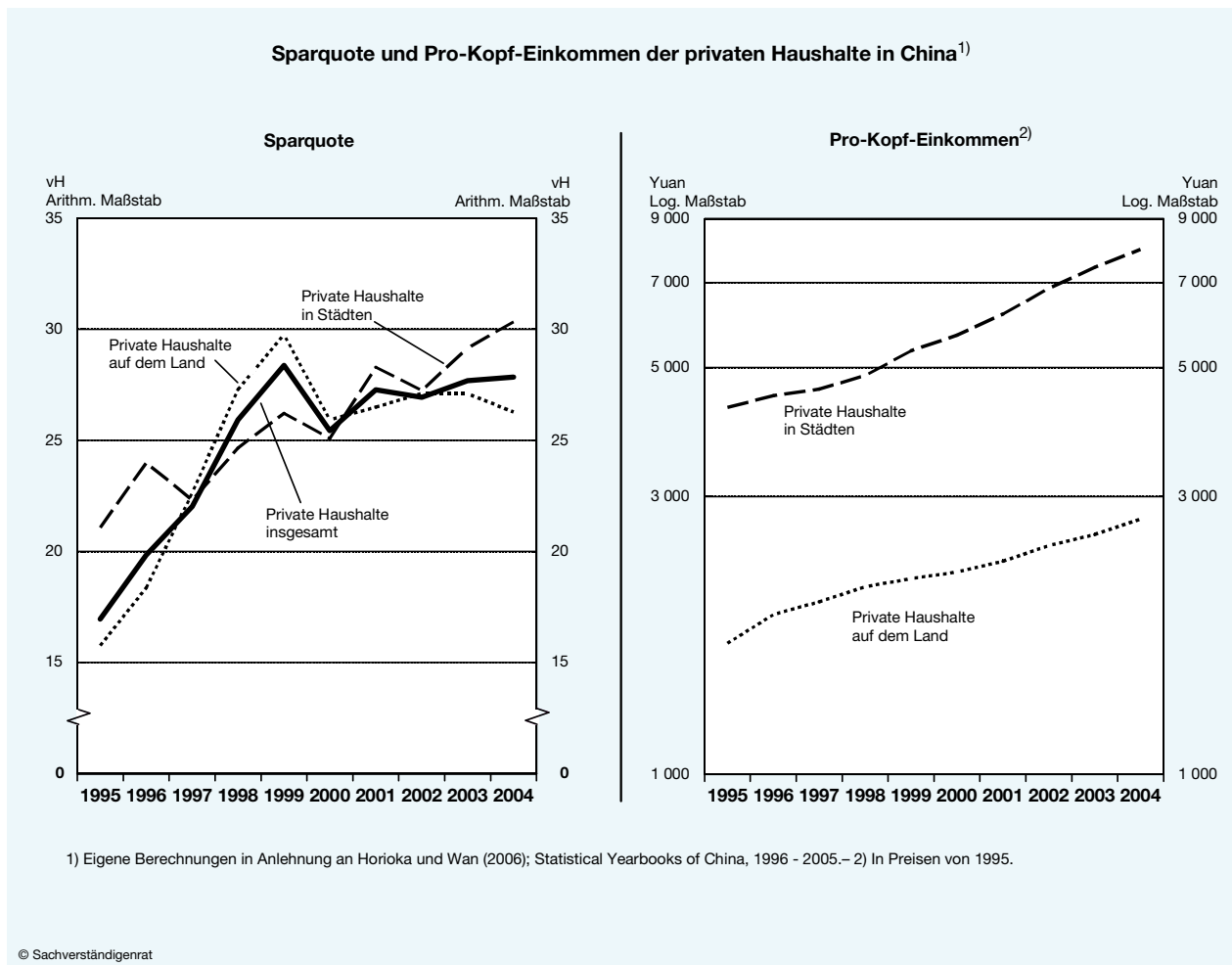
Schaubild 37



**176.** Eine wesentliche **Ursache für die hohe Ersparnisbildung** der privaten Haushalte liegt darin, dass es in China bislang an einem umfassenden sozialen Sicherungsnetz fehlt. In der Vergangenheit sind hierfür vor allem staatseigene Unternehmen zuständig gewesen. Die berühmte „eiserne Reisschale“ stellte ein unternehmensinternes soziales Sicherungssystem dar. Mit dem Vordringen privatwirtschaftlich organisierter Unternehmen müssen sich die Arbeitnehmer vermehrt durch individuelle Ersparnisse gegen die Lebensrisiken absichern. Diese Notwendigkeit ergibt sich auch daraus, dass aufgrund der „Ein-Kind-Politik“ die traditionelle Alterssicherung durch den Familienverband kaum noch möglich ist.

Die seit dem Jahr 1979 verfolgte Ein-Kind-Politik hatte das Ziel, die Bevölkerungsexplosion Chinas zu stoppen. Doch bereits vor der Einführung dieser Politik ging die Fertilitätsrate in den Jahren von 1970 bis 1979 von 5,8 auf 2,7 Kinder pro Frau zurück. Diese Entwicklung setzte sich in den darauf folgenden Jahren weiter fort, so dass die Fertilitätsrate auf 1,7 im Durchschnitt der Jahre 2000 bis 2005 fiel. Das führt zu einer sehr raschen **Alterung in der chinesischen Bevölkerung**. UN-Prognosen zufolge wird das Medianalter in China im Zeitraum der Jahre von 2005 bis 2050 um gut 12 Jahre auf knapp 45 Jahre ansteigen. Das ist im Vergleich zu der Zunahme des Medianalters in Deutschland von lediglich 5 Jahren im selben Zeitraum auf 47 Jahre beachtlich. Auch in der Entwicklung des Altenquotienten spiegelt sich die rasche Alterung wieder. Der Quotient ist definiert als das Verhältnis aller Personen, die älter sind als 64 Jahre, zur Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, das heißt zwischen dem 15. und 64. Lebensjahr. Auf der Datenbasis der UN-Prognosen dürfte der Altenquotient im Jahr 2050 rund 58 vH betragen und damit in etwa um den Faktor 5 höher ausfallen als im Jahr 2000.

Schaubild 38



**177.** Derzeit sind rund 580 Millionen Erwerbstätige nicht durch das Rentensystem erfasst, so dass nur rund 23 vH der Erwerbstätigen einen Anspruch auf eine staatliche Rente haben (Trinh, 2006). Der Ausbau eines transparenten und umfassenden Rentensystems könnte somit wesentlich dazu beitragen, dass sich die individuelle Sparneigung der privaten Haushalte vermindert und damit der Leistungsbilanzüberschuss der chinesischen Volkswirtschaft wieder abnimmt.

**178.** Im Vergleich mit anderen Volkswirtschaften ist die finanzielle Ersparnis des privaten Sektors insgesamt jedoch nicht außergewöhnlich hoch. Ermittelt man für das Jahr 2005 die **Nettogeldvermögensbildung** der privaten Haushalte und der Unternehmen vereinfacht als Differenz zwischen dem Leistungsbilanzüberschuss und dem Budgetsaldo, ergibt sich für China ein Wert von 8,9 vH bezogen auf das nominale Bruttoinlandsprodukt. Eine ähnlich hohe Netto-Geldvermögensbildung der privaten Haushalte findet man auch in Japan (8,9 vH), in Deutschland (7,5 vH) und in den Niederlanden (6,7 vH); Spitzenreiter ist die Schweiz mit einem Wert von 13,1 vH.

### 3. Der Ölpreis als endogener Verstärker der globalen Ungleichgewichte

**179.** Das Zusammentreffen einer sehr expansiven Wirtschaftspolitik in den Vereinigten Staaten mit einer ausgeprägt exportorientierten Entwicklungsstrategie in den asiatischen Ländern bescherte der Weltwirtschaft in den letzten drei Jahren eine ungewöhnlich hohe Dynamik. Die im Durchschnitt der Jahre 2004 bis 2006 erzielte Zuwachsrate von 3,7 vH lag um knapp 1 Prozentpunkt

über dem Durchschnitt des Zeitraums von 1992 bis 2003. Es ist dabei nicht überraschend, dass sich diese Entwicklung – zusammen mit angebotsseitigen Faktoren – in einem starken Anstieg der Rohstoffpreise niederschlug und damit den Ölförderländern zu sehr hohen Exporterlösen verhalf. Der reale, das heißt mit dem Verbraucherpreis deflationierte Anstieg der Ölexporteinnahmen war im Zeitraum der Jahre 2002 bis 2005 ebenso hoch wie in der Phase von 1973 bis 1981, die zwei Ölkrisen umfasste (IWF, 2006). Der Ölpreis ist somit als ein endogener Verstärker der Leistungsbilanzungleichgewichte anzusehen.

Mit dem Ölpreis sind die Exporteinnahmen der Ölförderländer massiv angestiegen. Da die Ölexportstaaten in den letzten Jahren jedoch nur rund die Hälfte ihrer zusätzlichen Einnahmen für höhere Importe verwendeten, haben sie mittlerweile enorme Leistungsbilanzüberschüsse angehäuft. Die geringe reale Absorption dieser Ländergruppe stellt für sich genommen einen belastenden Faktor für die Weltwirtschaft dar, der bisher jedoch durch die sehr hohe Ausgabenbereitschaft der Defizitländer ausgeglichen wurde. In Anbetracht des sich abzeichnenden Rückgangs der Verschuldungsneigung in den Vereinigten Staaten kommt es für die globale wirtschaftliche Entwicklung entscheidend darauf an, inwieweit die Importbereitschaft der Ölförderländer zunimmt. Die Erfahrungen früherer Ölpreiskrisen können in diesem Zusammenhang wichtige Anhaltspunkte liefern.

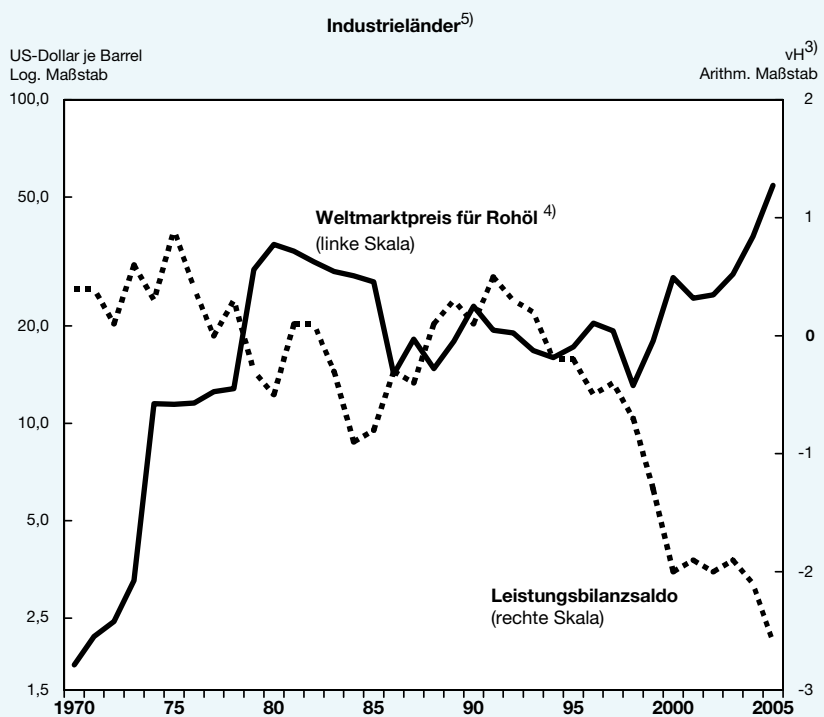
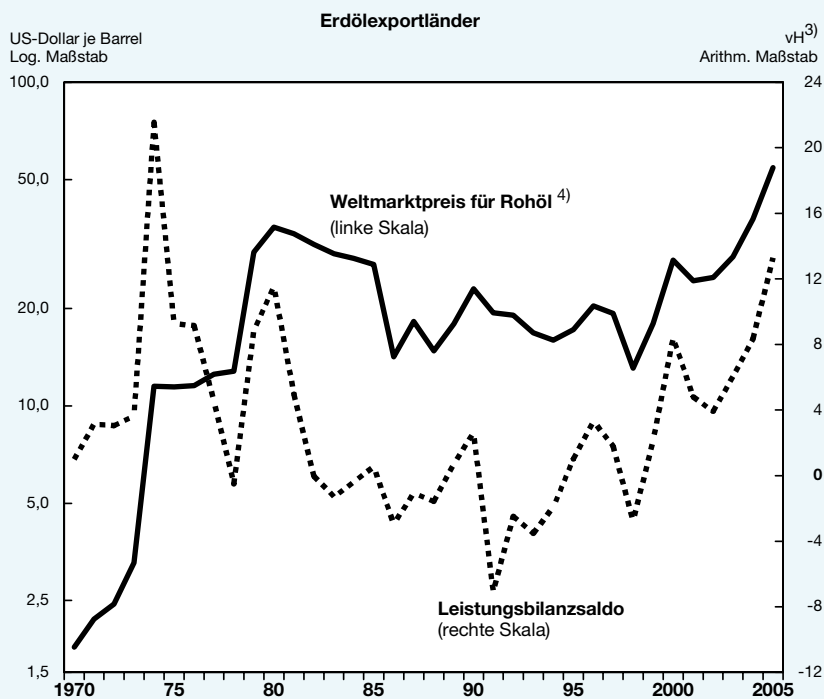
### **Der Zusammenhang zwischen Ölpreisen und Leistungsbilanzen**

**180.** Eine starke Verteuerung des Rohöls hat massive Auswirkungen auf die Leistungsbilanzen der Förderländer und der Verbraucherländer. Auf der einen Seite führen die erhöhten Exporteinnahmen zu einer Verbesserung der Leistungsbilanzsalden in den Ölförderländern. Auf der anderen Seite hat ein Anstieg der Ölpreise höhere Importausgaben und damit eine Verschlechterung der Leistungsbilanz der Verbraucherländer zur Folge, weil Produktionstechnologien nicht über Nacht geändert werden können. Auf mittlere Sicht sind jedoch ausgleichende Mechanismen zu erwarten. Durch die erhöhten Energiepreise sinken die realen Einkommen und die inländische Nachfrage in den Verbraucherländern. Dies führt zu einer geringeren Importnachfrage, so dass es zu einer partiellen Kompensation in der Leistungsbilanz kommt. In den Ölförderländern lässt der Einkommenszuwachs eine erhöhte Importnachfrage für Güter aus den Industrieländern erwarten, so dass sich die Leistungsbilanzungleichgewichte tendenziell vermindern. Die Dauer der Anpassungsprozesse und die damit verbundenen Kosten für die Importländer sind vom Offenheitsgrad der Volkswirtschaft, ihrer strukturellen Flexibilität und der Glaubwürdigkeit der Zentralbank abhängig. Außerdem spielen die erwartete Persistenz des Schocks und die Geschwindigkeit, mit der eine Überwälzung auf inländische Preise stattfindet, eine wichtige Rolle.

**181.** Bei den **Leistungsbilanzen der größten Ölexportländer** zeigte sich in der Vergangenheit eine positive Korrelation zum Ölpreis (Schaubild 39, Seite 138). Allerdings ist in den Jahren nach einem besonders massiven Ölpreisanstieg eine Verschlechterung der Leistungsbilanz zu beobachten, auch wenn der Ölpreis nicht nachgab. Eine Untersuchung mit Hilfe eines vektorautoregressiven (VAR-) Modells zeigt, dass Ölpreisschocks einen markanten, aber nur kurzfristigen Einfluss auf die Leistungsbilanz haben (IWF, 2006). Ein dauerhafter Anstieg des Ölpreises um 10 US-Dollar pro Barrel geht demnach in den Ölexportländern mit einer Erhöhung des Leistungsbilanzsaldos in Relation zum Bruttoinlandsprodukt von etwa 2 Prozentpunkten im ersten Jahr einher. Der Ef-

Schaubild 39

**Weltmarktpreis für Rohöl und Leistungsbilanzsaldo wichtiger Erdöllexportländer<sup>1)</sup> und Industrieländer<sup>2)</sup>**



1) Algerien, Irak, Iran, Kuwait, Libyen, Mexiko, Nigeria, Saudi-Arabien, Venezuela und Vereinigte Arabische Emirate.– 2) Deutschland, Japan und Vereinigte Staaten.– 3) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in vH.– 4) Mittelwert aus den drei Hauptölsorten (UK Brent, West Texas Intermediate und Dubai).– 5) Ordinatenmaßstab für Leistungsbilanzsaldo (rechte Skala) gestreckt.

fekt verliert sich jedoch nach zwei bis drei Jahren. Dies dürfte auf das mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung einsetzende realwirtschaftliche Recycling der Ölexporteinnahmen zurückzuführen sein. Nach den Mustern früherer Ölpreisschocks wäre in der nächsten Zeit somit ein deutlicher Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses der Ölförderländer zu erwarten.

**182.** Bei den **Leistungsbilanzen der Ölimportländer** ist kein im Zeitablauf stabiles Reaktionsmuster auf Ölpreisschocks zu erkennen. Zwar zeigt die VAR-Analyse, dass eine Ölpreisverteuerung tendenziell zu einer Verschlechterung der Leistungsbilanzsalden in den Industrieländern führt, jedoch fällt dieser Effekt zumeist nur sehr kurzfristig oder sogar insignifikant aus (IWF, 2006). Die US-Leistungsbilanz entwickelte sich über weite Strecken unabhängig vom Ölpreis, nicht zuletzt, weil die Nettoölimporte der Vereinigten Staaten früher vergleichsweise gering waren. Erst seit dem Ende der neunziger Jahre ist ein negativer Zusammenhang zu beobachten. Der japanische Leistungsbilanzsaldo ist aufgrund der Abhängigkeit von Öleinfuhren über den gesamten Zeitraum deutlich mit dem Ölpreis korreliert. Für Deutschland ist dieser Zusammenhang heute – anders als noch in den siebziger Jahren – nur sehr schwach ausgeprägt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der Energieanteil der gesamten deutschen Importe vergleichsweise gering ist, so dass die ölpreisbedingt höheren Energieaufwendungen in den letzten Jahren durch die sehr dynamische Ausfuhrentwicklung mehr als kompensiert worden sind.

### **Recycling der Öleinnahmen**

**183.** Für die zukünftige Entwicklung der globalen Leistungsbilanzungleichgewichte kommt es vor allem darauf an, wie schnell und in welcher Weise die Ölexporteinnahmen von den Ölförderstaaten wieder in die Abnehmerländer zurückfließen. Grundsätzlich sind für das **Recycling** zwei Kanäle zu unterscheiden. Realwirtschaftlich können die Ölexporteinnahmen für Leistungstransaktionen aus dem Ausland, das heißt für Konsumgüter sowie für Ausrüstungs- und Bauinvestitionen verwendet werden. Auf diese Weise kommt es unmittelbar zu einem Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte. Bei einem finanzwirtschaftlichen Recycling werden Kapitalanlagen im Ausland erworben – zum Beispiel in Form von Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen oder Bankeinlagen. Durch die Anlage der Überschüsse auf den internationalen Kapitalmärkten sinken die Zinssätze für die Anlagewährungen, so dass sich auch über diesen Kanal ein stabilisierender Effekt für die Verbraucherländer ergibt.

### **Realwirtschaftliches Recycling**

**184.** Bei der Reaktion der **Importnachfrage der Ölexportländer** ist grundsätzlich mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung zu rechnen. So ist insbesondere bei den sehr kapitalintensiven Investitionen in Förder- oder Raffineriekapazitäten Zeit für Planung, Entscheidungsfindung und Implementierung notwendig. Überdies ist angesichts der starken Schwankungen der Ölpreise in der Vergangenheit die Unsicherheit über die Dauerhaftigkeit einer Ölpreisverteuerung groß, so dass auch aus diesem Grund mit einem vorsichtigen Investitionsverhalten der Ölförderländer zu rechnen ist. In einer Reihe von Ländern wird – nicht zuletzt mit Blick auf die Endlichkeit der Ölvorkommen – ganz explizit eine Glättung der Ausgaben über die Zeit hinweg angestrebt. So gibt es in Norwegen einen „Government Pension Fund“, der den Großteil der Öleinnahmen des Landes erhält und sie unmittelbar wieder im Ausland anlegt, so dass diese Mittel nicht in den Staatshaushalt

fließen. Der Fonds soll vor allem zur Finanzierung des Rentensystems herangezogen werden. In Russland wurde im Jahr 2004 der „Stabilization Fund“ etabliert, in den die Ölexporterinnahmen fließen, die sich aus einem Ölpreis von über 27 US-Dollar ergeben.

**185.** Die Erfahrungen der Vergangenheit zeigen, dass die Importe der Ölländer erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung auf die höheren Ölpreise reagieren. Ein Indikator hierfür ist die **Grenzimportbereitschaft aus Ölexporterinnahmen**. Diese gibt an, welcher Anteil der zusätzlichen Ölexporterinnahmen aus der Ölpreisverteuerung für zusätzliche Importe aufgewendet wird. Da nur jährliche Daten zur Verfügung stehen und insofern eine Marginalbetrachtung nicht möglich ist, werden die betragsmäßigen Veränderungen zwischen zwei Jahren ins Verhältnis gesetzt.

Die Grenzimportbereitschaft der Ölexportländer lag in den früheren Ölkrisen noch im zweiten Jahr nach dem Schock teilweise deutlich unterhalb von 50 vH. Somit wurde weniger als die Hälfte der höheren Ölexporterinnahmen für zusätzliche Importe aufgewendet (Tabelle 19). Allerdings stieg die Grenzimportbereitschaft in allen drei Episoden im Zeitablauf an. Folglich dürfte auch gegenwärtig noch ein stärkeres realwirtschaftliches Recycling zu erwarten sein. Die Grenzimportbereitschaft war im derzeitigen Ölpreisschock bereits höher als in den früheren Phasen. Dies lässt sich allerdings damit erklären, dass der aktuellen Entwicklung bereits eine Periode steigender Ölpreise ab dem Jahr 1999 vorausging, die noch positiv auf die Grenzimportbereitschaft nachwirkte.

Tabelle 19

**Grenzimportbereitschaft aus Ölexporterinnahmen für wichtige OPEC-Länder<sup>1)</sup>**  
vH<sup>2)</sup>

	Welt	Darunter:				
		Vereinigte Staaten	Japan	Deutschland	Euro-Raum ohne Deutschland	Asiatische Schwellenländer <sup>3)</sup>
1973 - 1975	43,6	8,6	5,7	5,7	10,2	0,5
1973 - 1976	45,7	8,0	6,0	6,6	9,9	0,8
1973 - 1977	60,1	9,9	8,2	8,3	13,3	1,2
1978 - 1980 <sup>4)</sup>	20,3	2,5	2,3	0,1	6,7	1,4
1978 - 1981 <sup>4)</sup>	31,8	5,2	4,9	1,4	9,3	2,3
1978 - 1982 <sup>4)</sup>	66,1	10,0	11,3	5,5	16,5	4,3
2003 - 2005	57,0	6,7	1,7	4,1	10,8	8,8

1) Algerien, Irak, Iran, Kuwait, Libyen, Nigeria, Saudi-Arabien, Venezuela und Vereinigte Arabische Emirate. - 2) Zusätzliche Importe in vH der zusätzlichen Ölexporterinnahmen zwischen zwei Zeitpunkten. - 3) China, Korea und Thailand. - 4) Ohne Irak und Nigeria.

Quelle für Grundzahlen: IWF; eigene Berechnungen

Die Verteilung der höheren Importe auf die einzelnen Regionen ist im Zeitablauf recht unterschiedlich ausgefallen. So nahm die Grenzimportbereitschaft gegenüber den Vereinigten Staaten während der ersten Ölkrise nur geringfügig zu oder fiel sogar ab. Dagegen stieg die Grenzimport-

bereitschaft gegenüber Japan und Deutschland im Zeitablauf stets an. Übertragen auf den aktuellen Ölpreisschock lässt sich daher vermuten, dass diese beiden Länder in den folgenden Jahren noch vermehrt vom realwirtschaftlichen Recycling profitieren werden. Allerdings ist bei diesen Berechnungen zu beachten, dass im Fall der Vereinigten Staaten die Nachfrage aus dem Ölexportland Mexiko und für Deutschland die Nachfrage aus Russland und Norwegen nicht berücksichtigt werden konnten.

**186.** Genauere Informationen über den Zusammenhang und zeitlichen Verlauf der Beziehung zwischen Ölexporteinnahmen und Importen lassen sich mittels eines **vektorautoregressiven Modells** gewinnen (Kasten 8). Eigene Schätzungen ergeben, dass die Ölexportstaaten ab dem zweiten Jahr nach einem unerwarteten Ölpreisanstieg ihre Importausgaben signifikant erhöhen. Der Höhepunkt der Importbereitschaft wird nach drei bis vier Jahren erreicht, die Importe bleiben jedoch noch über Jahre hinweg oberhalb des Ausgangsniveaus. Die Ölexporteinnahmen können dabei einen Großteil der Schwankungen in den Importausgaben der Ölexportstaaten erklären.

Eine Differenzierung der Importausgaben nach Herkunftsregionen zeigt, dass die Importnachfrage gegenüber Deutschland und Japan etwas später ihren Höhepunkt erreicht und stärker reagiert, wohingegen sich die Importe aus den Vereinigten Staaten schneller ausweiten, aber im Vergleich zu den beiden anderen Staaten nicht ganz so kräftig ansteigen.

#### Kasten 8

##### **Die Auswirkungen der Ölexporteinnahmen auf die Importnachfrage der Ölexportländer**

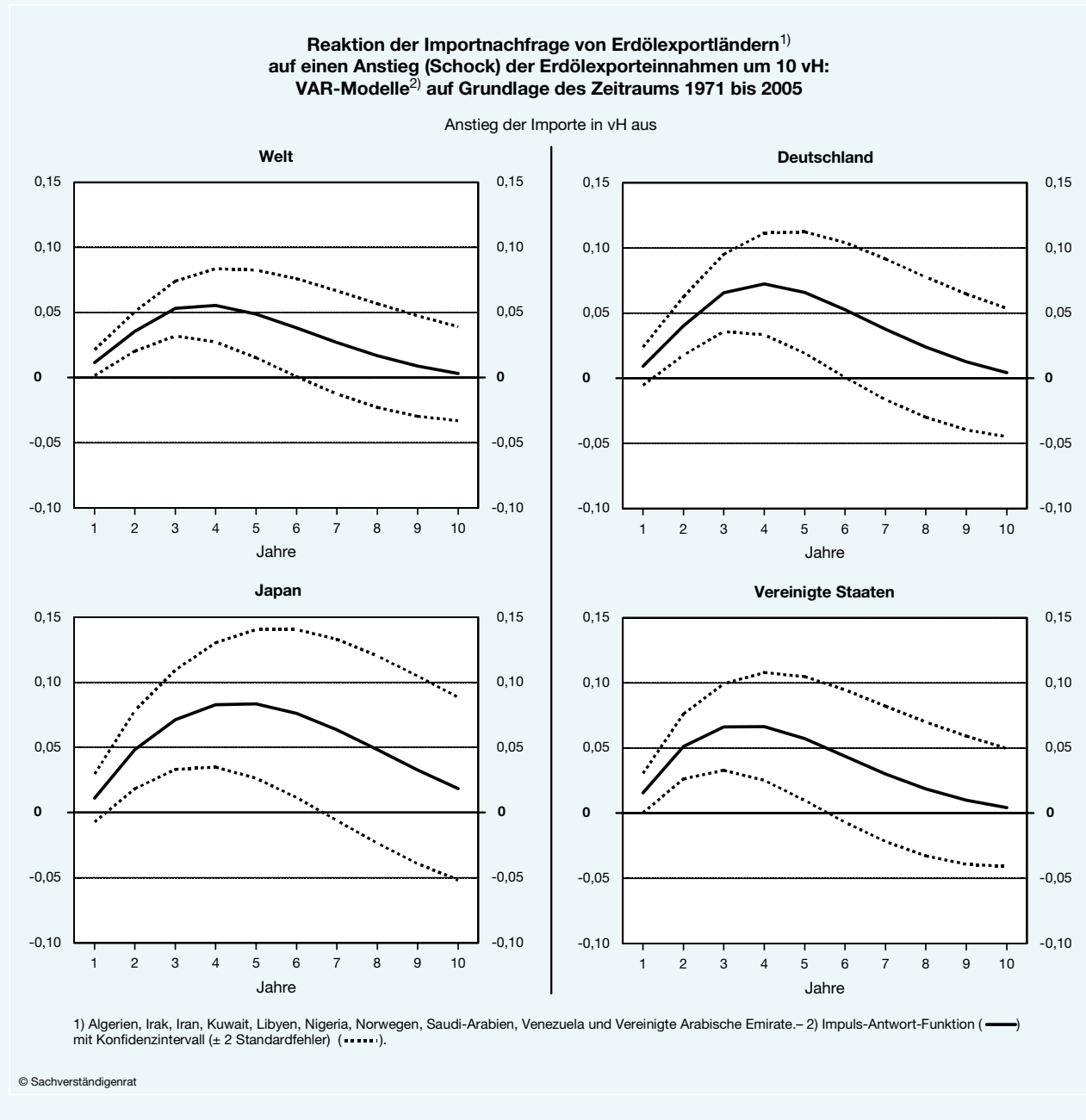
Die Beziehung zwischen Ölexporteinnahmen und der Importnachfrage als Ausdruck des realwirtschaftlichen Recyclings der Ölexportländer kann mithilfe eines vektorautoregressiven (VAR-)Modells näher untersucht werden. Die aus dem VAR-Modell ableitbaren Reaktionen (Impuls-Antwort-Funktionen) zeigen, wie die Importe der Ölexportstaaten kurz- und mittelfristig auf einen unerwarteten Anstieg der Ölexporteinnahmen reagieren (Schaubild 40, Seite 142).

Das Modell enthält die Importe der Ölexportstaaten und die Ölexporteinnahmen als endogene Variablen, die jeweils in Relation zur Weltproduktion gesetzt wurden. Die Schätzung wurde sowohl für die aggregierte Importnachfrage der Ölexportstaaten, als auch separat für die Importe aus den einzelnen Regionen – Vereinigte Staaten, Japan und Deutschland – durchgeführt. Als Ölexportstaaten wurden die Länder (Algerien, Irak, Iran, Kuwait, Libyen, Nigeria, Norwegen, Saudi-Arabien, Venezuela und Vereinigte Arabische Emirate) berücksichtigt, für die Zeitreihen der Jahre von 1971 bis 2005 vorlagen.

Die Schätzungen belegen einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen den Ölexporteinnahmen und den Importen. Ein Großteil der Varianz der Importausgaben lässt sich durch die Ölexporteinnahmen erklären, was auf eine weiterhin hohe Abhängigkeit dieser Staaten von der Ölpreisentwicklung hindeutet. Die Ergebnisse erweisen sich darüber hinaus als äußerst robust gegenüber unterschiedlichen Spezifikationen. Die Importausgaben des Gesamtaggregats steigen bis zum vierten Jahr und liegen noch über mehrere Jahre oberhalb des Niveaus vor dem Schock. Die Importnachfrage der Ölexportländer aus Deutschland und Japan erreicht erst nach vier Jahren ihren Höhepunkt. Dagegen reagieren die Importe aus den Vereinigten Staaten schneller, zeigen dann

aber auch bereits nach fünf Jahren keinen signifikanten Effekt mehr. Die Höhe des maximalen Importanstiegs der Ölexportländer nach einer unerwarteten Erhöhung der Ölexporteinnahmen um 10 vH liegt zwischen 6,6 vH aus den Vereinigten Staaten und 8,3 vH aus Japan. Die Importe aus der Welt insgesamt erhöhen sich nur um 5,5 vH.

Schaubild 40

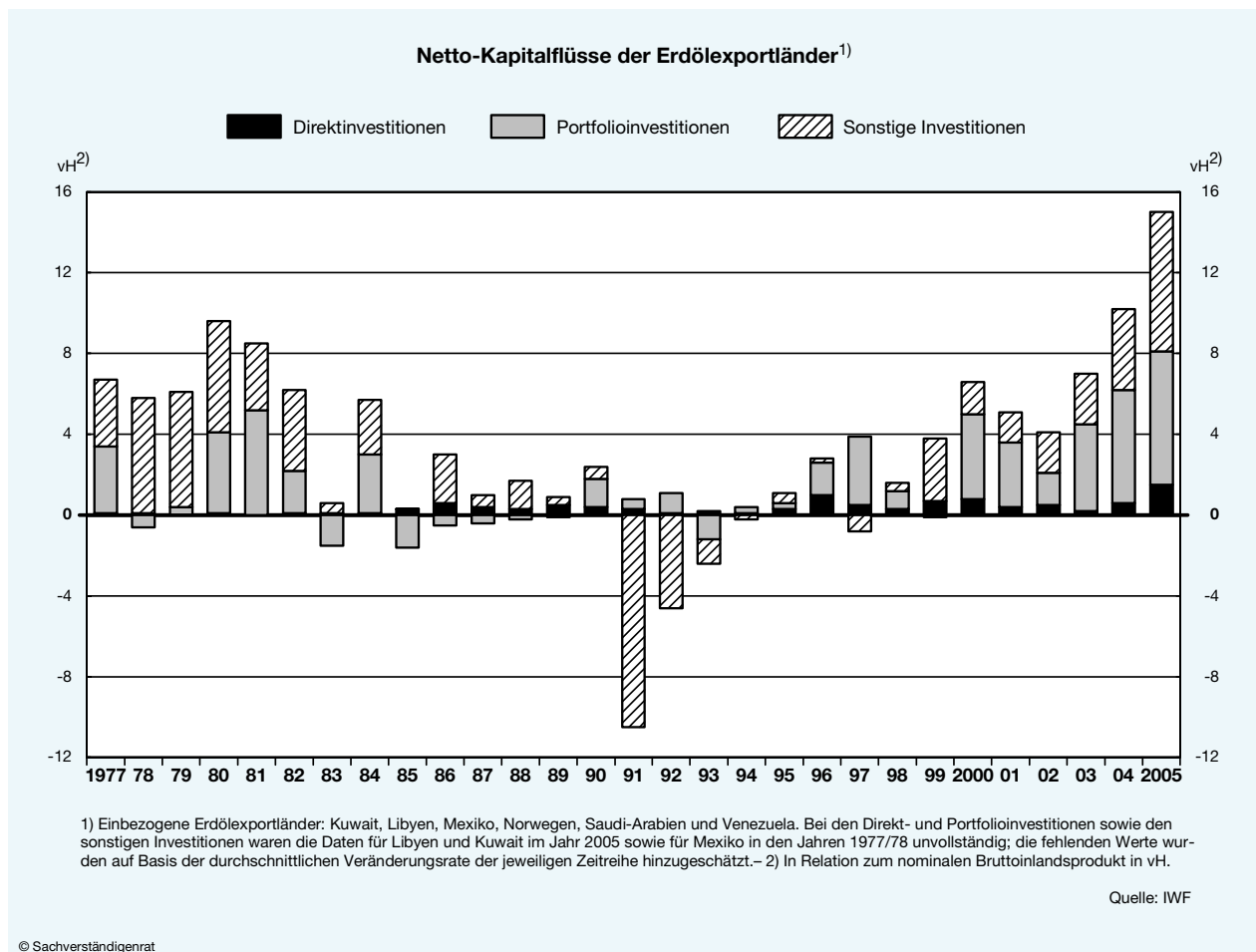


**187.** Insgesamt zeigt sich für das realwirtschaftliche Recycling, dass die Importbereitschaft der Ölexportstaaten im Vergleich zu früheren Ölpreisschocks zwar schon recht hoch ausfällt, aber deutlich hinter den gestiegenen Ölexporteinnahmen zurückbleibt. Ein weiterer Anstieg ist jedoch noch zu erwarten, da die Importausgaben der Ölexportländer im Allgemeinen verzögert auf Ölpreisverteuerungen reagieren.

### Finanzwirtschaftliches Recycling

**188.** Wenn die steigenden Ölexporteinnahmen nicht für Waren und Dienstleistungen ausgegeben werden, kommt es zu einem „finanzwirtschaftlichen Recycling“, bei dem liquide Anlagen, aber auch Beteiligungen an Unternehmen in der Form von Direktinvestitionen im Ausland gewählt werden können. Im Vergleich zur letzten Ölkrise stehen den Ölexportländern absolut mehr Mittel für Anlagen zur Verfügung (BIZ, 2005). Bei der Aufgliederung der Auslandsinvestitionen zeigt sich, dass in den letzten Jahren insbesondere die „sonstigen Investitionen“ – hierbei handelt es sich vor allem um Anlagen in festverzinslichen Wertpapieren – gestiegen sind, während die Direkt- und die Portfolioinvestitionen nur vergleichsweise schwach zugenommen haben (Schaubild 41). Im Verlauf der zweiten Ölkrise stiegen in den Jahren 1980 und 1981 vor allem die Portfolioinvestitionen, während die sonstigen Investitionen sogar tendenziell rückläufig waren. Die Direktinvestitionen legten im Jahr 2005 relativ gesehen kräftig zu, allerdings war ihr Anteil an den gesamten Auslandsinvestitionen nach wie vor sehr gering.

Schaubild 41



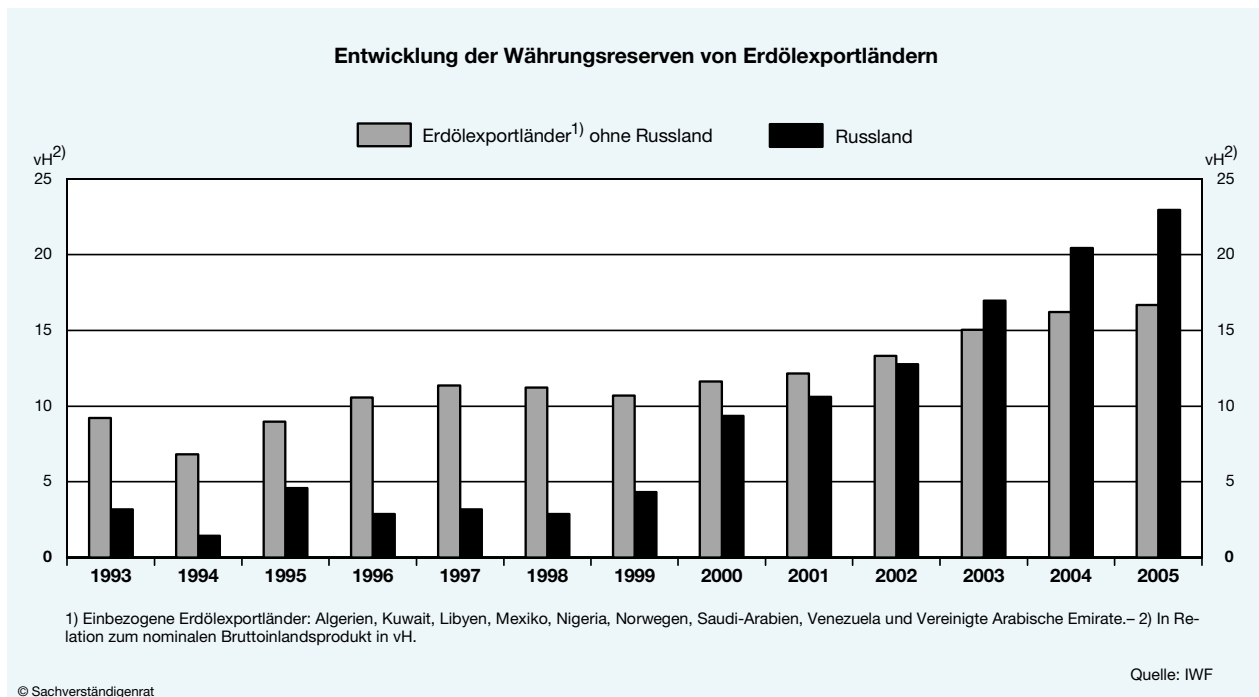
**189.** Der mengenmäßige und zeitliche Zusammenhang zwischen der Ölpreisentwicklung und den verschiedenen Formen des finanzwirtschaftlichen Recycling kann ebenfalls mit Hilfe eines VAR-Modells genauer analysiert werden. Die eigenen Schätzungen zeigen, dass die Portfolioinvestitionen sehr kurzfristig auf eine unerwartete Erhöhung der Ölexporteinnahmen reagieren und kräftig steigen. Die Anlagen in festverzinslichen Wertpapieren nehmen ebenfalls zu, allerdings ist in die-

sem Fall die Erhöhung weniger schwungvoll, dafür aber länger anhaltend. Im Gegensatz dazu erweist sich der Einfluss der Ölexporteinnahmen auf die Direktinvestitionen als gering. Insgesamt legen die Ergebnisse den Schluss nahe, dass höhere Ölexporteinnahmen vorwiegend in Portfolioanlagen und festverzinslichen Wertpapieren investiert werden.

Detaillierte Aussagen darüber zu erhalten, wo die Investitionen nach dem jüngsten Ölpreisschock getätigt wurden, ist schwierig, da die Ölexportstaaten im Allgemeinen ihre Kapitalabflüsse nicht weiter nach Anlageländern aufschlüsseln. Rund 70 vH der von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich erhobenen kumulierten Auslandsinvestitionen konnten keinem Investitionsstaat zugeordnet werden (BIZ, 2005). Während des zweiten Ölpreisschocks in den Jahren 1978/79 betrug dieser Anteil nur 51 vH. Verantwortlich hierfür ist in erster Linie die Tatsache, dass Finanzgeschäfte früher hauptsächlich über Banken abgewickelt wurden, während heute zumeist mehrere Finanzintermediäre, häufig in London oder in Offshore-Zentren, eingeschaltet werden. Die Folge ist, dass die Herkunft der Finanzströme kaum noch nachvollziehbar ist und dass das Anlagevolumen der Ölexportländer systematisch unterschätzt wird. Darüber hinaus gibt es Hinweise, dass die Finanzanlagen dieser Länder insgesamt stärker diversifiziert werden. So dürften die Ölexporteinnahmen auch in *Hedge-Fonds* und in *Private Equity Fonds* angelegt werden, die keine Informationen über die Kapitalgeber bereitstellen.

**190.** Ein Teil der Ölexporteinnahmen wird seit dem Jahr 2002 verstärkt in der Form von **Währungsreserven** angelegt (Schaubild 42). Dies ist insbesondere in Russland zu beobachten, das in den Jahren 2002 bis 2005 seine Währungsreserven um 132 Mrd US-Dollar aufstockte. Die anderen Ölexportstaaten haben ihre Währungsreserven im gleichen Zeitraum um insgesamt 144 Mrd US-Dollar erhöht.

Schaubild 42



Der US-Dollar ist nach wie vor die **dominierende Anlagewährung in den Devisenreserven** der Ölexportländer. In den Jahren 1999 bis 2004 gewann jedoch der Euro zunehmend an Bedeutung. Ausgelöst wurde diese Bewegung vermutlich sowohl durch die Abwertung des US-Dollar gegen-

über dem Euro als auch durch die zunehmende Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungsräumen zugunsten des Euro-Raums. In den Jahren 1999 bis 2004 ist der Anteil des Euro in den Einlagen der OPEC-Länder bei Banken im Berichtsgebiet der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich um 13 Prozentpunkte gestiegen (BIZ, 2005). Parallel zum Zinsanstieg in den Vereinigten Staaten wandelte sich das Mischungsverhältnis der Währungen ab Mitte des Jahres 2004 jedoch zugunsten des US-Dollar, und der Anteil der US-Dollar-Reserven nahm wieder um 8 Prozentpunkte zu. In letzter Zeit mehrten sich umgekehrt Anzeichen und Ankündigungen, den Euro wieder stärker zu gewichten. So kündigte beispielsweise die Zentralbank der Vereinigten Arabischen Emirate Mitte des Jahres 2006 an, 10 vH ihrer US-Dollar-Bestände zugunsten des Euro umzuschichten. Diese Schwankungen offenbaren, dass das Mischungsverhältnis der Währungen in den Depots der Ölexportländer in der jüngsten Vergangenheit sensitiv auf Zinsdifferenzen zwischen dem Euro-Raum und den Vereinigten Staaten reagierte.

**191.** Als **Fazit** lässt sich festhalten, dass die Ölpreisverteuerung in den vergangenen Jahren massiv zu einer Verschärfung der globalen Ungleichgewichte beigetragen hat. Dies liegt vor allem daran, dass sich die Ölexporterinnahmen bisher nur teilweise in einer höheren Importnachfrage niedergeschlagen haben. Die Erfahrungen aus der Vergangenheit deuten darauf hin, dass in den nächsten Jahren mit einer weiteren Anpassung zu rechnen ist, die tendenziell zu einer Entlastung der globalen Ungleichgewichte beitragen sollte. Die Vereinigten Staaten werden jedoch eher etwas weniger stark von der weiteren Importnachfrage profitieren, so dass das realwirtschaftliche Recycling der Ölexporterinnahmen nur in begrenztem Umfang zum Abbau des US-Leistungsbilanzdefizits beitragen kann.

#### IV. Anpassungsprozesse und ihre Risiken

**192.** In den hohen Leistungsbilanzungleichgewichten spiegelt sich das Zusammenwirken wirtschaftspolitischer Weichenstellungen – vor allem in den Vereinigten Staaten und wichtigen asiatischen Ländern – mit endogenen Faktoren, wie den Preisen von Rohstoffen und Immobilien, die zumindest zeitweise selbstverstärkend gewirkt haben. Für die Weltwirtschaft hat sich all das bisher nicht nachteilig ausgewirkt. Im Gegenteil gibt es in den letzten 25 Jahren keine Phase eines so anhaltenden und kräftigen Wachstums wie im Zeitraum von 2004 bis 2006. Das bedeutet jedoch nicht, dass diese Konstellation noch über längere Zeit anhalten muss. In diesem Abschnitt soll untersucht werden, an welchen Stellen bereits Spannungen zu erkennen sind, über welche Kanäle es zu Anpassungen kommen kann und welche wirtschaftspolitischen Maßnahmen erforderlich sind, um die Risiken für die Weltwirtschaft so gering wie möglich zu halten.

##### 1. Die Grenzen der Verschuldung in den Vereinigten Staaten

**193.** In der Analyse der Tragfähigkeit nehmen die Vereinigten Staaten als größtes Schuldnerland eine zentrale Position ein. Dabei ist zunächst die Vermögenssituation des Landes insgesamt von Bedeutung. Über diese aggregierte Betrachtungsweise hinaus sind aber auch die Verhältnisse in einzelnen Sektoren der US-amerikanischen Volkswirtschaft nicht zu vernachlässigen. Hier steht die Situation der privaten Haushalte im Mittelpunkt, da sich dort die größten Finanzierungsprobleme erkennen lassen.

### Wie tragfähig ist die Verschuldungssituation der US-amerikanischen Volkswirtschaft?

**194.** Die gewaltige Höhe des Leistungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten wirft die Frage auf, ob ein derartiges außenwirtschaftliches Ungleichgewicht dauerhaft Bestand haben kann. Hierzu ist es entscheidend, die Tragfähigkeit der Leistungsbilanz und der Nettoauslandsposition zu beurteilen.

**195.** Bei intertemporaler Betrachtungsweise ist die Tragfähigkeit der Auslandsverschuldung einer Volkswirtschaft grob gesprochen dann gegeben, wenn der Barwert der für die Zukunft erwarteten Nettoexporte der aktuellen Nettoauslandsverschuldung entspricht (Kasten 7, Seite 114). Dies würde erfordern, dass die Vereinigten Staaten als Netto-Schuldnerland langfristig einen Überschuss in der Außenhandelsbilanz aufweisen. Bei einem Defizit in der Handelsbilanz von rund 5,8 vH ist die US-amerikanische Volkswirtschaft davon weit entfernt. Denkbar wäre auch, Tragfähigkeit so zu interpretieren, dass das aktuelle Niveau der Nettoauslandsposition bezogen auf das nominale Bruttoinlandsprodukt konstant bleibt (Gleichung 16 in Kasten 7). Bei einem nominalen Wachstum der US-amerikanischen Wirtschaft von rund 5 vH und einer Nettoauslandsverschuldung von 22 vH im Jahr 2005 dürfte das Leistungsbilanzdefizit nicht höher als rund 1 vH in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt ausfallen.

Während bei einer langfristigen Betrachtungsweise außer Zweifel steht, dass das Defizit in der derzeitigen Höhe nicht tragfähig ist, stellt sich die Frage, ob die Vereinigten Staaten damit kurz- oder mittelfristig an Finanzierungsgrenzen stoßen könnten. Wenig hilfreich sind Definitionen, wonach eine Situation dann als „tragfähig“ definiert wird, wenn sie selbst keine Marktkräfte freisetzt, beispielsweise in Form einer Änderung des Wechselkurses oder des Zinssatzes, die die Höhe des Schuldenstands oder des Leistungsbilanzsaldos verändern (Mann, 2004). Das Problem besteht dabei darin, dass die Anpassungsreaktionen durch die Märkte häufig sehr spät, dann aber äußerst abrupt erfolgen und deshalb mit erheblichen Friktionen verbunden sein können.

Aufgrund dieser Schwierigkeiten wird in der Diskussion über die globalen Ungleichgewichte häufig mit Daumenregeln oder Indikatoren zur Tragfähigkeit operiert, die sich sowohl bei der Höhe der Nettoauslandsverschuldung als auch der des Leistungsbilanzdefizits letztlich an den Erfahrungswerten anderer Schuldnerländer orientieren.

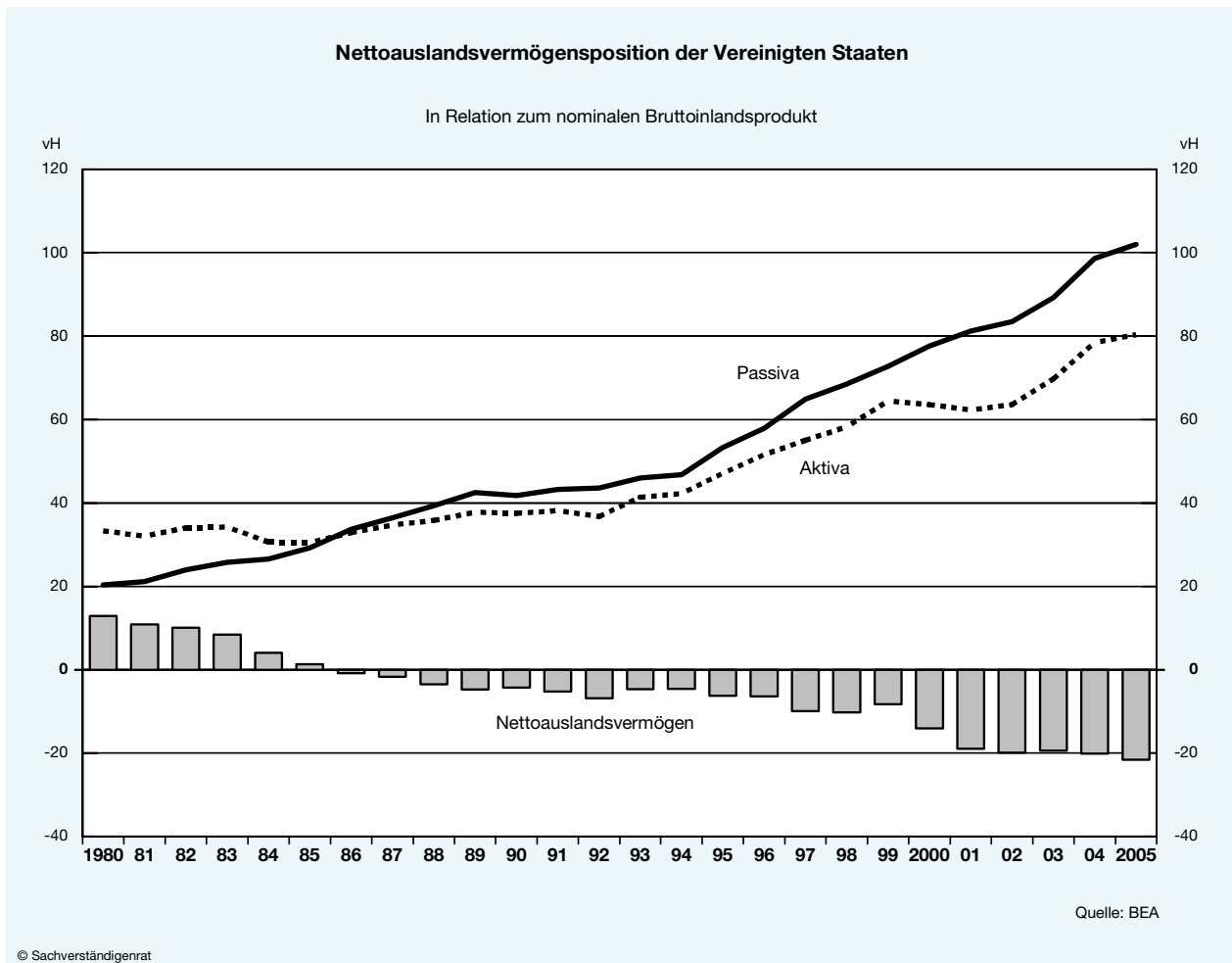
### Ist die Nettoauslandsposition der Vereinigten Staaten ein Problem?

**196.** Die internationale Vermögensposition eines Landes wird durch die Nettoauslandsposition abgebildet. Diese Größe errechnet sich als Differenz zwischen den von Inländern im Ausland gehaltenen Anlagen abzüglich des von Ausländern im Inland gehaltenen Vermögens. Für die Vereinigten Staaten hat sich die Nettoauslandsposition in den letzten Jahren deutlich verschlechtert. Während sich Anfang der achtziger Jahre noch ein positiver Saldo in Höhe von 13 vH ergab, hatten sich bis Ende des Jahres 2005 Nettoschulden gegenüber dem Ausland in Höhe von 22 vH jeweils in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt angehäuft (Schaubild 43).

**197.** Die Erfahrung der Jahre 2002 bis 2005 zeigt, dass sich die Nettoauslandsposition günstiger, als die aus dem Leistungsbilanzsaldo abgeleitete Vermögensveränderung entwickeln kann. Dies ist damit zu erklären, dass der Vermögensstatus gegenüber dem Ausland nicht nur von der laufenden

Veränderung des Geldvermögens bestimmt wird, sondern auch von Bewertungsänderungen der im Ausland gehaltenen Bestände. Diese können zum einen daraus resultieren, dass die Anlagen auf eine fremde Währung lauten, so dass sich das in US-Dollar gemessene Vermögen erhöht, wenn sich die Währung gegenüber dem US-Dollar aufwertet. Dieser Effekt hat vor allem in den Jahren 2002 bis 2004 eine Rolle gespielt, da der stärkere Euro zu einem Wertanstieg der umfangreichen US-Anlagen in Europa führte. Zu Bewertungsänderungen kann es zum anderen durch Schwankungen in den Aktienkursen kommen.

Schaubild 43



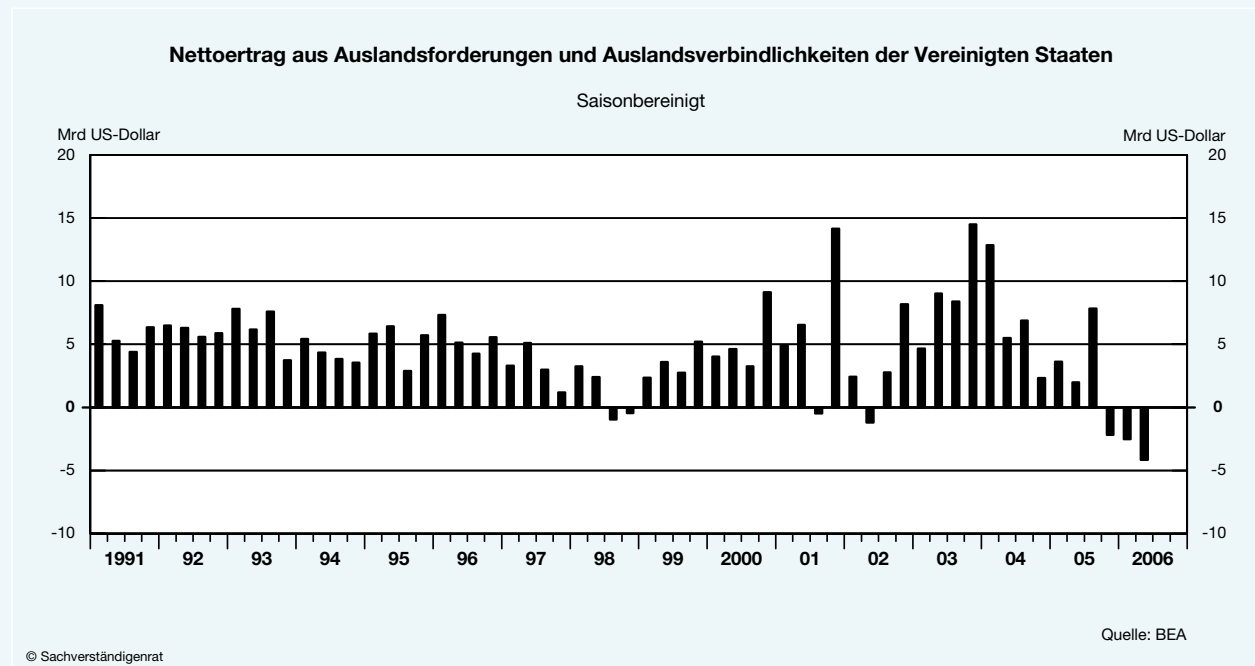
**198.** Von einigen Ökonomen wurde die Frage aufgeworfen, ob die statistisch erfasste Auslandsposition die tatsächlichen Vermögensbestände auch angemessen abbilde. In der Tat ist es hierbei immer wieder zu Revisionen gekommen (Lane und Milesi-Ferretti, 2001, 2006; Nguyen, 2005). Hausmann und Sturzenegger (2005) haben eine alternative Bewertungsmethode angeregt. Das Vermögen sollte nicht mit den Anschaffungskosten oder dem Buchwert bewertet werden, sondern auf Grundlage der laufenden Erträge. Dabei kamen sie zum überraschenden Befund, dass die Vereinigten Staaten kein Netto-Schuldner, sondern ein Netto-Gläubigerland seien. So gesehen gäbe es noch weniger Anlass, an der Tragfähigkeit der derzeitigen Situation zu zweifeln (Kasten 9). Mittlerweile hat sich dieser Erklärungsansatz aber als obsolet erwiesen.

## Kasten 9

**Gibt es „Dunkle Materie“ in der Nettoauslandsposition der Vereinigten Staaten?**

Trotz eines hohen Leistungsbilanzdefizits und einer gemessen am Buchwert steigenden Nettoauslandsverschuldung erwirtschafteten die Vereinigten Staaten in den vergangenen Jahren zumeist positive Nettoerträge aus ihrer Auslandsposition (Schaubild 44). Hausmann und Sturzenegger (2005) nehmen diesen Befund als Ausgangspunkt ihrer Argumentation und bestimmen auf Grundlage der Nettoerträge von knapp 30 Mrd US-Dollar im Jahr 2004 einen Nettovermögenswert, indem sie eine Rendite von 5 % postulieren. So gerechnet ergab sich eine positive Nettoauslandsposition von 600 Milliarden US-Dollar. Die Zahlungsbilanzstatistik wies demgegenüber von 1980 bis 2004 kumulierte Leistungsbilanzdefizite in Höhe von etwa 4,5 Billionen US-Dollar und eine offizielle negative Nettoauslandsposition in Höhe von 2,4 Billionen US-Dollar im Jahr 2004 auf.

Schaubild 44



Die Differenz zwischen den unterschiedlichen Berechnungsmethoden ist beträchtlich. Hausmann und Sturzenegger (2005) machen statistische Unzulänglichkeiten dafür verantwortlich und bezeichnen die Differenz als Dunkle Materie („Dark Matter“). Der Begriff ist der Physik entliehen, wo er eine unsichtbare Masse bezeichnet, die sich daraus ableiten lässt, dass das Universum viel stabiler ist, als es die rein sichtbare Masse erklären kann. Die Autoren geben drei mögliche Ursachen für das Auftreten dieses Effekts an. So erziele der in der Statistik nicht ausgewiesene Wert für Wissen eine hohe Rendite. Die Vereinigten Staaten erwirtschafteten dadurch höhere Erträge mit ihren ausländischen Investitionen als Ausländer mit ihren Anlagen in den Vereinigten Staaten. Der zweite Erklärungsansatz beruht auf der Bereitstellung von internationaler Liquidität durch die US-amerikanische Notenbank. Die Verwendung von US-Dollar-Banknoten auf der ganzen Welt bringt den Besitzern keine Zinseinnahmen, während die Zentralbank die Erträge aus der Bereitstellung der Banknoten zum Ankauf von Vermögenswerten verwenden kann, die eine positive Rendite

abwerfen. Diese „*Seigniorage*“ wird in der üblichen Nettovermögensrechnung nicht berücksichtigt. Schließlich werden unterschiedliche Risikoprämien als eine Quelle für Dunkle Materie angeführt. Während die Vereinigten Staaten zu niedrigen Zinssätzen Geld leihen könnten, erzielten ihre ausländischen Investitionen auch nach Abzug des Ausfallrisikos einen höheren durchschnittlichen Ertrag.

Mittlerweile hat sich allerdings der für die Berechnungen von Hausmann und Sturzenegger entscheidende Überschuss bei den Vermögenserträgen in ein Defizit gewandelt. Im ersten Halbjahr 2006 überstiegen die Zahlungen an das Ausland die Einnahmen um 7 Mrd US-Dollar. Dieser Umschwung dürfte vor allem auf die deutlich gestiegenen US-Dollar-Zinsen zurückzuführen sein, da die US-Verbindlichkeiten, auf die Zinsen zu zahlen sind, die entsprechenden Aktiva im Ausland deutlich übersteigen. So führt ein Anstieg des US-Zinsniveaus um 1 Prozentpunkt rein rechnerisch zu einer zusätzlichen Zinsbelastung in Höhe von 37 Mrd US-Dollar (Cline, 2005). Ein zentrales Problem der Berechnungen von Hausmann und Sturzenegger besteht also darin, dass mit dem Jahr 2004 ein Zeitraum gewählt wurde, der durch ungewöhnlich niedrige US-Dollar-Zinsen gekennzeichnet war. Darüber hinaus ist zu beachten, dass die Entwicklung der Nettoauslandsposition in den letzten Jahren positiv durch die Abwertung des US-Dollar beeinflusst worden ist: Zum einen erhöht eine Abwertung des US-Dollar den Wert der in ausländischen Devisen erzielten Einnahmen, und zum anderen führt sie zu Bewertungsgewinnen der US-Beteiligungen an ausländischen Unternehmen.

**199.** Geht man also einmal davon aus, dass die Nettoauslandsposition richtig erfasst ist, kann man den aktuellen Wert von minus 22 vH mit den Relationen anderer Länder vergleichen, um auf diese Weise einen Anhaltspunkt über die Tragfähigkeit zu gewinnen. Dabei zeigt sich, dass die Vereinigten Staaten noch weit von den bisher beobachteten Extremwerten entfernt sind. So wurde in Kanada Mitte der neunziger Jahre ein Wert von gut 40 vH erreicht, Australien kam im Jahr 2000 auf mehr als 65 vH, und Irland brachte es in den frühen achtziger Jahren sogar auf 75 vH, ohne in Zahlungsschwierigkeiten zu geraten. So gesehen wäre es für die Vereinigten Staaten durchaus noch für einige Jahre möglich, mit einem Leistungsbilanzdefizit von 7 vH zu leben. Bei jährlichen Zuwachsraten des nominalen US-Bruttoinlandsprodukts von 5 vH würde ein negativer Wert der Nettoauslandsposition von 60 vH erst im Jahr 2013 erreicht.

### **Ist das Leistungsbilanzdefizit auf Dauer durchzuhalten?**

**200.** Es hat sich ein gewisser Konsens herausgebildet, dass die Grenze für die Tragfähigkeit bei einem **Schwellenwert** des Leistungsbilanzdefizits in Höhe von 5 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt anzusiedeln ist (Mann, 2004 und 2005; Summers, 2004). Die Vergangenheit zeigt, dass eine Leistungsbilanzanpassung häufig einsetzte, wenn das Defizit eine solche Größenordnung erreichte (Freund und Warnock, 2005). Allerdings lehrt die Erfahrung ebenso, dass es sowohl Länder gibt, die ein Defizit oberhalb dieser Schwelle aufweisen, ohne in eine Krise zu geraten, als auch, dass Länder mit niedrigeren Defiziten von Zahlungsbilanzkrisen erfasst worden sind. Hält man sich gleichwohl an diese einfache Daumenregel, wäre das derzeitige US-Leistungsbilanzdefizit als nicht tragfähig anzusehen, zumal es insbesondere im Vergleich zu allen anderen Industriestaaten außergewöhnlich hoch ist.

Für kleine Volkswirtschaften ist es erheblich leichter, ein Defizit zu finanzieren, da es eines wesentlich geringeren Anteils der Weltersparnis bedarf, um den Fehlbetrag auszugleichen. In jüngster Zeit ist jedoch weltweit ein vermehrtes Auftreten von hohen Überschüssen und Defiziten in der Leistungsbilanz zu beobachten. Einiges spricht dafür, dass sich die Vorliebe der Investoren für Kapitalanlagen im Inland im Zuge der Globalisierung und der Integration der Finanzmärkte verringert hat. So ist die allgemein als Feldstein-Horioka-Phänomen bekannte positive Korrelation zwischen Spar- und Investitionsquoten innerhalb einer Region von 0,6 während der Jahre 1970 bis 1996 auf 0,4 im Zeitraum von 1997 bis 2004 gefallen (IWF, 2005). Dies wird mitunter dahingehend interpretiert, dass sich der Spielraum für Leistungsbilanzungleichgewichte ausgeweitet hat (Greenspan, 2004).

Theoretische Studien versuchen, mit Hilfe nicht-linearer Ansätze besser fundierte Schwellenwerte für Tragfähigkeitsgrenzen zu bestimmen. So können beispielsweise Schwellenwerte je nach Land variieren. In den Vereinigten Staaten sollte bei einem Leistungsbilanzdefizit oberhalb von 4 vH ein Anpassungsprozess zurück zum Gleichgewicht beginnen (Clarida et al., 2006).

**201.** Für die Einschätzung der Tragfähigkeit eines Leistungsbilanzdefizits kommt es neben seiner Höhe vor allem darauf an, für welche Zwecke sich ein Land im Ausland verschuldet. Werden mit den Krediten ertragreiche inländische Investitionen finanziert, die in der Zukunft höhere Exporteinnahmen erwarten lassen, ist die Situation anders zu beurteilen, als wenn die Mittel in inländische Konsumausgaben oder wenig rentierliche Immobilienanlagen fließen (Summers, 2006). In den Vereinigten Staaten ist die Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits mit einer deutlichen Steigerung der Investitionen einhergegangen. Diese konzentrierten sich jedoch auf den Wohnungsbau und die öffentliche Hand, während die Ausrüstungsinvestitionen im Jahr 2005 – in nominaler Rechnung – kaum höher waren als im Jahr 2000. Die vergleichsweise hohen Produktivitätszuwächse der letzten Jahre wurden daher vor allem in der Bauwirtschaft und in anderen binnenwirtschaftlich orientierten Industriezweigen erzielt, während die Exportwirtschaft lediglich moderate Zuwächse aufzuweisen hatte.

**202.** Ein weiteres Indiz für die Tragfähigkeit lässt sich schließlich daraus ableiten, wie das Leistungsbilanzdefizit finanziert wird. Die hierfür günstigste Form wären Direktinvestitionen, da diese zum einen auf positive Ertragserwartungen privater Anleger hindeuten und zum anderen eine geringere Anfälligkeit hinsichtlich eines plötzlichen Rückzugs ausländischen Kapitals aufweisen. Wie bereits dargestellt wurde, war der Saldo der Direktinvestitionen für die Vereinigten Staaten im Durchschnitt der letzten Jahre jedoch negativ, und es wurden von Ausländern auch vergleichsweise wenige US-amerikanische Aktien erworben.

Die Höhe, die Verwendung und die Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits zeigen somit gleichermaßen, dass es ein **bedenkliches Ausmaß** erreicht hat, bei dem mit Anpassungsprozessen zu rechnen ist.

### **Verschuldung der privaten Haushalte stößt an Grenzen**

**203.** Während es für die US-amerikanische Volkswirtschaft als Ganzes noch keine Anzeichen dafür gibt, dass ihr Schuldenstand ein kritisches Niveau erreicht hat, zeigen sich bei einer disaggre-

gierten Betrachtung deutliche Spannungen. Dies gilt in erster Linie für den Sektor der privaten Haushalte, der mit einer negativen Nettogeldvermögensbildung von rund 600 Mrd US-Dollar im Jahr 2005 für drei Viertel des Leistungsbilanzdefizits verantwortlich war.

Insgesamt haben die US-amerikanischen Bürger aufgrund steigender Aktienkurse und Hauspreise in den letzten zehn Jahren einen erheblichen Vermögenszuwachs erfahren, obwohl sie aus dem laufenden Einkommen kaum Ersparnisse getätigt haben. Gleichzeitig hat sich ihr Verschuldungsgrad erhöht (Tabelle 20). Er liegt damit deutlich höher als im Euro-Raum und in Japan. Ein Einbruch bei den Immobilienpreisen würde diese Tendenz noch verstärken. Bei einer hypothetischen Halbierung der Immobilienpreise in den Vereinigten Staaten würde sich der Verschuldungsgrad auf 22,9 vH erhöhen und wäre damit fast doppelt so hoch wie im Euro-Raum. Auch bezogen auf das laufende Einkommen ist die Verschuldung der US-amerikanischen Haushalte in den letzten Jahren deutlich angestiegen (Schaubild 45, Seite 152).

Tabelle 20

<b>Struktur des Bruttovermögens der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten</b>			
Anteile in vH <sup>1)</sup>			
	1995	2005	
		Ist	Annahme: bei Halbierung der Immobilienpreise
Sachvermögen .....	34,4	39,4	27,3
darunter: Immobilien .....	26,8	33,2	19,9
Finanzaktiva .....	65,6	60,6	72,7 <sup>a)</sup>
Verbindlichkeiten .....	15,5	19,1	22,9 <sup>a)</sup>
Nettovermögen .....	84,5	80,9	77,1
<b>Bruttovermögen insgesamt (Mrd US-Dollar) .....</b>	<b>32 613,5</b>	<b>64 022,1</b>	<b>53 388,0</b>

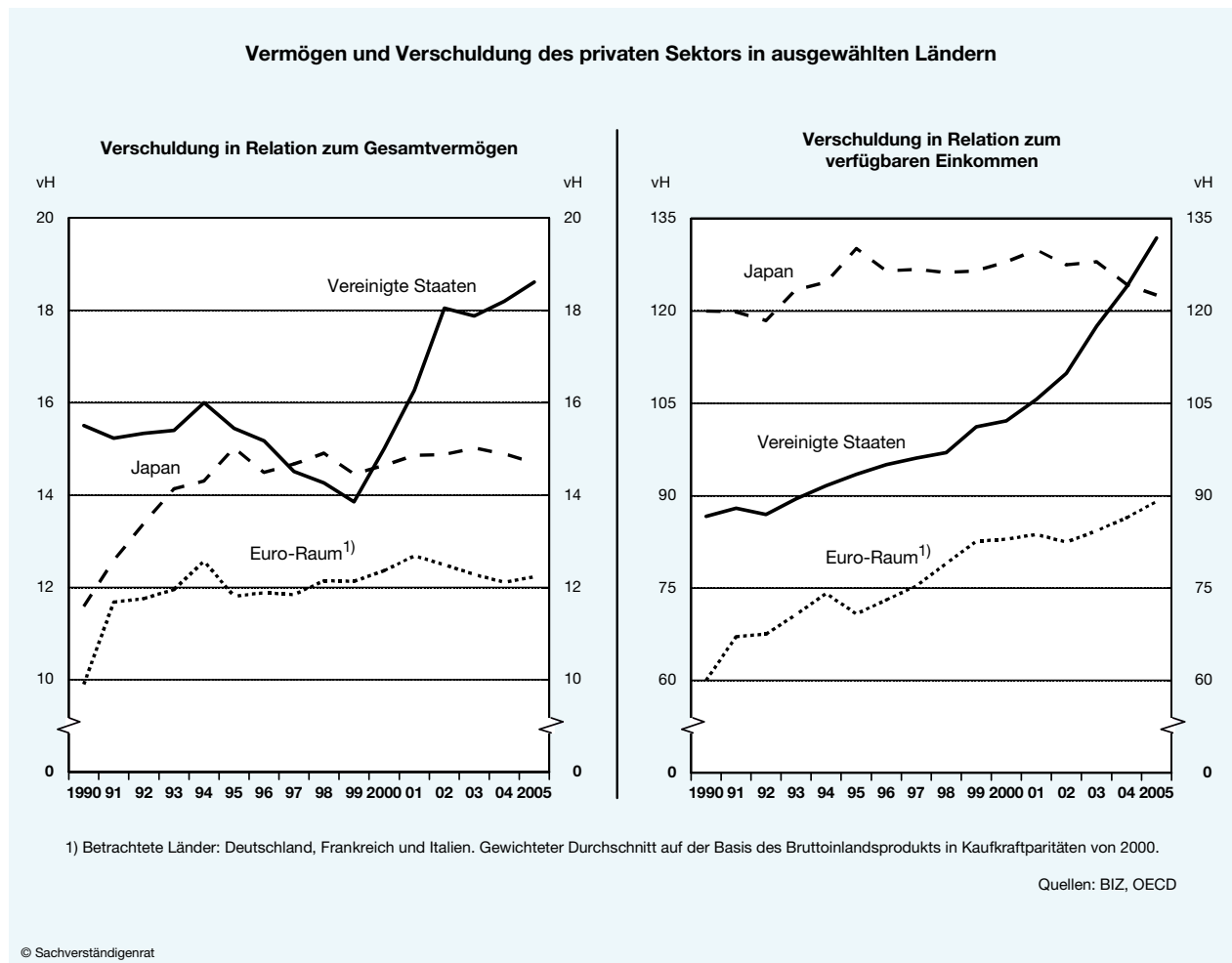
1) In Relation zum Bruttovermögen insgesamt. - a) Unveränderte Höhe der Finanzaktiva und der Verbindlichkeiten.

Quelle: Federal Reserve Board

Für eine deutliche Anpassung beim US-Leistungsbilanzdefizit ist es nicht erforderlich, dass die Haushalte ihren Schuldenstand reduzieren. Es reicht schon aus, wenn sie nicht mehr bereit oder in der Lage sind, sich bei einer laufenden Ersparnis von nahe Null in hohem Maße für Immobilienkäufe weiter zu verschulden. Dass sich die privaten Haushalte auch in den nächsten Jahren mit einem sehr geringen Eigenkapitaleinsatz, das heißt gleichsam als *Hedge-Fonds*, massiv im Immobilienbereich engagieren werden, ist jedoch wenig wahrscheinlich.

- Durch die **Normalisierung der Zinspolitik** ist es insbesondere am kurzen Ende, aber auch bei den Hypothekarkrediten zu einer merklichen Verteuerung der Kreditaufnahme gekommen. Die Folge ist, dass die Zahlungen für den Schuldendienst bezogen auf das Einkommen der privaten Haushalte mit 14 vH einen historischen Höchststand erreicht haben. Dies dürfte sich nachteilig auf die Bereitschaft der Banken auswirken, neue Kredite zu vergeben.

Schaubild 45

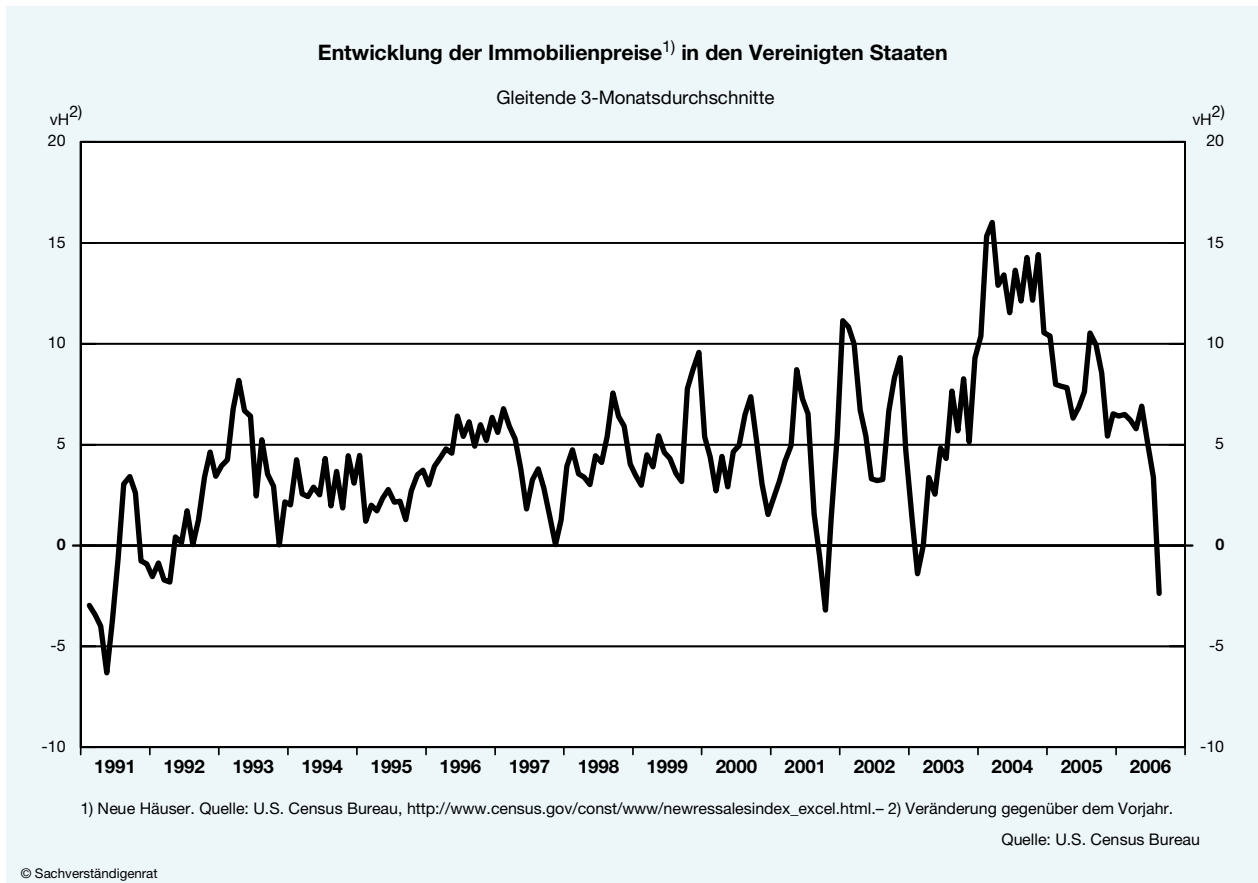


- Auf dem **Immobilienmarkt** mehren sich die Zeichen, dass der Boom der letzten Jahre zum Ende gekommen ist. Die Investitionen im Wohnungsbau waren im zweiten Quartal 2006 bereits rückläufig. Die Zahl der neu begonnenen Bauprojekte ist eingebrochen und die der zum Verkauf stehenden Häuser stark angestiegen. Die Preise für Immobilien, die noch bis zum April 2006 kräftig gestiegen waren, sind mittlerweile rückläufig und liegen niedriger als ein Jahr zuvor (Schaubild 46). Damit ist es für die privaten Haushalte – anders als in den vorangegangenen Jahren – kaum noch attraktiv, Immobilien mit einem sehr hohen Fremdfinanzierungsanteil zu erwerben und darauf zu hoffen, dass eine Tilgung vor allem durch den realisierten Wertzuwachs erfolgen kann. Diese in den Vereinigten Staaten zunehmend verbreitete Praxis wurde durch eine Reihe innovativer Hypothekendarlehen gefördert, bei denen auf eine Tilgungsleistung verzichtet („*Interest only Mortgages*“) oder sogar ein zeitweiser Anstieg des Rückzahlungsbetrags („*Pay Option Mortgages*“) in Kauf genommen wurde.

Mit der Normalisierung der US-amerikanischen Zinspolitik und dem Ende des Immobilienpreisanstiegs sind somit gleichermaßen ein wichtiger exogener Treiber und ein zentraler endogener Verstärker des US-Leistungsbilanzdefizits entfallen. Es ist also damit zu rechnen, dass die Anpassung an eine niedrigere Neuverschuldung der Vereinigten Staaten über diesen Kanal erfolgen wird. Die dadurch ausgelöste konjunkturelle Abschwächung wird zu einer geringeren Importnachfrage füh-

ren, und wenn sich die amerikanische Notenbank dabei zu Zinssenkungen veranlasst sieht, kann dies über eine Abwertung des US-Dollar die Normalisierung des Außenhandelsaldos zusätzlich fördern.

Schaubild 46



**204.** Der hier beschriebene Anpassungsprozess bei der Neuverschuldung der privaten Haushalte lässt sich kaum vermeiden. Grundsätzlich ist es sehr ungewöhnlich, dass der Haushaltssektor in einer Volkswirtschaft per Saldo eine Kreditnehmerposition einnimmt. Insbesondere in den Vereinigten Staaten mit einem nur begrenzten staatlichen Alterssicherungssystem sind die privaten Haushalte darauf angewiesen, ihr Gesamtvermögen zu erhöhen, und zwar nicht nur in Form von Immobilien, sondern auch von Geldvermögen.

Allerdings sollte darauf geachtet werden, dass die Anpassung im Sektor der privaten Haushalte mit möglichst geringen Nebenwirkungen verbunden ist. Für die US-amerikanische Fiskalpolitik bedeutet dies, dass die weitere Reduzierung des strukturellen Defizits dann fortgesetzt werden sollte, wenn eine einigermaßen sanfte Landung des Immobilienmarkts gewährleistet ist.

Außerdem wäre es wünschenswert, wenn die mit einer Abkühlung der Baukonjunktur verbundene Freisetzung von Arbeitskräften mit einer Abwertung des US-Dollar einherginge, wodurch zusätzliche Beschäftigung im Bereich des Verarbeitenden Gewerbes entstehen könnte.

## 2. Wie groß ist die Bereitschaft der asiatischen Staaten, den US-Dollar abwerten zu lassen?

**205.** Die Tragfähigkeit der gegenwärtigen Situation kann man alternativ auch aus Sicht der Überschussländer betrachten. Dabei geht es primär um die Frage, ob die asiatischen Notenbanken bereit sein werden, ihre Währungen stärker aufwerten zu lassen oder ob sie dies auch weiterhin mit gegebenenfalls hohen Devisenmarktinterventionen verhindern werden. Hierbei kann die Rücksichtnahme auf die globale Stabilität eine Rolle spielen, die Entscheidungen dürften aber vor allem von den nationalen Interessen dieser Länder bestimmt werden.

**206.** Die Erfahrungen mit dem Bretton-Woods-System zeigen zum einen, dass der Übergang zu flexiblen Wechselkursen dadurch herbeigeführt wurde, dass die Deutsche Bundesbank und andere wichtige Notenbanken unter den Verhältnissen des Festkurssystems nicht mehr in der Lage waren, die Geldwertstabilität in ihren Ländern zu sichern. So erreichte die Inflationsrate in Deutschland im Jahr 1973 einen Wert von 7,1 vH, und in Japan waren es 11,5 vH. Zum anderen lässt sich daran ablesen, dass es mit der Freigabe eines über längere Zeit kontrollierten Wechselkurses zu einem starken Kurseinbruch des US-Dollar kommen kann. Gegenüber dem japanischen Yen, der D-Mark und dem Schweizer Franken verlor der US-Dollar in der gesamten Auflösungsphase des Bretton-Woods-Systems rund die Hälfte seines Wertes.

**207.** Aus der Sicht der asiatischen Länder könnte also ein größerer geldpolitischer Handlungsspielraum für mehr Flexibilität ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar sprechen.

Wenn eine Notenbank Devisen ankauft, steigt zunächst die inländische Geldbasis. Dies würde für sich genommen dazu führen, dass die inländischen Geldmarktzinsen fallen und somit inflationäre Tendenzen auslösen. Um dies zu vermeiden, nehmen Notenbanken fast durchweg eine „Sterilisation“ der mit den Devisenkäufen geschaffenen Geldbasis vor. In der Regel verkaufen sie dazu an die inländischen Banken kurzfristige Wertpapiere, mit denen die überschüssige Liquidität wieder aus dem Geldmarkt genommen wird. Die Sterilisation ist für die Zentralbanken in der Regel mit fiskalischen Kosten verbunden. Die an die inländischen Banken verkauften Wertpapiere müssen zu dem Satz verzinst werden, den die Notenbank als Leitzins auf dem inländischen Geldmarkt durchsetzen möchte. Bei einer Niedrigzinspolitik in den Vereinigten Staaten ist dieser meist höher als die Rendite, die für die mit Interventionen erworbenen US-Dollar-Anlagen erzielt werden kann. Für eine Notenbank, die eine Bindung an den US-Dollar verfolgt, ist diese Politik daher umso kostenintensiver, je höher die Differenz ist zwischen dem von ihr angestrebten inländischen Zinsniveau und der für den US-amerikanischen Geldmarkt maßgeblichen Federal Funds Rate, zumal es dabei zu Zuflüssen von kurzfristigem Kapital aus dem Ausland kommt. Die sich daraus ergebenden sozialen Kosten sind beträchtlich; für die Entwicklungsländer werden sie auf 1 vH des Bruttoinlandsprodukts geschätzt (Rodrick, 2006). Entlastend wirkt in dieser Hinsicht jedoch die deutliche Anhebung der Leitzinsen in den Vereinigten Staaten auf zuletzt 5,25 %. Mit dem geringeren Zinsabstand zu den asiatischen Währungen gehen die Anreize für kurzfristige Kapitalzuflüsse ebenso zurück wie die Kosten der Sterilisation.

In den asiatischen Ländern mit einer am US-Dollar ausgerichteten Wechselkurspolitik sind bisher – mit der Ausnahme von Indonesien – keine nennenswerten Stabilitätsprobleme zu erkennen. In China liegt die Inflationsrate in diesem Jahr bei 1,3 vH, wobei die Kontrolle über die Geldwertstabilität auch dadurch gefördert wurde, dass der Bankensektor in dieser Volkswirtschaft noch stark reguliert ist und eine restriktive Kreditpolitik auch ohne Zinsanhebungen durchgesetzt wer-

den kann. So gesehen besteht kein unmittelbarer makroökonomischer Druck, mehr Wechselkursflexibilität zuzulassen.

**208.** Gegen einen Übergang zu einem flexiblen Wechselkurs oder eine deutliche Aufwertung sprechen aus der Sicht dieser Länder vor allem zwei Gründe. Es käme dabei zu einem Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit, der sich nachteilig für die inländischen Exportindustrien auswirken würde. Dies wäre besonders schmerzhaft, wenn die Aufwertung mit einer Eintrübung der US-amerikanischen Konjunktur und damit ohnehin schwächeren Exporten in die Vereinigten Staaten einherginge. Nachteil einer starken Aufwertung wäre auch ihr Effekt auf den Wert der bestehenden Währungsreserven. Derzeit belaufen sich die Devisenreserven Chinas auf rund 40 vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts, in der Endphase des Bretton-Woods-Systems erreichten die US-Dollar-Bestände der Deutschen Bundesbank nur rund 10 vH des westdeutschen Bruttoinlandsprodukts. Insgesamt gesehen dürften die Devisenreserven in fast allen asiatischen Ländern über das Niveau hinausgehen, das sich aus den traditionellen Nachfragemotiven nach Währungsreserven ableiten lässt (Kasten 10).

#### Kasten 10

##### **Ungewöhnlich hohe Devisenbestände in den asiatischen Ländern**

Wie bereits erwähnt, ist in den asiatischen Ländern ein besonders hoher Anstieg der Währungsreserven zu beobachten. Hierfür kann man zum einen die Devisenmarktinterventionen verantwortlich machen, die ganz automatisch mit einem zunehmenden Bestand an Auslandsguthaben verbunden sind. Es gibt für eine Notenbank aber auch unabhängig davon gute Gründe, Währungsreserven zu halten. Der Ausgangspunkt hierfür ist das Bestreben, den Wechselkurs der eigenen Währung nicht uneingeschränkt den Entwicklungen des Devisenmarkts zu überlassen. Dies gilt nicht nur in einem Festkurssystem, sondern auch bei einer Währungspolitik, die darauf verzichtet, das Niveau oder den Trend des Wechselkurses zu bestimmen. Kurzfristige Schocks bei den Importen oder Exporten eines Landes oder beim Kapitalverkehr können jederzeit zu einer unerwünschten Destabilisierung des Wechselkurses führen, dem durch Devisenmarktinterventionen schon im Ansatz begegnet werden kann. Ein angemessener Bestand an Währungsreserven bietet somit eine „Selbstversicherung“ gegen Störungen dieser Art. Für eine Reihe asiatischer Länder ist durch die Asienkrise sehr deutlich geworden, wie wichtig es ist, über eine solche „Vorsichtskasse“ zu verfügen. Es ist deshalb nicht überraschend, dass in diesem Raum die Währungsreserven besonders stark angestiegen sind.

Damit bleibt jedoch offen, wie hoch die zu diesem Zweck „optimale“ Vorsichtskasse sein sollte. In der Literatur wurden hierfür verschiedene Heuristiken entwickelt. Als wichtigster Indikator wird die Relation der Währungsreserven zur kurzfristigen Auslandsverschuldung eines Landes angesehen. Bei dieser Regel („*Greenspan-Guidotti rule*“) wird ein Verhältnis als angemessen angesehen, bei dem die Währungsreserven dem Betrag der gesamten in einem Jahr fälligen Auslandsverschuldung entsprechen. Eine Studie der Europäischen Zentralbank (2006) zeigt, dass in allen asiatischen Ländern mit hohen Reservebeständen eine Relation von deutlich über eins besteht. Eine zweite Regel besagt, dass die Währungsreserven dem Betrag der Importe über einen Zeitraum von drei bis vier Monaten entsprechen sollen. Auch bei dieser Messlatte sind die Reserven als überhöht an-

zusehen. So wäre zum Beispiel Taiwan in der Lage, mit seinen Devisenbeständen die Importe von zwei Jahren zu finanzieren. Ein dritter, allerdings weniger prominenter Indikator ist die Relation der Reserven zu einem breit abgegrenzten Geldmengenaggregat. Daran kann abgelesen werden, wie gut eine Notenbank im Falle einer Kapitalflucht in der Lage ist, die Inhaber von Bankguthaben zu befriedigen, ohne dass es zu einem Kursverfall der eigenen Währung kommt. Hierfür gibt es keine festen Richtwerte. Indien und Singapur sind heute in der Lage, nahezu die gesamte Geldmenge durch Reserven abzudecken. Insgesamt gesehen ist die Zunahme der Devisenbestände im asiatischen Raum nicht allein mit traditionellen Nachfragemotiven zu erklären (Jeanne und Rancière, 2006). Dieser Befund wird durch ökonometrische Studien gestützt (Aizenman und Marion, 2002; IWF, 2003 und 2005; Bahmani-Oskooee und Brown, 2004; Aizenman und Lee, 2005; Kim et al., 2004).

Insgesamt befanden sich die asiatischen Notenbanken in den letzten Jahren in einer komfortablen Situation. Sie konnten zum einen eine handelsorientierte Wechselkurspolitik betreiben und dabei zum anderen eine hohe Vorsichtskasse an Währungsreserven aufbauen, mit der sie sich für zukünftige Währungskrisen absichern können.

**209.** Anders als die Deutsche Bundesbank in den frühen siebziger Jahren stehen die asiatischen Notenbanken also bisher nicht vor einem Zielkonflikt zwischen einer stabilit tsorientierten Geldpolitik und fortgesetzten St tzungsk ufen für den US-Dollar. Gleichwohl stellt sich das für Festkursbindungen typische Problem, den richtigen Zeitpunkt für den Ausstieg oder zumindest für eine gr oere Aufwertung zu finden. Die Erfahrungen der Vergangenheit zeigen, dass in der Regel zu spät reagiert und daher eine abrupte Anpassung unvermeidlich wird.

Bei den engen Auenhandelsverflechtungen zwischen den asiatischen Ländern wäre es problematisch, wenn China seine Währung im Alleingang deutlich aufwertete oder sie dem freien Spiel des Markts überließe. Ein koordiniertes Vorgehen, das die wichtigsten Währungen des asiatischen Raums umfasste, hätte erhebliche Vorteile. Auch hierfür kann man die Erfahrungen der siebziger Jahre heranziehen. Die europäischen Länder leiteten den definitiven Ausstieg aus dem Bretton-Woods-System faktisch ein Jahr zuvor mit einer engeren währungspolitischen Kooperation ein, indem sie im April 1972 den Europäischen Wechselkursverbund („Schlange im Tunnel“) ins Leben riefen, der die Schwankungsbreite zwischen Währungen der Teilnehmerländer auf  $\pm 2,25$  vH begrenzte. Das Ende der Festkursbindung gegenüber dem US-Dollar war somit eingebettet in eine koordinierte europäische Wechselkurspolitik. Auch wenn sich diese europäische Lösung nicht ohne weiteres auf den asiatischen Raum übertragen lässt, so kann man daraus doch erkennen, dass eine intensivere regionale währungspolitische Kooperation als Grundlage für eine flexiblere Politik gegenüber dem US-Dollar dienen kann.

## V. Implikationen für Deutschland

**210.** Als eine sehr exportorientierte Volkswirtschaft würde Deutschland in besonderem Mae darunter leiden, wenn der Abbau der globalen Ungleichgewichte mit starken wirtschaftlichen Friktionen verbunden wäre. In den letzten Jahren wurden zahlreiche Studien erstellt, um die möglichen Anpassungspfade zu analysieren und zu quantifizieren. Nach der vorherrschenden Meinung

kommt es zu einem graduellen Abbau der Leistungsbilanzsalden und einer allmählichen Abwertung des US-Dollar. Hierfür spricht auch der seit einigen Monaten zu beobachtende deutliche Rückgang des Ölpreises. Neben solchen Basisszenarien gibt es allerdings auch Risikoszenarien, die durch eine sehr abrupte Wechselkursanpassung und eine Rezession in den Vereinigten Staaten gekennzeichnet sind.

### **Begrenzte Risiken bei den Basisszenarien**

**211.** Einen wichtigen Beitrag für einen geordneten Abbau des US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizits hat die Federal Reserve geleistet, indem sie ihren Leitzins seit dem Jahr 2004 schrittweise um mehr als vier Prozentpunkte angehoben hat. Sie ist damit von einer eindeutig zu expansiven Geldpolitik auf einen als neutral einzuschätzenden Kurs eingeschwenkt. Dies hat dazu geführt, dass sich die Situation am Immobilienmarkt deutlich abgekühlt hat. Damit entfällt für die privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten der wichtigste Grund, weiterhin per Saldo eine Kreditnehmerfunktion einzunehmen.

Eine umfangreiche Simulationsstudie des Instituts für Weltwirtschaft, Kiel, (Dovern et al., 2006) kommt zu dem Ergebnis, dass eine Zunahme der **Sparquote der privaten Haushalte** von derzeit rund -1 vH auf 4 vH innerhalb eines Zeitraums von zehn Jahren in den Vereinigten Staaten dazu führt, dass der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts in den beiden ersten Jahren um 0,7 beziehungsweise 0,6 Prozentpunkte hinter dem Referenzszenario zurückbleibt, das durch eine Fortschreibung der Status-quo-Bedingungen gekennzeichnet ist. Für Deutschland ergäbe sich eine Dämpfung des Bruttoinlandsprodukts um 0,3 beziehungsweise 0,4 Prozentpunkte.

**212.** Eine andere Möglichkeit, die Auswirkungen auf Deutschland zu quantifizieren, besteht darin, dass man unmittelbar von einer Anpassung der **Leistungsbilanz** in den Vereinigten Staaten ausgeht. Im Rahmen eines strukturellen VAR-Modells hat der Sachverständigenrat in einem ersten Schritt die Effekte einer Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos um 2 Prozentpunkte auf den Wechselkurs und die Konjunktur in den Vereinigten Staaten bestimmt. Die Berechnungen zeigen, dass das Bruttoinlandsprodukt der Vereinigten Staaten in den drei Jahren nach dem Schock eine um durchschnittlich rund einen Prozentpunkt geringere Zuwachsrate aufweist. Das bedeutet zwar eine Abkühlung der US-Konjunktur, vor dem Hintergrund eines Potentialwachstums von etwa  $3\frac{1}{4}$  vH jedoch für sich betrachtet keine Rezession. Gleichzeitig wertet der Wechselkurs des US-Dollar gegenüber dem Euro nach einer gewissen Verzögerung ab und liegt nach drei Jahren knapp 12 vH unterhalb des Ausgangsniveaus. Studien für die Vereinigten Staaten kommen zu ähnlichen Resultaten (Tabelle 21, Seite 158). Mit Hilfe früherer Berechnungen des Sachverständigenrates (JG 2001 Ziffern 458 ff. und JG 2004 Ziffern 824 ff.) lassen sich in einem zweiten Schritt die Auswirkungen auf Deutschland approximativ abschätzen. Die Abwertung des US-Dollar würde für sich genommen zu einem Rückgang des deutschen Bruttoinlandsprodukts um etwa 0,2 Prozentpunkte im zweiten Jahr führen. Im dritten Jahr fielen die Folgen mit einer Verringerung um 0,3 Prozentpunkte etwas stärker aus. Zusätzlich würde sich die Abschwächung der US-amerikanischen Wirtschaft über den Konjunkturverbund zwischen den Vereinigten Staaten und Deutschland auswirken und zu einer um etwa 0,1 Prozentpunkte im zweiten Jahr und 0,2 Prozentpunkte im dritten Jahr niedrigeren Zuwachsrate führen. Insgesamt ergäbe sich für Deutschland

nach der Anpassung des US-Leistungsbilanzdefizits eine im zweiten Jahr um 0,3 Prozentpunkte und im dritten Jahr um 0,5 Prozentpunkte geringere Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts.

Tabelle 21

Basisszenarien einer Wechselkursanpassung zum Abbau internationaler Ungleichgewichte			
Autoren	Basisszenario	Anpassungsprozess	Auswirkungen auf den US-Dollar
Blanchard, Giavazzi, Sa (2005)	Reduzierung des Leistungsbilanzdefizits <sup>1)</sup> in den Vereinigten Staaten um 4 Prozentpunkte.	langfristig, etwa 10 Jahre	Reale effektive Abwertung des US-Dollar um 34 vH.
Dovern, Meier und Scheide (2006)	Graduelle Stärkung der Binnen- nachfrage in China und in den OPEC-Staaten.	graduell	Der Leistungsbilanzsaldo <sup>1)</sup> verringert sich langfristig um 2 Prozentpunkte. Damit kommt es in den ersten Jahren zu einer durchschnittlich realen effektiven Abwertung von 1,6 vH. Langfristig kumuliert sich dieser Effekt auf etwa 16 vH.
Edwards (2005)	Rückführung des Leistungsbilanzdefizits <sup>1)</sup> von rund 6 vH auf ein nachhaltiges Niveau von rund 3,5 vH.	mittelfristig	Reale effektive Abwertung des US-Dollar um rund 21 vH.
Faruqee, Laxton, Muir and Pesenti (2005)	Abbau des Leistungsbilanzdefizits <sup>1)</sup> von 5 vH auf ein nachhaltiges Niveau von rund 2,5 vH.	langfristig, etwa 10 Jahre	Reale effektive Abwertung des US-Dollar um rund 10 vH bis 15 vH.
Krugman (2006)	Abbau des Leistungsbilanzdefizits <sup>1)</sup> von rund 6 vH auf ein nachhaltiges Niveau.	graduell	Reale effektive Abwertung des US-Dollar im Bereich von 2 vH bis 4 vH pro Jahr.

1) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

Die Anpassungsprozesse für Deutschland fielen auf mittlere Sicht günstiger aus, wenn es zu einer allgemein stärkeren Importnachfrage Chinas und der Ölförderländer käme. Dadurch verbesserte sich die Leistungsbilanz der Vereinigten Staaten, allerdings ergäbe sich gleichzeitig ein Anstieg der Kapitalmarktzinsen. Für Deutschland hielten sich zunächst die dämpfenden Effekte einer schwächeren Entwicklung in den Vereinigten Staaten und die Impulse aus einer höheren Absorption der Ölförderländer und Chinas die Waage, nach drei Jahren würden dann aber die positiven Effekte die Oberhand gewinnen (Dovern et al., 2006).

### Risikoszenario: starke Abwertung des US-Dollar

**213.** Die Auswirkungen für Deutschland könnten sehr viel ungünstiger ausfallen, wenn die Anpassung des US-Dollarkurses abrupt erfolgt und sich vor allem im bilateralen Wechselkurs zum Euro niederschlägt. Dies könnte vor allem dann der Fall sein, wenn die Notenbanken der asiatischen Länder weiterhin bestrebt sind, eine größere Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem

US-Dollar zu verhindern. Wie bereits dargestellt wurde, sind für diese Länder bisher keine ausgeprägten inflationären Tendenzen aus ihren Devisenmarktinterventionen erwachsen. Es besteht für sie also kein unmittelbarer Druck, ihre Wechselkurspolitik grundsätzlich zu revidieren. Die Bereitschaft zu einer nennenswerten Aufwertung gegenüber dem US-Dollar dürfte sich insbesondere dann in Grenzen halten, wenn sich aufgrund einer konjunkturellen Abschwächung in den Vereinigten Staaten ohnehin eine geringere Exportdynamik abzeichnet. Der japanische Yen, für den wegen des hohen japanischen Leistungsbilanzüberschusses im Prinzip eine Aufwertung gegenüber dem US-Dollar wünschenswert wäre, leidet nach wie vor an sehr niedrigen Zinsen für japanische Anleihen, die es für die Anleger attraktiv machen, sich in Japan kurzfristig zu verschulden und die Mittel in US-Dollar-Anlagen anzulegen. Dies hat seit Anfang des Jahres 2005 zu einer tendenziellen Abwertung des japanischen Yen geführt. Käme es zu einem allgemeinen Vertrauensverlust in den US-Dollar, so könnte sich dies somit vor allem im bilateralen Wechselkurs zum Euro bemerkbar machen, nicht zuletzt weil die Zinsen im Euro-Raum deutlich höher als in Japan sind.

Die Möglichkeit einer abrupten Wechselkursanpassung wurde in verschiedenen Modellen untersucht. In einem Risikoszenario, das eine effektive nominale Abwertung des US-Dollar um 25 vH und eine entsprechende Aufwertung des Euro um rund 20 vH vorsieht, kommt es nach Berechnungen des Instituts für Weltwirtschaft, Kiel, kurzfristig zu einer Abweichung des deutschen Bruttoinlandsprodukts um 1½ Prozentpunkte unter das Niveau des Referenzszenarios (Dovern et al., 2006). Die Risikoszenarien anderer Studien gelangen zu ähnlichen Ergebnissen (Tabelle 22).

Tabelle 22

Risikoszenarien bei einer abrupten Anpassung der Leistungsbilanzungleichgewichte		
Autoren	Risikoszenario	Auswirkungen
Dovern, Meier und Scheide (2006)	Nominale effektive Abwertung des US-Dollar um 25 vH.	Langfristige Abnahme des Leistungsbilanzdefizits <sup>1)</sup> um ¾ Prozentpunkte; dadurch kurzfristig ein Rückgang des deutschen Bruttoinlandsprodukts um bis zu 1½ Prozentpunkte gegenüber dem Referenzszenario.
Obstfeld und Rogoff (2005a,b)	Anpassung der Leistungsbilanzungleichgewichte bei gleichzeitigem Festhalten der Wechselkursfixierung im asiatischen Raum.	Wechselkurskanal: Reale Abwertung des US-Dollar/ Euro-Wechselkurses um bis zu 50 vH.

1) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

### Wie soll die Wirtschaftspolitik reagieren?

**214.** Für die allgemein als wahrscheinlich gehaltene Entwicklung eines allmählichen Abbaus der globalen Ungleichgewichte ergibt sich kein Handlungsbedarf für die deutsche Wirtschaftspolitik. Wenn es zu Prozessen käme, wie sie in den Risikoszenarien beschrieben werden, wären vor allem die deutsche Fiskalpolitik und die Europäische Zentralbank gefordert.

Die **Europäische Zentralbank** hat bereits in der Vergangenheit bei der sehr starken Abwertung des Euro im Herbst 2000 mit Interventionen zur Stabilisierung der Devisenkurse beigetragen. Wenn sie im aktuellen Umfeld dazu überginge, US-Dollar anzukaufen, müsste sich dies – anders als bisweilen befürchtet – nicht nachteilig auf ihr Primärziel der Geldwertstabilität auswirken. Grundsätzlich ist es für eine Notenbank immer möglich, die mit Devisenmarktinterventionen einhergehende Ausweitung der Geldbasis durch eine Reduzierung der Kreditgewährung an inländische Banken zu sterilisieren. Solange die Zinsen im Euro-Raum unter denen der Vereinigten Staaten liegen, wären solche Interventionen für die Europäische Zentralbank sogar mit einem Zinsgewinn verbunden. Die Verzinsung der auf diese Weise erworbenen US-Dollar-Anlagen wäre höher als die der Refinanzierungskredite an die Banken des Euro-Raums.

Die deutsche **Fiskalpolitik** verfügt erstmals wieder über einen deutlichen Abstand von der 3 vH-Grenze des Vertrags von Maastricht. Bei einer sehr starken Abkühlung der Weltkonjunktur und der damit einhergehenden Gefahr eines Abgleitens der deutschen Wirtschaft in eine Rezession wäre sie also in der Lage, die automatischen Stabilisatoren wirken zu lassen und gegebenenfalls mit diskretionären Maßnahmen einzugreifen.

**215.** Im nächsten Jahr wird Deutschland die **G8-Präsidentschaft** übernehmen. Das von der Bundesregierung hierfür vorgelegte Programm steht unter dem Motto „Wachstum und Verantwortung“. In ihrer wirtschaftspolitischen Agenda thematisiert die Bundesregierung Fragen von elementarer Bedeutung für stabile Rahmenbedingungen in den globalen Handels- und Finanzbeziehungen. Eine zentrale Rolle soll dabei die Diskussion über Strategien zum Abbau der globalen Ungleichgewichte einnehmen.

Die Analyse des Sachverständigenrates zeigt, dass es sich dabei um ein komplexes Problemfeld handelt, dessen Lösung ein gemeinsames Vorgehen der wichtigsten Akteure erfordert. Ein zentraler Ansatzpunkt für den Abbau der hohen Leistungsbilanzsalden kommt der Wirtschaftspolitik der **Vereinigten Staaten** zu. Wenn die hohe Neuverschuldung dieser Volkswirtschaft gebremst werden soll, muss die Ersparnis der privaten Haushalte steigen. Mit der Normalisierung des Zinsniveaus hat die Geldpolitik hierzu bereits einen bedeutenden Beitrag geleistet. Die Fiskalpolitik muss das Haushaltsdefizit in den nächsten Jahren weiter zurückführen. Allerdings sollte darauf geachtet werden, dass die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen nicht mit einem möglichen Einbruch auf den Immobilienmärkten zusammenfällt.

Eine wichtige Rolle kommt darüber hinaus den **asiatischen Ländern** zu. Sie sollten angehalten werden, zumindest eine begrenzte Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar zuzulassen, um auf diese Weise die weltwirtschaftliche Anpassung an eine geringere Dynamik in den Vereinigten Staaten zu erleichtern. Die Erfolgsaussichten eines solchen Appells könnten erhöht werden, wenn nicht nur China, sondern auch andere dynamische Volkswirtschaften in Asien angesprochen würden. Kontraproduktiv wäre eine fortgesetzte Abwertung des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar.

Auch ein verstärktes realwirtschaftliches Recycling der Ölförderländer wäre hilfreich, die Leistungsbilanzungleichgewichte abzubauen. Das G8-Mitglied Russland könnte als eines der größten Ölexportländer diesen Prozess mit einer höheren Absorption unterstützen.

Ein wesentlicher Beitrag zu einem spannungsfreien Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte könnte zudem von einer nachhaltigen Belebung der – im internationalen Vergleich nach wie vor nicht sehr dynamischen – Binnennachfrage in Japan und im Euro-Raum geleistet werden.

### Literatur

- Aizenman, J. und N. Marion (2002) *The High Demand for International Reserves in the Far East: What's Going on?*, NBER Working Paper, 9266.
- Aizenman, J. und J. Lee (2005) *International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence*, IMF Working Paper, 198/05.
- Bahmani-Oskooee, M. und F. Brown (2004) *Kalman filter approach to estimate the demand for international reserves*, Applied Economics, 36 (15), 1655 - 1668.
- Bernanke, B. (2005) *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*, Rede auf der Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, 14. April.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2005) *Quartalsbericht*, Dezember.
- Blanchard, O., F. Giavazzi und F. Sa (2005) *The U.S. Current Account and the Dollar*, NBER Working Paper, 11137.
- Bussière, M., M. Fratzscher and G. Müller (2005) *Productivity Shocks, Budget Deficits and the Current Account*, ECB Working Paper, 509.
- Clarida, R. H., M. Goretta und M. P. Taylor (2006) *Are There Thresholds of Current Account Adjustment in the G7?*, NBER Working Paper, 12193.
- Cline, W. R. (2005), *The United States as a Debtor Nation*, Washington D. C.
- Dooley, M. P., D. Folkerts-Landau und P. M. Garber (2003) *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, NBER Working Paper, 9971.
- Dooley, M. P., D. Folkerts-Landau und P. M. Garber (2005) *Interest Rates, Exchange Rates and International Adjustment*, NBER Working Paper, 11771.
- Dovern, J., C.-P. Meier und J. Scheide (2006) *Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten: Ein Risiko für die Weltwirtschaft und für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland?*, Institut für Weltwirtschaft (IFW), Kiel.
- Edwards, S. (2005) *Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? And if Not, How Costly is Adjustment Likely To Be?*, NBER Working Paper, 11541.
- Europäische Zentralbank (2006) *The accumulation of foreign reserves*, 43, Februar.

- Faruqee, H., D. Laxton, D. Muir und P. Pesenti (2005) *Smooth Landing or Crash? Model-Based scenarios of global current account rebalancing*, NBER Working Paper, 11583.
- Freund, C. und F. Warnock (2005) *Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are, The Harder They Fall?*, Paper für die NBER Konferenz "G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment", 1. - 2. Juni.
- Greenspan, A. (2004) *Current Account*, Bemerkungen von Alan Greenspan vor dem Economic Club of New York, New York, 2. März.
- Hausmann, R. und F. Sturzenegger (2005) *Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations*, mimeo.
- Internationaler Währungsfonds (2003) *World Economic Outlook – Economic Prospects and Policy Issues*, Washington D. C., September.
- Internationaler Währungsfonds (2005) *World Economic Outlook – Economic Prospects and Policy Issues*, Washington D. C., September.
- Internationaler Währungsfonds (2006) *World Economic Outlook – Economic Prospects and Policy Issues*, Washington D. C., März.
- Jeanne, O. und R. Rancière (2006) *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications*, IMF Working Paper 06/229.
- Kennedy, M. und T. Sløk (2005) *Structural Policy Reforms and External Imbalances*, OECD Economics Department Working Paper, 415.
- Kim, J. S., R. S. Rajan und T. D. Willett (2004), *Reserve Adequacy in Asia Revisited: New Benchmarks Based on the Size and Composition of Capital Flows*, mimeo.
- Krugman, P. (2006) *Will there be a Dollar Crisis?*, mimeo.
- Lane, P. R. und G. M. Milesi-Ferretti (2001) *The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries*, Journal of International Economics, 55, 263 - 294.
- Lane, P. R. und G. M. Milesi-Ferretti (2006) *The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970 - 2004*, IMF Working Paper.
- Mann, C. L. (2004) *The US Current Account, New Economy Services, and Implications for Sustainability*, Review of International Economics, 12, (2), May, Economic Agenda for the 21<sup>st</sup> Century.
- Mann, C. L. (2005) *Breaking up is Hard to Do: Global Co-Dependency, Collective Action, and the Challenges of Global Adjustment*, CESifo Forum, 1, 16 - 23.
- Nguyen, E. L. (2005) *The International Investment Position of the United States at Yearend 2004, Survey of Current Business*, Bureau of Economic Analysis, Juli.
- Obstfeld, M. und K. Rogoff (2005a) *The Unsustainable US Current Account Position Revisited*, NBER Working Paper, 10869.
- Obstfeld, M. und K. Rogoff (2005b) *Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments*, Brookings Papers on Economic Activity, 67 - 146.
- Rodrick, D. (2006) *The Social Cost of Foreign Exchange Reserves*, mimeo.

- Summers, L. H. (2004) *The United States and the Global Adjustment Process*, Speech at the IIE, 23. März.
- Summers, L. H. (2006) *Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation*, Reserve Bank of India, 24. März.
- Trinh, T. (2006) *Chinas Rentensystem: Zwischen erdrückenden Altlasten und demografischer Zeitbombe*, Deutsche Bank Research, Juni.