

WISO

Juni 2011

Diskurs

Expertisen und Dokumentationen
zur Wirtschafts- und Sozialpolitik



Die Weltwirtschaft im Ungleichgewicht

Ursachen, Gefahren, Korrekturen





Expertise im Auftrag der Abteilung Wirtschafts- und
Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung

Die Weltwirtschaft im Ungleichgewicht

Ursachen, Gefahren, Korrekturen

Jan Prieue

Inhaltsverzeichnis

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis	3
Abkürzungsverzeichnis	5
Vorbemerkung	6
Zusammenfassung	7
1. Was sind die Probleme?	9
2. Wann sind Leistungsbilanzungleichgewichte problematisch? – Theoretische Analyse	12
2.1 Grundbegriffe	12
2.2 Saldenmechanik und Kreislaufzusammenhang	14
2.3 Triebkräfte für Leistungsbilanzungleichgewichte	17
2.4 Sind Leistungsbilanzungleichgewichte stabil und nachhaltig?	21
2.5 Korrekturmechanismen durch Märkte	26
2.6 Gute und schlechte Leistungsbilanzungleichgewichte	28
2.7 Fazit	33
3. Empirischer Überblick über globale Ungleichgewichte	35
4. Wie es zum Anstieg der Ungleichgewichte in den Jahren 2000-2008 kam	44
4.1 Die Entstehung des Defizits in den USA	44
4.2 Die Entstehung hoher Überschüsse in China, Japan und Deutschland	49
4.3 Fazit	57
5. „Gute“ oder „schlechte“ globale Ungleichgewichte? – Interpretationen	59
6. Europäische und US-amerikanische Ungleichgewichte – Unterschiede und Gemeinsamkeiten	69
7. Korrekturen gefährlicher Ungleichgewichte	73
8. Schlussfolgerungen	82
Literaturverzeichnis	87
Anhang	90
Der Autor	99

Diese Expertise wird von der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung veröffentlicht. Die Ausführungen und Schlussfolgerungen sind vom Autor in eigener Verantwortung vorgenommen worden.

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abbildungen im Text

Abbildung 1:	Leistungsbilanzsaldo in % des BIP – China, Deutschland, Japan, USA	9
Schema 1:	Zahlungsbilanzen von In- und Ausland im Zwei-Länder-Modell	13
Schema 2:	Sparen und Investieren im Zwei-Länder-Modell	15
Abbildung 2:	Leistungsbilanzsalden in laufenden US-\$ für die wichtigsten Überschuss- und Defizitländer	36
Schema 3:	Drei Gruppen globaler Ungleichgewichte	37
Abbildung 3a:	46 Länder mit Leistungsbilanzüberschuss 2008 – in % des globalen Leistungsbilanzüberschusses	37
Abbildung 3b:	103 Länder mit Leistungsbilanzdefizit 2008 – in % des globalen Leistungsbilanzdefizits	38
Abbildung 4:	Leistungsbilanzsalden in % des BIP 2008 in 140 Ländern	39
Abbildung 5:	Währungsreserven ausgewählter Länder bzw. Ländergruppen in Mrd. US-\$	40
Abbildung 6:	Nettoauslandsvermögen ausgewählter Überschuss- und Defizitländer	40
Abbildung 7:	Leistungsbilanzsalden in % des BIP in der Euro-Zone	42
Abbildung 8:	Leistungsbilanzsalden in der EU-27 in % des BIP – Durchschnitt 2000-2009	43
Abbildung 9:	USA: Struktur und Entwicklung der Nachfrage – in konstanten Preisen	45
Abbildung 10:	Leistungsbilanz der USA in % des BIP	46
Abbildung 11:	Handelsbilanzsaldo der USA mit Partnerländern – ohne Dienstleistungen	47
Abbildung 12:	Reale effektive Wechselkurse 1980-2009 – Japan, Deutschland, China, USA	48
Abbildung 13:	Nettovermögensposition der USA 1976-2009 in % des BIP	49
Abbildung 14:	Exporte und Importe in % des BIP – USA, Deutschland, Japan und China	50
Abbildung 15:	Sparen und Investitionen in % des Bruttonationaleinkommens bzw. des BIP in großen Leistungsbilanzüberschussländern	51
Abbildung 16:	Japan: Struktur und Entwicklung der Nachfrage – in konstanten Preisen	52
Abbildung 17:	Deutschland: Struktur und Entwicklung der Nachfrage – in konstanten Preisen	52
Abbildung 18:	China: Struktur und Entwicklung der Nachfrage – in konstanten Preisen	53
Abbildung 19:	Handelsbilanz Chinas (ohne Dienstleistungen) gegenüber Partnerländern in Mrd. US-\$	54
Abbildung 20:	Leistungsbilanzsaldo Deutschlands mit Partnerländern	55
Abbildung 21:	Lohnstückkosten in jeweiliger Währung – Index 1998=100	56
Abbildung 22:	Leistungsbilanzsaldo und Lohnstückkosten in Deutschland	57

Tabellen im Anhang

Tabelle	A1:	Salden der Leistungsbilanz, des Budgets und des Privatsektors in % des BIP: Ausgewählte Leistungsbilanzdefizitländer	91
Tabelle	A2:	Leistungsbilanzsaldo in % des BIP in der Europäischen Union und in OECD-Ländern	92
Tabelle	A3:	Sparen und Investitionen in % des Bruttonationaleinkommens bzw. des BIP in ausgewählten Defizitländern	92

Abbildungen im Anhang

Abbildung	A1:	Globale Leistungsbilanzungleichgewichte 2008 – 150 Länder in Mrd. US-\$	93
Abbildung	A2:	Salden der Leistungsbilanz, des Budgets und des Privatsektors in OECD-Ländern 2008 in % des BIP	94
Abbildung	A3:	Bruttoauslandsvermögen der USA in Mrd. US-\$	95
Abbildung	A4:	Bruttovermögen des Auslands in den USA in Mrd. US-\$	95
Abbildung	A5:	Wechselkurse – lokale Währung je US-\$	96
Abbildung	A6:	Leistungsbilanz Japans in % des BIP	96
Abbildung	A7:	Leistungsbilanz Chinas in % des BIP	97
Abbildung	A8:	Leistungsbilanz der USA in Mrd. US-\$	97
Abbildung	A9:	Leistungsbilanz Deutschlands in % des BIP	98
Abbildung	A10:	Deutschland – regionalisierter Leistungsbilanzsaldo 2008 in Mrd. €	98

Abkürzungsverzeichnis

BIP	Bruttoinlandsprodukt
EK	Europäische Kommission
EU	Europäische Union
EZB	Europäische Zentralbank
GSG	„Global Saving Glut“
IWF	Internationaler Währungsfonds
KBS	Kapitalbilanzsaldo
LB	Leistungsbilanz
LBD	Leistungsbilanzdefizit
LBS	Leistungsbilanzsaldo
NEVE	Nettoerwerbs- und Vermögenseinkommen gegenüber der übrigen Welt
NVP	Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland
SVR	Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung
SWP	Stabilitäts- und Wachstumspakt
SZR	Sonderziehungsrechte
WB	Weltbank

Vorbemerkung

Die Weltwirtschaft scheint vordergründig betrachtet auf einem erfolgreichen Weg aus der Finanz- und Wirtschaftskrise zu sein. Insbesondere die boomenden Volkswirtschaften Chinas, Indiens, Brasiliens, Russlands und einiger anderer Schwellen- und Entwicklungsländer sind es, die die weltwirtschaftliche Erholung gegenwärtig vorantreiben. Hiervon profitieren auch die Industrieländer, allen voran Deutschland dank seiner starken Exportorientierung. Dies spiegelt sich in den nach der Krise wieder hohen Exportüberschüssen und dem lange Zeit in Deutschland nicht mehr für möglich gehaltenen Wirtschaftsaufschwung mit Rekordwachstumsraten und immer weiter sinkenden Arbeitslosenzahlen wider.

Dennoch lassen sich in der Weltwirtschaft auch Entwicklungen beobachten, die durchaus Anlass zur Sorge geben. An vorderster Front stehen hierbei die großen globalen Ungleichgewichte in den Leistungs- und Kapitalbilanzen, die bereits im Vorfeld der Finanz- und Wirtschaftskrise zunehmend als problematisch angesehen wurden und die auch nach der Krise weiterhin fortbestehen. Viele Defizitländer kämpfen gegenwärtig mit dem Problem einer lahmen oder gar rezessiven konjunkturellen Entwicklung, hoher und steigender privater und öffentlicher Verschuldung und der damit verbundenen Gefahr von Zahlungsbilanz- und Währungskrisen. Viele Überschussländer sehen sich dagegen momentan mit dem Problem konfrontiert, eine Überhitzung der Wirtschaftsentwicklung, spekulative und destabilisierende Kapitalzuflüsse und die Entstehung neuer Vermögenspreisblasen zu verhindern.

Vor diesem Hintergrund hat die Friedrich-Ebert-Stiftung an Prof. Dr. Jan Prieue von der Hochschule für Wirtschaft und Technik (HTW) Berlin einen Forschungsauftrag vergeben, um der Frage nachzugehen, ob und inwieweit die globalen Ungleichgewichte zur Finanz- und Wirtschaftskrise beigetragen haben, welche Gefahren von ihnen ausgehen und wie sie zukünftig ver-

hindert bzw. verringert werden können. Er kommt im Rahmen seiner Analyse zu dem Ergebnis, dass die globalen Ungleichgewichte neben den Fehlentwicklungen auf den Finanzmärkten wesentlich zur Finanz- und Wirtschaftskrise beigetragen haben. Große globale Ungleichgewichte sind demnach – anders als oftmals behauptet – in den seltensten Fällen gut und nachhaltig. Sie tragen vielmehr zur Entstehung von Vermögenspreisblasen bei und führen über kurz oder lang in Überschuldungs- und Zahlungsbilanzkrisen in den Defizitländern. Hiervon gehen auch erhebliche Risiken für die Weltkonjunktur und damit letztlich auch für die Überschussländer aus.

Diese Analyseergebnisse haben wichtige wirtschaftspolitische Implikationen. Soll sich die Weltwirtschaft in Zukunft auf einem starken, nachhaltigen und ausgeglichenen Wachstumspfad ohne Krisen fortentwickeln, gilt es, nicht nur die Finanzmärkte besser und effektiver zu regulieren, sondern auch das Problem der globalen Ungleichgewichte konsequent anzugehen und zu lösen. Die Erfahrungen rund um die Finanz- und Wirtschaftskrise zeigen dabei, dass man sich nicht allein auf rein marktgetriebene Anpassungsprozesse verlassen sollte, sondern dass die Politik die notwendigen Korrekturen aktiv wirtschafts-, währungs- und finanzpolitisch initiieren, flankieren und steuern sollte, um die Entstehung größerer globaler Ungleichgewichte und die damit einhergehenden Risiken im Vorhinein zu vermeiden. Hierbei ist ein gemeinsames Vorgehen sowohl der Überschuss- als auch der Defizitländer unabdingbar. Die vorliegende Studie zeigt auf, mit welchen Politikmaßnahmen eine stabilere weltwirtschaftliche Entwicklung erreicht werden kann.

Markus Schreyer
Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik
der Friedrich-Ebert-Stiftung

Zusammenfassung

Diese Studie untersucht die weltwirtschaftlichen Probleme, die durch große und anhaltende Überschüsse oder Defizite in den Leistungsbilanzen entstehen können, die im Zuge der Globalisierung von Handel und Finanzmärkten deutlich zugenommen haben. Dabei werden drei typische Gruppierungen von Ungleichgewichten thematisiert: (1) das vieldiskutierte US-Leistungsbilanzdefizit gegenüber einer Vielzahl von Ländern, insbesondere gegenüber China und den OPEC-Ländern; (2) die inner-europäischen Leistungsbilanzungleichgewichte; (3) die großen Leistungsbilanzdefizite von sehr vielen Entwicklungsländern gegenüber OECD- sowie OPEC-Ländern. Letztere werden aus der näheren Analyse ausgeklammert. Die europäischen Ungleichgewichte werden als wichtiger Teil globaler Ungleichgewichte angesehen.

Im theoretischen Teil wird untersucht, wann Ungleichgewichte nachhaltig getragen werden können und unter welchen Bedingungen sie zu krisenhaften Anpassungen führen, meist in Form von Schulden- und Zahlungsbilanzkrisen. Es wird dabei ein Raster für „gute“ und „schlechte“ Ungleichgewichte entwickelt. Entscheidend ist letztlich die Nachhaltigkeit von Ungleichgewichten, die weitgehend vom Verhältnis der Wachstumsrate eines Landes zum Zinssatz abhängig ist. Diese Überlegung lässt für den Normalfall nur geringe nachhaltige Ungleichgewichte zu.

Der empirische Teil beleuchtet detailliert die komplexen Zusammenhänge zwischen Überschüssen und Defiziten der vergangenen zehn Jahre. Es waren die exzessivsten Ungleichgewichte, die es je gab. Insbesondere werden die drei großen Überschussländer China, Deutschland und Japan untersucht. Dabei werden die unterschiedlichen Bewertungen aus Wirtschaftswissenschaft und Politik resümiert und kommentiert. Abschließend werden zahlreiche, teilweise

weit reichende Reformvorschläge zur Korrektur und zur Vermeidung von Ungleichgewichten diskutiert.

Die Untersuchung sucht nach Antworten auf sechs Fragen, die nachfolgend zusammengefasst sind.

1. *Unter welchen Bedingungen sind Leistungsbilanzungleichgewichte ein Problem?* Je größer und länger anhaltend die Ungleichgewichte, desto größer die Wahrscheinlichkeit von Gefahren, insbesondere wenn sich die Nettovermögenspositionen gegenüber dem Ausland in den Überschuss- und Defizitländern immer weiter spreizen.
2. *Gibt es „gute“ und „schlechte“ Ungleichgewichte, wachstums- und wohlfahrtsfördernde einerseits und Krisen erzeugende andererseits?* Wohlfahrtssteigernde andauernde Ungleichgewichte existieren selten – am ehesten wenn die Defizitländer auf einem hohen Wachstumspfad nachholender Entwicklung sind, ihre Wachstumsrate größer als der Zinssatz ist und die Kapitalimporte vorwiegend ausländische Direktinvestitionen darstellen, die den Wachstumspfad erhöhen. Allerdings gibt es für diesen Entwicklungspfad nicht viele erfolgreiche Beispiele. Die meisten großen und länger andauernden Ungleichgewichte führen zu Verschuldungskrisen und/oder zu Vermögenspreisblasen, die irgendwann platzen; sie sind häufig Ausdruck neo-merkantilistischer Unterbewertungsstrategien seitens der Überschussländer, die andere Länder in Leistungsbilanzdefizite treiben, weil die Förderung der inländischen Nachfrage unterlassen wird. Allerdings sind häufig – aber nicht immer – auch die Defizitländer durch eine Politik zu starker Auslandsverschuldung oder durch Überbewertung ihrer Währung beteiligt. Derartige Ungleichgewichte drohen zu eskalieren, sie

bauen sich langsam und kontinuierlich auf. Schließlich gibt es im Rahmen des geltenden Weltwährungssystems unvermeidbare Defizite, die durch die Anlage von Währungsreserven in Reservewährungsländern entstehen. Diese Quelle von in jüngster Zeit stark ansteigenden Defiziten deutet auf die Notwendigkeit einer Reform des globalen Währungssystems hin.

3. *Wenn es schlechte oder gar gefährliche Ungleichgewichte gibt, wer ist schuld und damit verantwortlich für Korrekturen – das „nachlässige“ Defizitland, das „fleißige“ Überschussland, oder beide? Ungleichgewichte sind „symmetrisch“ in dem Sinne, dass sowohl Defizit- als auch Überschussländer, allerdings nicht immer gleichgewichtig, beteiligt sind. In den meisten Fällen liegt die Initiative für die Entstehung von Ungleichgewichten bei den Wirtschaftssubjekten der Überschussländer. Indirekt sind sowohl Regierungen der Überschuss- wie der Defizitländer beteiligt. Die verbreitete Wahrnehmung, dass es ursächlich in erster Linie die Regierungen der Defizitländer sind, die ihre Defizite „erzeugen“, lässt sich kaum aufrechterhalten. Große und wirtschaftlich starke Länder, gleich ob Defizit- oder Überschussländer, haben eine besondere Verantwortung. Neben den OPEC-Ländern gibt es nur drei große – gemessen an der absoluten Höhe der Leistungsbilanzsaldos – Überschussländer in der Welt, nämlich China, Deutschland und Japan. Neben den USA gibt es nur rund zehn Länder mit großen absoluten Defiziten.*
4. *Haben die Ungleichgewichte zur Finanzkrise in den USA beigetragen? Zusammen mit den Fehlregulierungen der Finanzmärkte nicht nur in den USA, sondern auch in Europa, haben die Ungleichgewichte maßgeblich zur Entstehung der Finanzkrise und der nachfolgenden Weltwirtschaftskrise beigetragen. Dies gilt vor allem für das exzessive Anschwellen der Ungleichgewichte in den Jahren 2003-2008. Die massiven Kapitalexperte, einschließlich der Währungsreserven, in die USA haben die Nachfrage nach neuen, toxischen Finanzpro-*
- dukten stark ansteigen lassen, Risiken unterbewertet und übermäßige Liquidität geschaffen, die die Finanzindustrie ausgenutzt hat. Die Kapitalzuflüsse haben den exzessiven Konsum der Privathaushalte und die hohen Budgetdefizite des Staates in den USA erst ermöglicht. Ohne den Status des US-Dollars als Reservewährung mit dem damit verbundenen Vertrauensbonus wäre die Krise nicht möglich gewesen.
5. *Sind die Euro-Zonen-Ungleichgewichte Teil der globalen Ungleichgewichte? Ja, die Länder der Euro-Zone und die anderen EU-Länder sind in globale Handels- und Kapitalströme einbezogen. Für die Überschussländer der Euro-Zone ist der reale effektive Euro-Wechselkurs massiv unterbewertet, für die Defizitländer überbewertet. Die Defizitländer haben nicht nur gegenüber den Überschussländern der Euro-Zone ein Defizit, ebenso wie die Überschussländer auch Länder außerhalb der Euro-Zone ins Defizit treiben. Ein Niedergang der Europäischen Währungsunion hätte weltweite Auswirkungen. Das derzeitige System der europäischen Ungleichgewichte bremst das Wirtschaftswachstum in der Währungsunion und der EU-27 insgesamt.*
6. *Wie sehen Korrekturen für exzessive, also „schlechte“ Ungleichgewichte aus? Märkte können bestenfalls leichte Ungleichgewichte krisenfrei heilen, Marktkorrekturen größerer und andauernder Ungleichgewichte erfolgen meist plötzlich und krisenhaft; sie können sehr hohe volkswirtschaftliche Verluste verursachen. Daher sind präventive wirtschaftspolitische Korrekturen notwendig. Es sollte allgemein anerkannte Regeln zur Vermeidung von zu großen Leistungsbilanzungleichgewichten geben. Leitbild sollte ein „außenwirtschaftliches Gleichgewicht“ sein. Sanktionen für Länder mit großen Ungleichgewichten sind notwendig. Selten können schwerwiegende Ungleichgewichte ohne Wechselkurskorrekturen bereinigt werden. Je größer die Ungleichgewichte sind, desto schwieriger werden die Korrekturen.*

1. Was sind die Probleme?

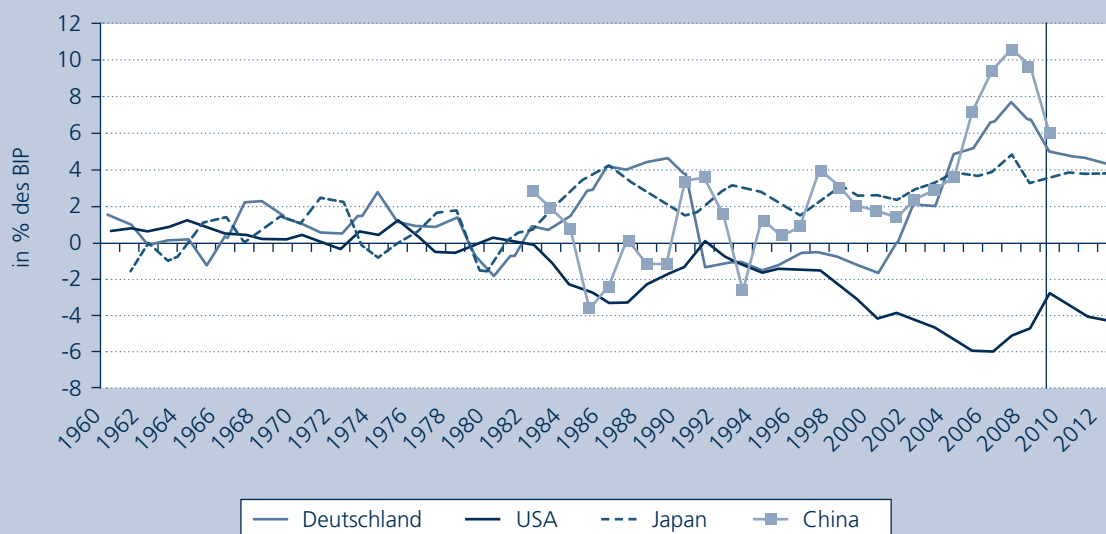
Unter „globalen Ungleichgewichten“ werden größere Leistungsbilanzüberschüsse bzw. -defizite zwischen verschiedenen Ländern und Ländergruppen verstanden. Spiegelbildlich stehen Leistungsbilanzungleichgewichten gleich hohe Ungleichgewichte mit entgegengesetztem Vorzeichen in der Kapitalbilanz (einschließlich Devisenreserven) gegenüber. Die Frage, ob Volkswirtschaften größere Überschüsse oder Defizite in ihren Leistungsbilanzen haben dürfen oder gar haben sollten, gehört seit Jahrzehnten zu den großen kontroversen Fragen der Wirtschaftstheorie. Zugespielt haben sich die Ungleichgewichte seit Ende der 1990er Jahre bis 2008 zwischen den USA als größtem Defizitland und China, Deutschland sowie Japan (abgesehen von den OPEC-Ländern) als den größten Überschussländern. Nie zuvor gab

es größere Ungleichgewichte (vgl. Abbildung 1). Für die meisten Beobachter haben diese Ungleichgewichte zur weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise 2008-2009 wesentlich beigetragen. Zwar haben die Ungleichgewichte in und nach der Finanzkrise abgenommen, aber die meisten Prognosen gehen von einem neuerlichen Anstieg in den kommenden Jahren aus. Einer Reihe von Überschussländern, vor allem China, Deutschland, Japan und den Ölproduzenten des Nahen Ostens, stehen die USA als größtes Defizitland sowie viele kleinere europäische Defizitländer gegenüber, abgesehen von sehr vielen armen Entwicklungsländern. In den USA wurde die Frage des Leistungsbilanzdefizits verkürzt bezogen auf Chinas Exportpolitik diskutiert, in Europa wird über scheinbar nur regionale Ungleichgewichte

Abbildung 1:

Leistungsbilanzsaldo in % des BIP – China, Deutschland, Japan, USA

Schätzungen der EU-Kommission für 2010-2012



Quelle: AMECO, Weltbank 2010, WDI.

innerhalb der Euro-Zone gestritten, die möglicherweise die europäische Währungsunion vor eine Zerreißprobe stellen. Im europäischen Mikrokosmos, so scheint es auf den ersten Blick, übernehmen Deutschland und ein paar andere kleinere Überschussländer die Rolle Chinas bei den globalen Ungleichgewichten. Aber diese Sichtweise täuscht. Die Ungleichgewichte in Europa gehen weit über die Euro-Zone hinaus, und sie hängen mit den globalen Problemen eng zusammen.

Noch im deutschen Stabilitätsgesetz von 1967 war „außenwirtschaftliches Gleichgewicht“ eines der vier gesamtwirtschaftlichen Ziele von Bund und Ländern im Rahmen des „magischen Vierecks“. Damals galt noch das Währungssystem von Bretton Woods mit fester Währungsanbindung an den US-Dollar. Nach dessen Niedergang 1973 setzten sich freie, durch Angebot und Nachfrage gesteuerte Wechselkurse zwischen den großen Währungen durch und es schien, als könne man in einem solchen System das alte Ziel ausgeglichener Leistungsbilanzen getrost suspendieren. Denn unter den Bedingungen globaler Finanzmärkte können auch große Leistungsbilanzdefizite scheinbar ohne Problem durch die Überschussländer finanziert werden. In der Euro-Zone wurde möglichen Ungleichgewichten in der Gründungsarchitektur keine Aufmerksamkeit gewidmet, vielmehr dachte man, der freie gemeinsame Binnenmarkt schließt einen einheitlichen Kapitalmarkt ein, auf dem zu einheitlichen Preisen, also gleichen Zinsen, Kapital ge- oder verliehen werden kann. Jetzt scheint uns die Vergangenheit einzuholen. Schon bei der Gründung des Systems von Bretton Woods im Jahr 1944 stritt man über Wege zum Ausgleich von Ungleichgewichten, und in Pittsburgh im Jahr 2009 war das Thema erneut auf der Tagesordnung des Gipfels der G-20, ebenso wie bei Verhandlungen in Brüssel 2010/11 über eine Reform des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts unter Einschluss der Probleme exzessiver außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte. Ganz offensichtlich ist der globale freie Handel mit Gütern – und

spiegelbildlich mit Kapital – nicht so problemlos, wie es manche Verfechter bedingungsloser, gewissermaßen regelfreier „Globalisierung“ glaubten.

In den theoretischen und wirtschaftspolitischen Debatten geht es vor allem um die folgenden sechs Fragen:

1. Unter welchen Bedingungen sind Leistungsbilanzungleichgewichte ein Problem? Anders gesagt: sind Überschüsse oder Defizite immer ein gefährliches Ungleichgewicht?
2. Gibt es „gute“ und „schlechte“ Ungleichgewichte, wachstums- und wohlfördernde einerseits und Krisen erzeugende andererseits?
3. Wenn es schlechte oder gar gefährliche Ungleichgewichte gibt, wer ist schuld und damit verantwortlich für Korrekturen – das „nachlässige“ Defizitland, das „fleißige“ Überschussland oder beide?
4. Haben die Ungleichgewichte zur Finanzkrise in den USA beigetragen? Waren sie unter Umständen sogar ein wesentliches Element der Krise, oder handelte es sich im Kern um eine reine Finanzsektorkrise infolge von Fehlregulierungen?
5. Sind die Euro-Zonen-Ungleichgewichte Teil der globalen Ungleichgewichte? Wenn ja, wie hängen sie mit den Ungleichgewichten außerhalb Europas zusammen?
6. Wie sehen Korrekturen für exzessive, also „schlechte“ Ungleichgewichte aus? Reicht die den Märkten inhärente Heilungskraft aus, oder bedarf es wirtschaftspolitischer Aktivitäten bzw. neuer multilateraler Regeln?

In dieser Studie wird ein Überblick über die Debatten und die unterschiedlichen Positionen gegeben. Der Autor selbst vertritt die Position, dass der größte Teil der heutigen Leistungsbilanzungleichgewichte problematischer und nicht nachhaltiger Natur ist, zu krisenartigen Anpassungsprozessen führt und daher vermindert bzw. präventiv vermieden werden sollte. Dies gelingt nur, wenn sowohl Überschuss- wie Defizitländer aktiv werden. Dafür müssen neue multilaterale Regeln

ausgehandelt werden. Dazu gehört auch ein neues internationales Währungssystem, das den ordnungspolitischen Rahmen für die Globalisierung von Handel und Kapitalaustausch darstellt.

Diese Studie geht wie folgt vor: Im Abschnitt 2 werden zunächst die wichtigsten Begriffe und Kreislaufzusammenhänge theoretisch dargestellt und die Nachhaltigkeit von Ungleichgewichten geprüft. Danach folgt in Abschnitt 3 ein empirischer Überblick über die Entwicklung und Struktur globaler Leistungsbilanzsalden, der die verwirrende Komplexität der Daten ordnet und die Zusammenhänge aufzeigt. Die Ursachen der im Zeitraum 2000-2008 stark angestiegenen Ungleichgewichte auf Seiten der Überschuss- und

Defizitländer werden in Abschnitt 4 erläutert, wobei die wichtigsten Erklärungsansätze für das Entstehen der hohen Überschüsse und Defizite vorgestellt werden. Abschnitt 5 resümiert die Debatte darüber, ob die Ungleichgewichte zur Finanzkrise beigetragen haben und wenn ja wie, ob sie „gute“ oder „schlechte“ Ungleichgewichte waren und noch sind. Die mit den USA zusammenhängenden Ungleichgewichte werden mit denen in Europa in Abschnitt 6 verglichen. In Abschnitt 7 werden Möglichkeiten der Korrektur von Leistungsbilanzungleichgewichten dargestellt. Schlussfolgerungen werden im letzten Abschnitt 8 gezogen.

2. Wann sind Leistungsbilanzungleichgewichte problematisch? – Theoretische Analyse

Im Folgenden sollen zunächst die wichtigsten Begriffe und Kreislaufzusammenhänge dargestellt werden, um dann die Formen, Ursachen und Folgen von Ungleichgewichten zu erörtern.

2.1 Grundbegriffe

Die Leistungsbilanz (LB) ist eine wichtige Teilbilanz der Zahlungsbilanz; letztere schließt zusätzlich die Kapitalbilanz und die Bilanz der Veränderung der Währungsreserven ein. Die Summe der Salden der Leistungsbilanz (LBS), der Kapitalbilanz (KBS) und der Veränderung der Währungsreserven (ΔR) ist per definitionem Null: $LBS + KBS + \Delta R = 0$. Die Leistungsbilanz, früher auch „Bilanz der laufenden Posten“ („Current Account“) genannt, umfasst die Warenhandels- und Dienstleistungsbilanz (zusammen Exporte minus Importe, X-M), die Nettoerwerbs- und Vermögenseinkommen aus der übrigen Welt (NEVE) sowie die Bilanz der laufenden Übertragungen (TR):

$$(1) LBS = X - M + NEVE + TR.$$

Dabei ist die Handelsbilanz die mit Abstand wichtigste Teilbilanz, was die Größenordnung angeht. Der Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen spiegelt Löhne, Gewinne, Zinsen, Mieten etc. wider, die das Inland aus dem Ausland erhält bzw. an das Ausland zahlt; wichtig sind hierbei insbesondere Zinsen auf Auslandsschulden (bzw. Vermögen) und Gewinntransfers multinationaler Unternehmen. Die laufenden Übertragungen sind Nettotransfers ohne direkte Gegenleistungen, überwiegend seitens des Staates wie z. B. Beiträge zu den Vereinten Nationen, zur EU, zur NATO oder Entwicklungshilfe.

Ist die Leistungsbilanz im Defizit, fließen weniger laufende Einnahmen ins Inland als laufende Ausgaben ins Ausland. Werden letztere in Fremdwährung getätigt, z. B. in US-Dollar, bedarf es eines Kapitalimports aus dem Ausland, um das Defizit zu finanzieren. Folglich verschuldet sich das Inland im Ausland. „Verschuldung“ in diesem Sinne kann auch heißen, dass ausländische Firmen oder Einzelpersonen im Inland investieren, also auf diese Weise Kapitalimport stattfindet. Häufig führt dies später zu Gewinntransfers in die Zentrale des ausländischen Unternehmens. Alternativ kann ein Defizit der Leistungsbilanz durch Abnahme der Währungsreserven finanziert werden. Ein Leistungsbilanzdefizit in einer Periode erhöht den Nettoschuldenstand eines Landes gegenüber dem Ausland. Diese Kennziffer ist das Verhältnis des Bestands an Forderungen gegenüber dem Ausland zu den Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland (auch Nettovermögensposition (NVP) gegenüber dem Ausland genannt).

Wenn ein Land mehr laufende Einnahmen aus dem Ausland erhält als es nach dorthin auszahlt und so einen Leistungsbilanzüberschuss erzielt, gilt das Umgekehrte. Dieses Land wird also in der laufenden Periode mehr Forderungen als Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland aufbauen und somit seine Nettovermögensposition erhöhen. Der einfachste Fall ist, dass das Überschussland dem Defizitland Kredit gewährt, so dass das Defizitland sein Leistungsbilanzdefizit finanzieren kann. Erklärt sich das Überschussland dazu nicht bereit, muss das Defizitland sein Leistungsbilanzdefizit durch weniger Importe oder weniger Transfers ans Ausland oder durch Einstellung der Zinszahlungen auf die Auslandsschuld (Zahlungsunfähigkeit) etc. abbauen. Je

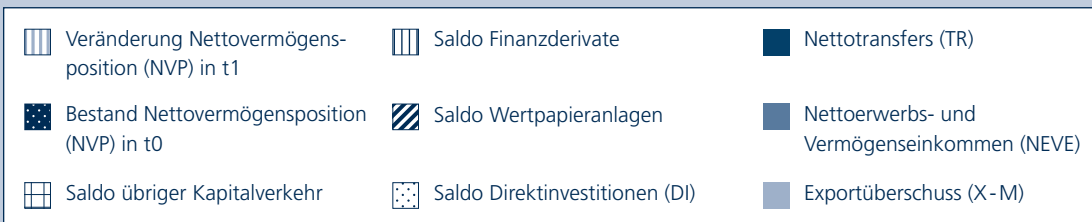
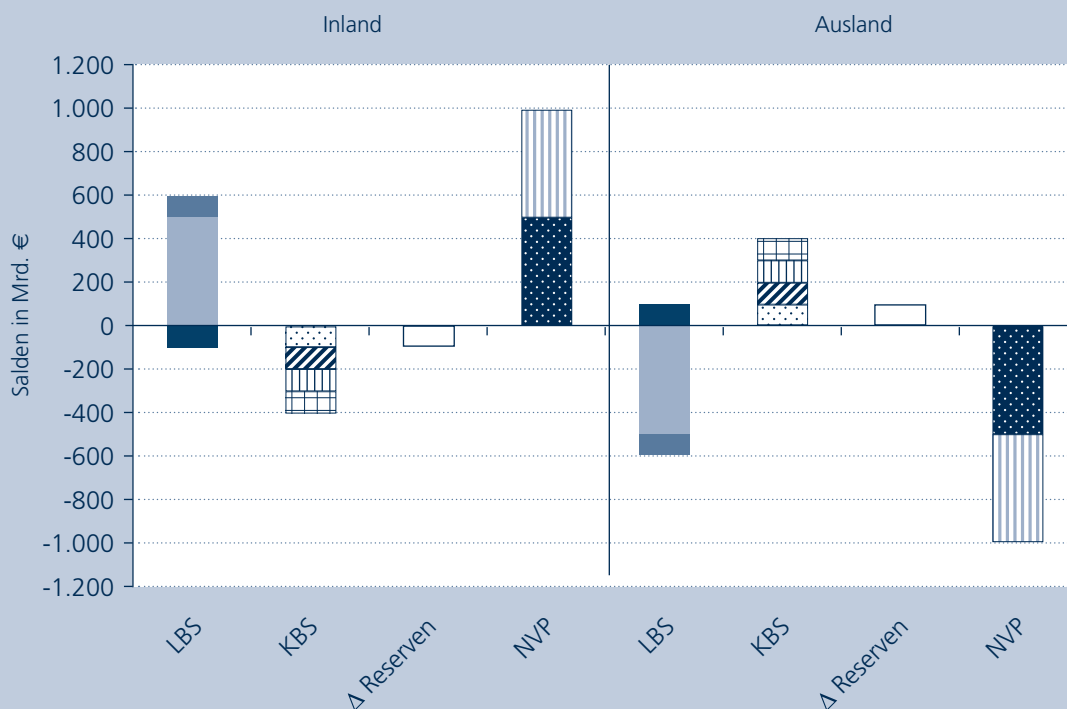
länger ein Land ein Leistungsbilanzdefizit hat, desto höher der Schuldendienst gegenüber dem Ausland, d.h. der Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen gegenüber dem Ausland vermindert sich, wodurch sich die Leistungsbilanz weiter verschlechtert.

Die spiegelbildliche Struktur der Zahlungsbilanzen von Inland und Ausland in einem Zwei-Länder-Modell ist in Schema 1 dargestellt. Es wird dabei unterstellt, dass das Inland Exportüberschüsse bei Waren und Dienstleistungen (X-M) hat, positive Nettoerwerbs- und Vermögenseinkommen (NEVE) aus dem Ausland bezieht, aber Nettotransfers (TR) an das Ausland leistet. Das Kapitalbilanzdefizit spiegelt den Nettokapitalexport ins Ausland wider, bestehend aus einem ne-

gativen Saldo jeweils bei Direktinvestitionen im Ausland, Käufen von Finanzderivaten im Ausland, Wertpapierkäufen im Ausland (Aktien, Anleihen, Geldmarktpapiere) und „übrigem Kapitalverkehr“, durchgeführt vom Staat, der Zentralbank, Finanzierungsinstitutionen, Unternehmen oder Privatpersonen. So stellt es die international übliche Zahlungsbilanzstatistik dar. Die Veränderung der Währungsreserven, z.B. eine Zunahme, ist eine Art „offizieller“ Kapitalexport der Notenbank und könnte auch als Teil der Kapitalbilanz verstanden werden. Infolge des Leistungsbilanzüberschusses steigt die Nettovermögensposition (NVP) des Inlands, die des Auslands verschlechtert sich entsprechend. Während in der Leistungsbilanz nur die jährlichen Ströme an Waren bzw.

Schema 1:

Zahlungsbilanzen von In- und Ausland im Zwei-Länder-Modell



Kapitalflüssen erfasst werden, drückt die Nettovermögensposition den Nettobestand an Forderungen bzw. Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland aus.

Die schematische Darstellung enthält die Salden, d. h. die Nettoströme oder -bestände der jeweiligen Positionen. Was die Kapitalbilanz angeht, so wird dadurch nicht mehr sichtbar, dass die Salden aus riesigen Bruttoströmen resultieren, meist aus sehr kurzfristigen Kapitalexporten und -importen, die in den OECD-Ländern häufig mehr als 100 mal so groß sind wie die Ströme der Leistungsbilanz. Sowohl Überschuss- wie Defizitländer haben also hohe Bestände an Forderungen wie auch an Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland, so dass der Saldo vergleichsweise klein ist.

2.2 Saldenmechanik und Kreislaufzusammenhang

Die Zahlungsbilanz und ihre Teilbilanzen enthalten hoch aggregierte Informationen (vgl. Prieue/Herr 2005: 70 ff.). Was bedeutet es, wenn ein Land einen Überschuss oder ein Defizit hat? Unabhängig von den jeweiligen Motiven der Güter- und Kapitalströme kann man sagen, dass ein Überschussland mehr Güter und Dienstleistungen produziert als es selber in Form von Konsum oder Investitionen nutzt – es lebt gewissermaßen gegenwärtig unter seinen Verhältnissen. Umgekehrt lebt ein Defizitland über seinen Verhältnissen, denn es gibt mehr aus als es einnimmt, verschuldet sich also. Die Frage ist, wie lange das gut gehen kann. Kreditaufnahme, sei es im Inland oder im Ausland, ist nun per se nichts Schlechtes. Es kommt vielmehr darauf an, was damit gemacht wird und wie viel Kredit wie lange aufgenommen wird. Diese Fragen werden wir später genauer untersuchen.

Kreislauftheoretisch kann man den Saldo der Leistungsbilanz vereinfacht wie folgt darstellen. In einer offenen Volkswirtschaft mit staatlichen Aktivitäten gilt die Identität¹:

$$(2) S = I + G - T + X - M \text{ bzw. } S = I - (T - G) + X - M,$$

d.h.

$$(3) (X - M) = (S - I) + (T - G)$$

Unterstellt, der Saldo der Nettoerwerbs- und Vermögenseinkommen gegenüber dem Ausland (NEVE) sei ebenso wie die laufenden Transfers (TR) Null, dann ist der Leistungsbilanzsaldo gleich dem Saldo der Handels- und Dienstleistungsbilanz (X-M). S ist das inländische Sparen, also der Teil des Nationaleinkommens, der nicht konsumiert wird, und I sind die Ausgaben für Investitionsgüter. Damit bedeutet $(S - I) > 0$ (bzw. < 0) einen Einnahmenüberschuss (bzw. einem Ausgabenüberschuss) des Privatsektors (private Haushalte, produzierende Unternehmen und Banken). Es geht dabei also nicht nur um die laufenden Ersparnisse der privaten Haushalte. $(T - G)$ ist der Budgetsaldo des Staates mit den Staatsausgaben G und den Steuereinnahmen T. Ist der Budgetsaldo Null, kann ein Finanzierungsüberschuss des Inlands nur realisiert werden, wenn das Ausland mehr importiert als exportiert, also im Inland ein Leistungsbilanzüberschuss entsteht. Umgekehrt ist ein Leistungsbilanzdefizit des Inlands nur möglich, wenn das Ausland diesen mit Kapitalexporten finanziert. Dann kann sich das Inland einen negativen Finanzierungssaldo der Privatwirtschaft und/oder ein Haushaltsdefizit leisten. Ein negativer Finanzierungssaldo des Privatsektors (also $(S - I) < 0$) kann durch sehr hohe Investitionen relativ zum inländischen Sparen entstehen, aber auch durch hohen Konsum (also geringes Sparen) der Haushalte bei niedrigen Investi-

1 In einer geschlossenen Volkswirtschaft ohne staatliche Aktivitäten gilt die Identität $I = S$, Investitionen gleich Sparen. Was an Einkommen nicht für Konsumgüterkäufe ausgegeben wird, wird als Sparen definiert, dem jene produzierten Güter gegenüberstehen, die nicht zum Konsum verwendet werden, also als Investitionsgüter klassifiziert werden. Wird die Nachfrage des Staates (G) sowie des Auslands nach Gütern und Dienstleistungen (X für Exporte) einbezogen und die im Ausland produzierten und dann importierten Güter (M für Importe) abgezogen, kann das Nettoinlandsprodukt Y als Summe der verschiedenen Nachfrageaggregate angesehen werden, d. h.: $Y = C + I + G + X - M$ (I sind hier die Nettoinvestitionen). Wenn das durch Produktion in Höhe von Y entstehende Nettoinlandsprodukt verteilt wird, wird es teils konsumiert, teils gespart und teils an den Staat in Form von Abgaben T transferiert: $Y = C + S + T$. Aus diesen beiden Gleichungen für Y folgt: $S = I + G - T + X - M$.

tionen. Bei den Investitionen sollte man zwischen Wohnungsbauproduktionen und anderen Unternehmensinvestitionen unterscheiden; erstere zählen in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zwar als Investitionen, haben aber auch den Charakter langfristiger Konsumgüter. Damit wird deutlich, dass Nettokapitalimporte eines Landes, Spiegelbild eines Leistungsbilanzdefizits, durchaus Ausdruck eines Wohnungsbaubooms und einer Hauspreisblase sein können, die früher oder später platzt.

Gleichung (3) zeigt auch, dass der Handelsbilanzsaldo eines Landes aus dem Budgetsaldo und dem Saldo des Privatsektors besteht; letzterer setzt sich aus dem Finanzierungssaldo der privaten Haushalte, der produzierenden Unternehmen und des Bankensektors zusammen. Ein Defizitland kann also wegen eines Budgetdefizits des Staates ins Defizit geraten, oder wegen eines

Finanzierungsdefizits seines Privatsektors, der mehr investiert als spart, oder wegen einer Mischung aus beiden Defiziten. Ist LBD das Leistungsbilanzdefizit (negatives Vorzeichen), und nehmen wir ferner an, NEVE und TR sind 0, dann gilt:

$$(4) \text{LBD} = (S-I) + (T-G) < 0$$

In einem Zwei-Länder-Modell mit einem Überschuss- und einem Defizitland (Schema 2) können verschiedene Konstellationen zwischen Sparen und Investieren verglichen werden. Nehmen wir an, das Inland hat einen „Sparüberschuss“ ($S > I$), realwirtschaftlich also eine Überproduktion von Gütern im Verhältnis zur inländischen Nachfrage. Wenn der staatliche Budgetsaldo Null (oder leicht negativ) ist, entspricht der Sparüberschuss – exakt oder nahezu – dem Leistungsbi-

Schema 2:

Sparen und Investieren im Zwei-Länder-Modell

Inland mit LB-Überschuss:

Konstellation A

$(X-M) > 0$
 $(S-I) > 0$; $(T-G) \leq 0$
 $\rightarrow (X-M) = (S-I) + (T-G) > 0$

Beispiel a) privates Sparen sehr hoch bei hoher Investitionstätigkeit (z. B. China) und kleinem staatlichem Haushaltsdefizit bzw. ausgeglichenem Haushalt

Beispiel b) privates Sparen hoch bei schwacher Investitionstätigkeit und relativ kleinem staatlichen Haushaltsdefizit (z. B. Deutschland) oder ausgeglichenem Haushalt

Konstellation B

$(X-M) > 0$
 $(S-I) > 0$, $(T-G) > 0$
 Budgetüberschuss trägt zum LB-Überschuss bei (z. B. Norwegen)

Ausland mit LB-Defizit:

Konstellation A

$(X-M) < 0$; $(S-I) < 0$
 $(T-G) \leq 0$ geringes Haushaltsdefizit oder ausgeglichener Haushalt
 $\rightarrow (X-M) = (S-I) + (T-G) < 0$

Beispiel a) Boom bei Unternehmensinvestitionen (außerhalb Wohnungsbau), u. a. durch ausländische Direktinvestitionen

Beispiel b) Konsumboom, unveränderte Unternehmensinvestitionen

Beispiel c) Wohnungsbauboom, unveränderte sonstige Investitionen, unveränderter privater Konsum (z. B. Spanien)

Konstellation B

$(X-M) < 0$
 $(S-I) = 0$
 $(T-G) < 0 \rightarrow (X-M) = (T-G) < 0$
 Zwillingsdefizite (z. B. Griechenland): Kapitalzufluss wird vom Staat absorbiert

Konstellation C

Mix aus A und B: Kapitalzufluss aus dem Ausland wird vom Staat *und* Privatsektor absorbiert

lanzüberschuss. Dieser kann bei hohem Wirtschaftswachstum wie in China und hoher Investitionsdynamik entstehen, wenn der inländische Konsum mit der Produktion nicht Schritt hält, also die Konsumquote sinkt. Diesem ungewöhnlichen Fall steht der häufiger anzutreffende Fall gegenüber, bei dem die inländische Wirtschaft eher stagniert, d. h. die Unternehmen investieren wenig im Inland und die Haushalte sparen viel bei schwacher Einkommensdynamik. Dieser Fall ist eher für Deutschland 2001-2008 typisch. Im Ausland, dem Defizitland, können die Importüberschüsse grundsätzlich zum Konsum oder für mehr Investitionen (Wohnungsbau oder andere private Investitionen) oder zur Staatsverschuldung verwendet werden, die ihrerseits zur Finanzierung der Staatsausgaben genutzt werden. Wenn das Leistungsbilanzdefizit, also spiegelbildlich der Kapitalzufluss aus dem Ausland, vollständig zur Finanzierung des Haushaltsdefizits genutzt wird, herrscht ein „Zwillingsdefizit“ vor.

Die oben dargestellte Kreislaufgleichung (3) gilt für eine Periode, sagen wir ein Jahr. Damit gilt sie nur *ex post*, also erst am Ende der Periode, wenn die Zahlungsströme bekannt sind, und insofern ist es eine Identität. Die von den Akteuren, den Sparern, Investoren etc. zu Beginn der Periode geplanten oder erwarteten Werte für S und I etc. müssen nicht unbedingt mit den tatsächlich realisierten Werten übereinstimmen. Ob beispielsweise ein privatwirtschaftlicher Überschuss des Sparens über die Investitionen ($S > I$) tatsächlich zu einem Exportüberschuss und steigendem Volkseinkommen führt, ist keineswegs zu Beginn der Periode (oder im Verlauf des Jahres) sicher, weil es zu unbeabsichtigten Nebeneffekten kommen kann. Sparen ist aus güterwirtschaftlicher Sicht eine Reduktion von Güternachfrage und damit – *ceteris paribus* – gleichbedeutend mit einem Rückgang der Produktion. Ob es über das Ausland und dessen Finanzmärkte in Ausgaben für Investitionsgüterkäufe, Konsum oder Staatsausgaben transformiert wird, hängt vom jeweiligen Verhalten der Investoren, Konsumenten und staatlichen Entscheider im Ausland ab. Ist dies nicht oder nur teilweise der Fall, werden die Nettoexporte nur wenig oder gar nicht steigen und können damit den negativen Nachfrageeffekt des Sparüberschusses nicht kompensieren.

In diesem Fall würde das Wachstum des Volkseinkommens im Inland gebremst. Freilich ist auch das Gegenteil möglich. Kapitalexporte des Überschusslandes (Inland) können eventuell eine gut laufende Konjunktur im Ausland noch verstärken und so positiv auf das Inland zurückwirken (z. B. durch höhere Exporte des Inlands). Schauen wir uns drei einfache Beispiele im Zwei-Länder-Modell an, ausgehend von einer Situation $S > I$ im Inland.

Erstens: Der Sparüberschuss wird ins Ausland transferiert und dort in Wertpapieren angelegt. Die Verkäufer dieser Wertpapiere im Ausland erhalten Liquidität, die sie horten oder liquiditätsnah wieder anlegen. Es kommt zu keinen zusätzlichen Ausgaben für Güterkäufe im Ausland, und im Inland entstehen daher keine zusätzlichen Exporte. Jedoch sinkt wegen der inländischen Sparüberschüsse die Güternachfrage, woraufhin – bei konstanten Exporten – weniger importiert wird, wenn wir eine konstante Importquote (Importe/Bruttoinlandsprodukt) des Inlands unterstellen. So entstehen die oben beschriebenen Nettoexporte *ex post*.

Zweitens: Der Sparüberschuss fließt als Direktinvestition ins Ausland, die in Form einer Beteiligung eines inländischen Unternehmens an einem ausländischen realisiert wird. Die Verkäufer der Gesellschaftsanteile im Ausland verwenden die Verkaufserlöse zum Kauf von Immobilien, deren Preise daraufhin steigen, oder zur Rückzahlung von Schulden. Dies induziert keine Exporte aus dem Inland ins Ausland. Abermals steigt der Exportüberschuss des Inlands nur, weil die Importe des Inlands, wie im ersten Beispiel, sinken.

Drittens: Der Sparüberschuss des Inlands wird im Ausland teils real investiert, d. h. Investitionsgüter werden gekauft, teils konsumiert. Nehmen wir an, dadurch steigen die aggregierten Investitionen und der aggregierte Konsum im Ausland und damit der Output. Bei gegebener Importquote des Auslands wird jetzt mehr aus dem Inland importiert. Im Inland steigt der Exportüberschuss und damit das Bruttoinlandsprodukt, weil die Exporte zunehmen. Wir sehen, dass nur im dritten Beispiel positive makroökonomische Effekte im Inland wie auch im Ausland entstehen. Ob im dritten Beispiel das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Inland infolge höherer Exporte

größer ausfällt als in dem Fall, in dem es gar nicht erst zu Übersparen ($S > I$) im Inland und damit zu Kapitalexport kommt, sondern die Einkommen im Inland direkt für Konsum und Investitionen ausgegeben werden, bleibt dabei offen.

2.3 Triebkräfte für Leistungsbilanzungleichgewichte

Warum kommt es zu Leistungsbilanzungleichgewichten? Hier sind zwei Fragen von zentraler Bedeutung: Bestimmt die Kapitalbilanz die Leistungsbilanz oder die Leistungsbilanz die Kapitalbilanz? Und: Sind die Defizitländer die treibenden Kräfte, die Kapital importieren, um Güterimporte zu tätigen, oder sind es die Überschussländer, die entweder im Wettbewerb überlegen sind oder durch Kapitalexporte ihre Leistungsbilanzüberschüsse erzeugen? Beide Fragen hängen eng zusammen.

Besonders die erste Frage wird seit langem kontrovers diskutiert. An dieser Stelle müssen wenige Bemerkungen genügen. Vieles spricht dafür, dass die Kapitalströme der treibende Faktor für die Entstehung von Ungleichgewichten sind. Zum einen haben sie maßgeblichen Einfluss auf die Wechselkurse (sehen wir hier von einer Währungsunion wie der Euro-Zone einmal ab), allein wegen ihres Umfangs relativ zu den Handelsströmen. Der um Inflationsdifferenzen zwischen In- und Ausland bereinigte Wechselkurs (also der reale Wechselkurs) ist eine wichtige Determinante der Güterströme und damit auch der Wettbewerbsfähigkeit eines Landes. Zum anderen kann ein Land mit Nettokapitalimporten – unabhängig vom Wechselkurs – mehr Güter als ohne Kapitalzufluss importieren, während Länder mit Kapitalexporten weniger Güter importieren.

Gegen diese Argumentation spricht jedoch, dass die preisliche und qualitative (technologische) Wettbewerbsfähigkeit eines Landes zweifellos eine große Rolle für die Exportstärke spielt. Wenn ein Land keine wettbewerbsfähigen Exportgüter anzubieten hat, wird es im Export nicht gut abschneiden, gleich wie hoch der Kapitalexport ist. Allerdings wird dieses Land dann in der Produktion zurückfallen und weniger importieren, so dass ein Leistungsbilanzüberschuss über

schwache Importe zustande kommen kann – sofern nicht über Auslandsverschuldung die Importfähigkeit verbessert wird, so dass das Land ein Defizitland wird. Hinzu kommt ein weiteres Argument gegen die These, dass die Kapitalbilanz die Leistungsbilanz bestimmt. Wie kommen die Kapitalexporte bzw. -importe zustande? Der oben erwähnte Sparüberschuss ($(S-I) > 0$) eines Überschusslandes kommt in der Regel durch realwirtschaftliche Prozesse zustande, also beispielsweise durch eine schwache Investitionstätigkeit trotz guter Gewinne, die jedoch im Inland nicht investiert werden. Eine schwache Binnennachfrage kann inländische Investitionen behindern, und durch niedrige Löhne im Verhältnis zur Produktivitätssteigerung kann hohe preisliche Wettbewerbsfähigkeit erreicht werden. In diesem Fall würde realwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit mit Nettokapitalexporten einhergehen; beides sind, so gesehen, nur die zwei Seiten der gleichen Medaille. Insgesamt spricht also vieles dafür, dass realwirtschaftliche und monetäre Faktoren zugleich die Leistungsbilanzen beeinflussen und es keine eindeutige Kausalität gibt.

Was die Frage angeht, ob die Defizit- oder die Überschussländer die treibenden Kräfte für die Entstehung der Ungleichgewichte sind, sind wie bei allen Geschäftsbeziehungen natürlich beide Seiten beteiligt. Weist ein Land ein hohes Budgetdefizit auf, das durch Emission von Staatsanleihen finanziert werden soll, können letztere bei freien internationalen Kapitalmärkten durch Inländer oder Ausländer gekauft werden. Der sich verschuldende Staat nimmt i.d.R. keinen Einfluss darauf, wer die Staatsanleihen kauft. Zudem können inländische Besitzer von Staatsanleihen ihre Titel an Ausländer verkaufen, selbst wenn das laufende Defizit moderat ist. Auch wenn ein Defizitland exzessive Budgetdefizite eingeht, sind die Gläubiger des Staates aktiv an diesen Transaktionen beteiligt. Wenn inländische Banken oder Investmentfonds im Ausland Wertpapiere kaufen, geht die Initiative vom Inland, also hier dem Überschussland aus. Ähnlich ist es, wenn ein Überschussland Währungsreserven in Staatsanleihen des Reservewährungslandes, etwa der USA und der Euro-Zone, anlegt. Hier sind die Überschussländer die treibenden Kräfte, aber die Defizitländer und ihre Finanzsysteme bemühen sich

in der Regel, die Nachfrage der Anleger mit günstigen Angeboten zu bedienen, so dass das Geschäft für beide Seiten attraktiv ist.

Bei der Entstehung der meisten Leistungsbilanzdefizite geht also die Initiative meist von Wirtschaftssubjekten der Überschussländer aus (Unternehmen, Banken, Individuen); Regierungen der Defizitländer können dies kaum verhindern. Dies betrifft privatwirtschaftliche Kapitalexporte in Form von Direktinvestitionen, gleich ob es Beteiligungen an ausländischen Unternehmen oder Immobilienkäufe sind, Erwerb von Aktien und anderen Wertpapieren, inkl. Staatsanleihen. Nur durch Kapitalverkehrskontrollen könnte die Regierung eines Defizitlandes verhindern, dass Ausländer Staatsanleihen und andere Wertpapiere erwerben, gleich ob die Neuverschuldung hoch oder niedrig ist. Lediglich bei direkter Kreditaufnahme einer Regierungsstelle des Defizitlandes im Ausland ist der Staat unmittelbar beteiligt, aber diese Form der Staatsverschuldung wird selten gewählt. Eine hohe Staatsverschuldung im Inland erzeugt erst dann ein Leistungsbilanzdefizit, wenn Staatsanleihen aus dem Bestand oder bei Neuemissionen von Ausländern gekauft werden (vgl. Griechenland mit hoher Auslands-, Japan mit hoher Inlandsverschuldung, beide mit hoher Staatsverschuldung).

Indirekt kann die Regierung eines Defizitlandes freilich Kapitalimporte durch niedrige Steuern, Deregulierung von Finanzmärkten oder durch die Tolerierung spekulativer Blasen oder „Konsumorgien“ auf Pump fördern. Auch kann tolerierte höhere Inflation in einem Defizitland zu höheren Nominalzinsen an den Kapitalmärkten führen, die Kapitalimporte anziehen und zudem die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes aushöhlen, sofern die Währung nicht entsprechend der Inflationsdifferenz abwertet. Aber wer sollte die „richtige“ Höhe der Inflationsrate bestimmen, das Überschuss- oder das Defizitland? Umgekehrt kann auch die Regierung eines Überschusslandes Kapitalexperte fördern, indem die inländische Nachfrage geld- und fiskalpolitisch gedrosselt wird, Lohnsteigerungen behindert werden (z. B. durch die Lohnpolitik des Staates im öffentlichen Dienst, die Förderung eines Niedriglohnssektors etc.) oder indem eine Politik sehr niedriger Inflation oder Deflation toleriert wird. Es können auch

Importe protektionistisch gedämpft werden, oder es kann generell auf eine wirtschaftspolitische Förderung der Nettoexporte orientiert werden. Hierbei spielt die Beeinflussung der realen Wechselkurse eine herausgehobene Rolle, da diese für die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen eines Landes eine wichtige Determinante darstellen. Zusammenfassend kann man sagen, dass bei Leistungsbilanzungleichgewichten immer Wirtschaftssubjekte der Überschuss- und der Defizitländer beteiligt sind, indirekt auch die Regierungen beider Seiten, aber letztlich sitzen die Akteure in den Überschussländern am längeren Hebel. Ohne ihre Initiative oder Mitwirkung können Defizite nicht entstehen. Dass Ursache und Verantwortung für Defizite in erster Linie in den Defizitländern selbst liegen, ist also eine verbreitete, intuitive Wahrnehmung, die jedoch nicht aufrecht zu halten ist.

Aus makroökonomischer Sicht kann man die wichtigsten Determinanten der Leistungsbilanz des Inlands (und damit auch des Auslands mit umgekehrtem Vorzeichen, wenn man ein Zweiländer-Modell verwendet) wie folgt darstellen:

$$(5) \text{ LBS} = X - M + \text{NEVE} + \text{NTR} = f(e_r, \varepsilon, \text{str}, g_{\text{Inl}}/g_{\text{Ausl}}, i_{\text{eInl}}/i_{\text{eAusl}}, \text{ToT}, R^e, \text{FP}, \Delta \text{KX}_{\text{aut}}, \text{sonstige})$$

Die neun in der Klammer aufgeführten unabhängigen Variablen sind in einer umfassenderen Betrachtung ihrerseits wieder von zahlreichen anderen Faktoren abhängig. Sonstige Faktoren können auch eine Rolle spielen.

1. Der reale Wechselkurs (e_r) ist ein zentraler Bestimmungsfaktor der Preise für Exporte und Importe. Wie erwähnt, hängt der nominale Wechselkurs in hohem Maße von Kapitalströmen und damit von erwarteten Renditen ab, während das Preisniveau von der Kostenentwicklung, hier insbesondere von der Lohnstückkostenentwicklung sowie von der Güternachfrage und indirekt durch die Geldpolitik der Zentralbank bestimmt ist. Zwar entfällt der Wechselkurs in einer Währungsunion wie der Euro-Zone (jedenfalls zwischen ihren Mitgliedsländern), jedoch tritt dann die Relation der Kosten und Preise zwischen den Mitgliedsländern an seine Stelle. Diese Relation kann man als realen Wechselkurs ansehen, obwohl die

gleiche Währung verwendet wird. In der Euro-Zone hängen also die Handelsbilanzsalden eines jeden Landes in hohem Maße von den Unterschieden im Kostenniveau und der Entwicklung der Kostenunterschiede ab. Folglich stehen in einer Währungsunion hinter dem realen Wechselkurs im Kern Unterschiede in der Lohnstückkostenentwicklung, weil das Verhältnis von Löhnen und Produktivität der wichtigste Kostenfaktor ist.

2. Die Preiselastizität der Exporte bzw. der Importe, in der Gleichung mit (ε) zusammengefasst, drückt aus, wie sich die Export- bzw. Importmenge bei einer Änderung der Preise der Güter infolge einer Auf- oder Abwertung ändert. Werden beispielsweise importierte Bananen billiger, weil das Exportland abwertet, dürfte die Menge der zusätzlich nachgefragten Bananenimporte gering sein, weil die Preiselastizität der Nachfrage in diesem Fall gering ist.
3. Der Strukturfaktor (str) drückt die Exportstruktur im Hinblick auf die Einkommenselastizität der Exporte aus. Die Einkommenselastizität der Exporte (oder Importe) muss von der Preiselastizität der Exporte (oder Importe) unterschieden werden. iPods haben möglicherweise eine geringe Preiselastizität, aber eine hohe Einkommenselastizität. Ein Land, das z. B. relativ teure iPods produziert, mag gleichwohl hohe Exportzuwächse bei diesem Produkt haben, während man beim Export von Bananen selbst mit niedrigeren Preisen und bei starken Einkommenszuwächsen in den Importländern die Exportmenge kaum steigern kann und der Exportwert in lokaler Währung sogar sinken mag. Bei Wirtschaftswachstum im Ausland wird also ein Land mit günstiger Exportstruktur überproportional profitieren.
4. Das Konjunkturgefälle zwischen Inland und Ausland (g_{Inl}/g_{Ausl}), also das relative Wirtschaftswachstum im Inland, beeinflusst bei gegebener Importquote die Importe des Inlands wie die des Auslands. Normalerweise importiert eine stark wachsende Volkswirtschaft mehr als eine stagnierende. Allerdings kann sich die Importquote aufgrund von Strukturwandel auch rasch ändern. China ist ein Beispiel für den umgekehrten, eher ungewöhnlichen Fall, da hier die Importe trotz hohen Wirtschaftswachstums viel langsamer als die Exporte wachsen.
5. Die im Inland bzw. im Ausland erwarteten risikobereinigten Renditen der verschiedensten Art (i_{eInl}/i_{eAusl}) beeinflussen die Kapitalströme. Unter Renditen werden hier summarisch Zinsen, Dividenden und Kursgewinne sowie Unternehmensrenditen verstanden. Trotz stark verflochtener Kapitalmärkte zwischen den entwickelten Ländern gibt es aus verschiedenen Gründen keine volle Angleichung der nominalen Renditen, u.a. weil sich die Inflationsraten unterscheiden können und Wechselkursänderungsrisiken einkalkuliert werden müssen. Für die meisten grenzüberschreitenden Kapitalströme sind nominale Zins- bzw. Renditedifferenzen maßgeblich. Arbitragegeschäfte, die Zinsunterschiede nivellieren, und spekulative Geschäfte sind häufig schwer unterscheidbar. Der größte Teil der Kapitalströme ist von diesen monetären Faktoren und den zugehörigen Erwartungen abhängig. Faktisch beeinflussen Risikoeinschätzungen die Rendite; diese Einschätzungen sind unten als separate Variable aufgeführt.
6. Die Terms of Trade (ToT), also das Verhältnis der Exportgüterpreise zu den Importgüterpreisen, beeinflusst sowohl die Importfähigkeit eines Landes also auch dessen Kapitalexporte bzw. -importe. Steigen die Öl- und Rohstoffpreise, verbessern sich die ToT der Öl und Rohstoffe produzierenden Länder, was deren Leistungsbilanzen verbessert (sofern dies nicht unmittelbar durch zunehmende Importe kompensiert wird) und zu mehr Kapitalexporten bzw. steigenden Währungsreserven führen kann.
7. Die zukunftsgerichtete Risikoeinschätzung (R^e) auf den Kapitalmärkten im In- und Ausland ist ein wichtiger Bestimmungsfaktor für Kapitalanlagen im Ausland. Dies gilt natürlich auch für die Einschätzung der Liquidität und Solvenz der Schuldner im Ausland.
8. Die Fiskalpolitik (FP) im Inland bzw. im Ausland bestimmt das geplante Budgetdefizit wie auch die Fristenstruktur der Staatsverschuldung und nimmt damit ebenfalls Einfluss auf die Kapitalströme und damit auf die Leistungsbilanzsalden.

9. Autonome Kapitalexporte oder -importe (ΔKX_{aut}) sind einerseits politisch bestimmte Kredite wie subventionierte Darlehen (Entwicklungshilfe, Schuldenerlass), die insbesondere in Entwicklungsländern meist zu hohen Leistungsbilanzdefiziten führen. Reine Transfers (nicht rückzahlbare Zuschüsse), etwa an Entwicklungsländer, verbessern indessen die Leistungsbilanz, weil sie innerhalb der Leistungsbilanz gebucht werden. Die politisch bestimmten Kapitalflüsse sind die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Leistungsbilanzdefizite vieler Entwicklungsländer. Ihnen liegt meistens eine schwache Wettbewerbsfähigkeit des Exportsektors, schlechte Terms of Trade etc. zugrunde. Andererseits gehören Veränderungen der Währungsreserven auch zu den autonomen Kapitalströmen, die vorwiegend dem wichtigsten Reservewährungsland, also den USA, zufließen und meist in Staatsanleihen angelegt werden – oder abfließen, wenn sie vom Herkunftsland anders verwendet werden. Mit den Währungsreserven als Triebkraft von Leistungsbilanzungleichgewichten ist eine besondere Variante eines Leistungsbilanzdefizitlandes angesprochen. Das Land mit der am meisten respektierten und weltweit genutzten Währung besitzt eine Art Weltgeld, das als Maßstab für den Wert der meisten anderen Währungen gilt und das nahezu allseits zur Bezahlung von Waren- und Kapitaltransaktionen akzeptiert wird. Nahm früher das Gold die Funktion der Weltwährung wahr, ist es heute – jedenfalls ganz überwiegend – eine nationale Währung, nämlich der US-Dollar. Die USA können sich in eigener Währung verschulden; diese Währung genießt nahezu unbeschränktes Vertrauen im Rest der Welt. Sie kann durch die Notenbank dieses Landes erzeugt und bei allen internationalen Transaktionen verwendet werden. Dieses Land erscheint nahezu unbeschränkt kreditwürdig und unterliegt damit praktisch keiner Budgetrestriktion. Andere Länder hingegen unterliegen dem „Diktat der Zahlungsbilanz“ als scharfer Budgetrestriktion: Haben sie nicht hinreichend Devisen zur Finanzierung wichtiger Importe, müssen sie abwerten, was ihre Importe verteuert und den in Landeswährung berechneten Wert der Fremdwährungsschulden erhöht. Dem

Land droht dann eine Überschuldung, es muss sich wohl oder übel dem „Diktat“ der Gläubiger beugen. Freilich ist das Reservewährungsland verpflichtet, ohne nennenswerte Inflation zahlungsfähig zu bleiben. Diese Bedingung kann aber relativ leicht erfüllt werden, wenn dieses Land abwertet. Da die Auslandsschulden in der eigenen Währung denominiert sind, viele Vermögenstitel des Reservewährungslandes im Ausland jedoch in ausländischer Währung, wird eine Abwertung tendenziell die Nettovermögensposition dieses Landes verbessern, jedoch die der anderen Länder verschlechtern. So hat das Reservewährungsland jenes „exorbitante Privileg“, wie es Giscard d'Estaing einst nannte. Dieses Land kann sich also ein hohes und dauerhaftes Leistungsbilanzdefizit leisten, selbst wenn es der größte Nettoschuldner der Welt ist und selbst wenn die Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland negativ ist und sogar immer weiter ansteigt. Hinzu kommt, dass die Zentralbanken der anderen Länder ihre Währungsreserven vorzugsweise in diesem Land anlegen, weil diese Anlagen als besonders sicher gelten. Allerdings muss dieses Land fürchten, dass das Vertrauen in diese Reservewährung verloren gehen kann und andere konkurrierende Reservewährungen am Horizont auftauchen. Zu einem Teil können auch die Währungen anderer Länder „in der zweiten Reihe“, etwa der Euro oder der Yen, die erwähnten Privilegien erlangen und wahrnehmen.

In der Zahlungsbilanztheorie werden zur Erklärung von unausgeglichene Leistungsbilanzen meist der „Elastizitätsansatz“ und der „Absorptionsansatz“ herangezogen. Bei ersterem erfolgt der Leistungsbilanzausgleich durch preisliche Änderungen, nämlich Wechselkursanpassungen, die mengenmäßige Reaktionen bei Exporten und Importen nach sich ziehen, welche der sog. Marshall-Lerner-Bedingung genügen. Wenn die Summe der absoluten Werte der Export- und Importelastizität größer 1 ist, wird eine Währungsabwertung das Leistungsbilanzdefizit des Inlands mindern und damit auch den Überschuss des Auslands – so die Aussage der Marshall-Lerner-Bedingung. Dieser Ansatz fokussiert also auf die oben genannten Faktoren 1 und 2, d.h. auf den realen Wechselkurs und die Preiselasti-

zitäten. Die entsprechenden Kapitalströme passen sich bei einer Auf- oder Abwertung passiv an. Die Wechselkursanpassung bezieht sich auf reale effektive Wechselkurse, also auf inflationsbereinigte und handelsgewichtete Wechselkurse. In einem Zwei-Länder-Modell gibt es nur einen Wechselkurs, in der Realität hunderte. Es kommt also auf die gewichtete Summe der Wechselkurse an.

Der Absorptionsansatz negiert zwar nicht die Bedeutung von Wechselkursanpassungen, fokussiert aber auf mengenmäßige Anpassungen in Form des Wachstumsgefälles zwischen In- und Ausland, insbesondere aufgrund unterschiedlicher Fiskalpolitiken. Dem Ansatz entsprechend hat ein Überschussland eine zu geringe Absorption von Ressourcen, d. h. Nutzung von Gütern im Inland, im Verhältnis zu seiner Produktion, das Defizitland eine zu hohe. Unter Absorption (A) wird die inländische Nachfrage nach Investitions- und Konsumgütern verstanden, also $A = C + I + G$ (wobei $C =$ Konsumnachfrage, $I =$ Investitionsnachfrage, $G =$ Staatsnachfrage); anders gesagt: $Y = A + (X - M)$. Folglich sollte ein Land mit Leistungsbilanzüberschuss aktive Konjunkturpolitik betreiben, etwa mit höheren Budgetdefiziten, um das Bruttoinlandsprodukt und damit die Importe zu steigern. Umgekehrt könnte ein Land mit Leistungsbilanzdefizit seine Importe durch eine restriktive Fiskalpolitik mindern. Allerdings wirkt dies wachstumsmindernd, eventuell gar deflationär, und kann im Fall großer Länder wie den USA zu einer globalen Rezession oder gar zu einer globalen Deflation führen. Daher wurden von Keynes und vielen Keynesianern stets symmetrische Anpassungen von Defizit- und Überschussländern im Falle zu großer Ungleichgewichte gefordert (siehe Abschnitt 7).

Festgehalten werden kann: Sowohl im Elastizitäts- als auch im Absorptionsansatz bedarf es diskretionären politischen Handelns, um den Leistungsbilanzausgleich zu gewährleisten. Dass bei flexiblen, ausschließlich marktbestimmten Wechselkursen ein Leistungsbilanzausgleich automatisch zustande kommt, ist höchst fraglich (siehe unten). Dies wäre auch gar nicht nötig, wenn es *stabile* Ungleichgewichte gäbe, die für Defizit- wie Überschussländer gleichermaßen förderlich sind. Ob dies möglich ist, soll nun geprüft werden.

2.4 Sind Leistungsbilanzungleichgewichte stabil und nachhaltig?

Bei freiem Waren- und Kapitalverkehr tauschen Unternehmen, Banken und Einzelpersonen grenzüberschreitend Güter und Dienstleistungen ebenso wie Forderungen und Verbindlichkeiten aus. Offenbar tun sie dies, weil sie sich davon beidseitig Vorteile versprechen. Wenn ein Land dadurch mehr Waren exportiert als importiert und zugleich mehr Kapital exportiert als importiert, und umgekehrt das Ausland, warum sollte das schlecht sein? Kann es nicht dauerhafte und stabile „Ungleichgewichte“ zwischen In- und Ausland geben? Die Zahlungsbilanz ist ja schließlich immer per definitionem ausgeglichen. Der Schluss von der mikroökonomischen Rationalität auf makroökonomische Stabilität ist jedoch unzulässig. Der Warenaustausch und die Finanzmarktaktivitäten Einzelner mögen für die Beteiligten positiv und einkommenssteigernd sein; aber wenn alle das Gleiche tun, können große Probleme auftauchen, die letztlich alle schädigen. Denn die Zahlungsbilanz ist nicht einfach eine dürre, hochabstrakte Statistik, sondern sie zeigt Budgetrestriktionen auf. Ein Land kann sehr wohl vorübergehend über seine Verhältnisse leben, aber nicht dauerhaft, weil es sich dann übermäßig verschuldet, so dass „es“ – d. h. dessen „Wirtschaftssubjekte“ einschließlich der Staat – am Ende zahlungsunfähig würde. Aber wo liegen die Grenzen? Was heißt „übermäßig“? Wir betrachten im Folgenden vier Ansätze zur Beurteilung von Nachhaltigkeit (vgl. auch Priewe/Herr 2005: 82-91).

Ein erster Ansatz eines strengen Verständnisses von Nachhaltigkeit postuliert die Rückzahlung der Auslandsschulden. Dies erfordert Leistungsbilanzüberschüsse. So gesehen sind negative Leistungsbilanzen niemals nachhaltig, sondern nur temporär möglich. Freilich bleibt der Zeitraum offen, in dem Auslandsschulden akkumuliert werden können. Es kann sich um wenige Jahre, also eher konjunkturelle Defizite, oder um Jahrzehnte handeln. Insofern ist dieser Ansatz zu unbestimmt.

Ein zweiter Ansatz nutzt eine einfache, wenn auch grobe Methode, die Nachhaltigkeit von

Leistungsbilanzdefiziten zu beurteilen. Als Bedingung für Nachhaltigkeit wird ein konstanter Schuldendienst an das Ausland, relativ zum Bruttoinlandsprodukt, unterstellt. Dieser Prozentsatz mag niedrig oder hoch sein, aber er darf nicht ständig steigen, weil dann das Land irgendwann seinen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen oder seine Schulden nur durch bewusste Inflationierung nominal bezahlen kann, nicht aber real. Dann wäre das Vertrauen der Gläubiger verwirkt, Rating-Agenturen würden das Land abwerten, die Risikozuschläge auf Zinsen würden steigen, und irgendwann müsste das Schuldnerland zunächst Illiquidität und dann Insolvenz eingestehen. Bei Illiquidität handelt es sich nur um eine vorübergehende Zahlungsunfähigkeit, bei Insolvenz ist der Schuldner auf Dauer unfähig, seine Verbindlichkeiten zu erfüllen.

Wir nehmen nun als Bedingung für eine nachhaltige Auslandsverschuldung an, dass die Quote der Auslandsverschuldung $a = D_{\text{Ausl}}/Y$ konstant bleibt. D_{Ausl} seien die Nettoauslandsschulden einer Volkswirtschaft (dies entspricht der Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland), Y sei das nominale Bruttoinlandsprodukt. D und Y seien in Fremdwährung (oder in Gemeinschaftswährung von In- und Ausland bei einer Währungsunion) berechnet, und der Wechselkurs sei konstant. Also dürfen bei Nachhaltigkeit die Nettoauslandsschulden nicht schneller wachsen als das Bruttoinlandsprodukt. Die Zunahme der Nettoauslandsschulden in einer Periode entspricht aber dem Leistungsbilanzdefizit, so dass gilt: $LBD/D_{\text{Ausl}} = \Delta Y/Y = g_y \cdot g_y$ sei das nominale Wirtschaftswachstum. Daraus folgt die Bedingung für nachhaltige Auslandschulden:²

$$(6) \text{LBD}/Y = (D_{\text{Ausl}}/Y) g_y$$

In dem Zwei-Länder-Modell würde dann umgekehrt auch der Leistungsbilanzüberschuss des anderen Landes relativ zum Bruttoinlandsprodukt konstant bleiben, ebenso dessen Nettoverschuldung im Ausland im Verhältnis zum Brut-

toinlandsprodukt. Die Nettovermögensposition im Verhältnis zum BIP bliebe im In- und Ausland konstant. Wir unterstellen in dieser einfachen Rechnung, dass die Zinsen im In- und Ausland auf alle Vermögensarten gleich sind.

Betragen die Nettoauslandsverschuldung beispielsweise 60 Prozent des BIP und das nominale Wirtschaftswachstum 5 Prozent, dann wäre ein dauerhaftes Leistungsbilanzdefizit von 3,0 Prozent nachhaltig. Anders gesagt, hat ein Schuldnerland ständig ein Leistungsbilanzdefizit von 10 Prozent bei einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von nominal 5 Prozent, wäre nur eine hohe Nettoauslandsverschuldungsquote von 2,0 (also 200 Prozent des Bruttoinlandsprodukts) nachhaltig. Dies impliziert eine enorme Verschlechterung der Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland, wenn der Ausgangswert 0,6 war. Wenn wir der Einfachheit halber annehmen, dass die Zinsen auf die Auslandsschuld konstant 5 Prozent betragen (als 5 von 200), dann müssten 10 Prozent des Einkommens des Inlands an das Ausland transferiert werden, Jahr für Jahr. Da dieser Zinsendienst Teil der Nettoerwerbs- und Vermögenseinkommen (NEVE) ist und damit Teil der Leistungsbilanz (siehe Gleichung 1), würde die gesamte Neuverschuldung im Ausland zur Verwendung des Zinsdienstes genutzt werden müssen. Das heißt, die Handelsbilanz müsste ausgeglichen sein (die Nettotransfers seien der Einfachheit halber ausgeklammert).

Man kann die Leistungsbilanz ohne Nettozinszahlungen (im Beispiel die Handelsbilanz) auch als *Primärbilanz* ansehen, die in diesem Fall stets ausgeglichen sein müsste. Ein Land, das sich in einem Aufholprozess nachholender Industrialisierung befindet, könnte sich folglich keine Nettoimporte mehr leisten. Für ein Land mit noch schwacher Exportfähigkeit, aber großem Importbedarf zum Aufbau des notwendigen Kapitalstocks ist dies schwierig. Unsere bisher verwendete Definition von Nachhaltigkeit der Auslandschulden bzw. des Leistungsbilanzdefizits ging davon aus, dass die Schulden nie zurück-

2 Die Logik ist die gleiche wie bei Ableitung nachhaltiger fiskalischer Budgetdefizite in einem Land, wie sie etwa bei der Bestimmung der Defizit-Marge von 3,0 Prozent im Rahmen der Maastricht-Konvergenzkriterien angewendet wird.

gezahlt werden bzw. stets durch Aufnahme neuer Schulden finanziert werden. Dies impliziert ein ständiges Rollover-Risiko.

Wenn die Gläubiger im Ausland diese Nettoverschuldungsposition (NVP) des Inlands als risikant ansehen, werden die Zinsen steigen, weil ein Risikozuschlag verlangt wird. Kommt es zu einer Abwertung des Schuldnerlandes, steigt die Last der Fremdwährungsschulden, ausgedrückt in Inlandswährung, weiter an. Es entsteht dann eine Verschuldungskrise, die möglicherweise auf das Ausland, also das Gläubiger- bzw. Überschussland zurückwirkt. Die Grenzen der Ungleichgewichte sind dann überschritten. Wo die Grenze für die nachhaltige, also tragbare NVP liegt, lässt sich freilich objektiv nicht bestimmen. Sie wird bestimmt durch die subjektive Einschätzung der Gläubiger bzw. der Kapitalmarktteilnehmer. Sind sie skeptisch, ob ein Land auf Dauer eine Nettoauslandsschuld von beispielsweise 200 Prozent des Bruttoinlandsprodukts tragen kann, werden auf den Anleihemärkten die Zinsen durch einen Risikozuschlag erhöht werden. Diese Bewertungsänderung durch die Anleger am Anleihemarkt kann dann eine Illiquidität oder Insolvenz des Landes bzw. der Schuldner des Landes herbeiführen. Das Land ist gewissermaßen zur Geißel der Gläubiger geworden, Ausdruck des erwähnten „Diktats der Zahlungsbilanz“.

Bei realistischen Werten der NVP – für die USA liegt sie bei rund -25 Prozent des Bruttoinlandsprodukts³ – wäre nur ein geringes Leistungsbilanzdefizit nachhaltig – für die USA läge es in der Größenordnung von 1,25 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (bei unterstelltem nominalen Wachstumstrend von 5 Prozent p.a.: $0,05 \times 0,25 = 0,0125$). Man mag eine konjunkturelle Schwankungsbreite von ein, zwei oder drei Prozentpunkten einkalkulieren; dennoch bliebe es dabei, dass nur ein recht kleines Leistungsbilanzdefizit als dauerhaft nachhaltig klassifiziert werden kann. Selbst wenn man eine NVP in Prozent des BIP von -0,6 als dauerhaft tragfähig ansieht, kann nur ein durchschnittliches Leistungsbilanzdefizit von

etwa 3 Prozent bei einem 5-prozentigen Wachstumstrend akzeptiert werden (zum Vergleich: Griechenland verzeichnete 2007 eine NVP von etwa 100 Prozent). Die niedrigen Werte entsprechen auch den Salden der großen Mehrheit der OECD-Länder und vieler Entwicklungsländer. Hohe Werte weit über 3 Prozent Leistungsbilanzdefizit werden nur von wenigen Ländern über längere Perioden ohne Überschuldungskrise realisiert (siehe Abschnitt 3).

Ein dritter Ansatz zur Analyse der Nachhaltigkeit von Leistungsbilanzdefiziten berücksichtigt die Höhe des Nominalzinses (i) für die Nettoauslandsverbindlichkeiten bzw. die Erträge aus den Nettoauslandsforderungen im Verhältnis zum nominalen Wirtschaftswachstum (vgl. Prieue/Herr 2005: 82 ff.; siehe auch SVR 2006: 116 f., abgeleitet aus der Tragfähigkeitsanalyse von Staatsverschuldung bei SVR 2003: 425 ff.). Analog zur Analyse fiskalischer Tragfähigkeit von Staatsschulden lässt sich die erforderliche Höhe des Primärdefizits (P) (bzw. von p für die Primärdefizitquote P/Y) bestimmen, wenn der Leistungsbilanzsaldo sowie die Nettozinszahlungen auf Nettoauslandsschulden (bei Ausklammerung von Transferzahlungen und anderen Komponenten von NEVE) gegeben sind. Das Leistungsbilanzdefizit sei LBD mit positivem Vorzeichen, das Handelsbilanzdefizit sei HD (mit $HD = M-X$), so dass gilt: $LBD = HD + iD_{\text{Ausl}}$. Das Primärdefizit (P) entspricht dem Leistungsbilanzdefizit ohne Zinszahlungen auf Auslandsschulden, also dem Handelsbilanzdefizit. Das Leistungsbilanzdefizit ist also gleich der Zunahme der Auslandsverschuldung in der laufenden Periode:

$$(7) \text{LBD} = P + iD_{\text{Ausl}}$$

Bei Nachhaltigkeit der Auslandsschuld, also Konstanz der Auslandsschuldenquote d ($d = D_{\text{Ausl}}/Y$), resultiert nach Umformungen:⁴

$$(8) p = HD/Y = (g_y - i)d$$

3 Das Minuszeichen steht für höhere Verbindlichkeiten als Forderungen, umgekehrt das Pluszeichen.

4 Die Konstanz von $d = D_{\text{Ausl}}/Y$ erfordert $LBD/D_{\text{Ausl}} = \Delta Y/Y$; d.h. $P + iD_{\text{Ausl}} = \Delta Y(D_{\text{Ausl}}/Y)$. Durch Y geteilt ergibt sich: $P/Y = p = -iD_{\text{Ausl}}/Y + (\Delta Y/Y)d$; d.h. $p = (g_y - i)d$.

Kommt es zu einer Abwertung der Währung des Defizitlandes, steigen Auslandsschuldenquote und Zinslastquote entsprechend auf ein höheres Niveau. Meist ist dies mit der Gefahr steigender Zinsen wegen Risikozuschlägen verbunden, wodurch die Nachhaltigkeit der Auslandsschuld gefährdet würde. Bezieht man die Veränderung des realen Wechselkurses \hat{e}_t ein ($\hat{e}_t > 0$ ist eine Abwertung), dann erfordert Nachhaltigkeit im Fall einer Abwertung eine höhere Wachstumsrate im Vergleich zum Zinssatz oder ein kleineres Handelsbilanzdefizit (vgl. Priewe/Herr 2005: 86):

$$(9) p = (g_y - \hat{e}_t - i) d$$

Insgesamt resultiert aus dieser Analyse, dass eine konstante, in diesem Sinn also nachhaltige Auslandsschuldenquote (d) eine Primärdefizitquote (p) von Null erfordert, wenn die nominale Wachstumsrate und der Nominalzins gleich sind. Dies impliziert aber, dass ein Leistungsbilanzdefizit nur im Umfang der Zinslast existieren darf. Bei relativ schwächerem Wachstum bzw. höhere Zins ($i > g_y$) muss der Primärsaldo sogar positiv sein, d.h. die Volkswirtschaft benötigt zur Finanzierung des Schuldendienstes permanent einen Exportüberschuss. Da die Hohigkeit der Zinsen und des Wachstums über einen längeren Zeitraum nur geschätzt werden kann, besteht Raum für subjektive Erwartungen und Zukunftsspekulationen. Eine wichtige Schlussfolgerung dieser Analyse ist, dass Handelsbilanzdefizite (bei Ausklammerung von anderen Komponenten wie NEVE und Transfers) dauerhaft nur dann tragbar sind, wenn die Wachstumsrate des Defizitlandes größer als der Zins (oder wenigstens gleich dem Zins) auf Auslandsschulden ist.

Die Budgetrestriktion ist lockerer, wenn das Land hohe Geldüberweisungen von Emigranten aus dem Ausland, Entwicklungshilfe oder andere Finanztransfers empfangt, z.B. in der EU aus den europäischen Strukturfonds. Wichtig ist zu betonen, dass das Wachstum *dauerhaft* hohier als der Zins (oder ihm gleich) sein muss, also nicht nur temporär infolge einer Vermogenspreisblase im Wohnungsbau oder einer starken Boomphase.

Obwohl dieser Ansatz zur Beurteilung der Tragfähigkeit der Auslandsschulden eines Landes präziser als der zuvor erläuterte zweite Ansatz ist, sagt er nichts über die Hohigkeit der langfristig tragbaren Auslandsverschuldungsquote (d) aus. Nachhaltigkeit kann sowohl bei hoher als auch bei niedriger Auslandsverschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt gegeben sein. Eine tatsächlich stattfindende Erhöhung dieser Quote muss nicht zwangsläufig Indikator von fehlender Nachhaltigkeit sein, sondern könnte auch den Übergang zu einem höheren, nachhaltigen Niveau der Auslandsverschuldung widerspiegeln. Je hohier dieses aber ist, desto geringer wird die Glaubwürdigkeit, dass es nachhaltig konstant bleibt. Diese Unsicherheit kann spekulative Attacken oder Schuldenkrisen auslösen.

Ein vierter Ansatz zur Abschätzung von Nachhaltigkeit betrachtet lediglich die Nettoerwerb- und Vermögenseinkommen gegenüber dem Ausland, relativ zum Bruttoinlandsprodukt, also die NVP. Diese ist in vielen Fällen – insbesondere im Falle der USA – komplexer zusammengesetzt als bisher dargestellt, da die Struktur des Auslandsvermögens und ihre Ertragskraft von der der Verbindlichkeiten des Inlands gegenüber dem Ausland abweichen kann; auch kommt es auf die Währung der Forderungen und Verbindlichkeiten an. In diesem Sinne läge Nachhaltigkeit vor, wenn die NVP (relativ zum BIP) nicht dauerhaft ansteigt.

Alle dargestellten Messlatten für Nachhaltigkeit eines Leistungsbilanzgleichgewichts sind aus mehreren Gründen recht grob: Es wurde nur auf *Nettoströme*, also auf Salden, geachtet; die Arten des Kapitalflusses (z.B. Direktinvestitionen, Kredite etc.) von den überschuss- in die Defizitländer wurden ignoriert, ebenso die Tatsache, dass in einer Welt mit mehr als zwei Ländern Länderrisiken eventuell diversifiziert werden können. Wie sähen also die Bedingungen für Nachhaltigkeit von Ungleichgewichten bei einer stärker disaggregierten Betrachtung der Weltwirtschaft aus?

Wie erwähnt resultiert der Saldo der Kapitalbilanz in entwickelten OECD-Ländern aus sehr großen Bruttokapitalexporten und -importen. Selbst wenn der Saldo ausgeglichen wäre, kann es

unter Umständen erhebliche Verschuldungsprobleme einzelner Sektoren eines Landes geben. Nehmen wir an, ein Land mit relativ ausgeglichener Leistungsbilanz hat eine hohe Auslandsverschuldung des Staates, der aber hohe private Auslandsvermögen gegenüberstehen. Wenn es zu Zahlungsunfähigkeit des überschuldeten Staates kommt, wird das Auslandsvermögen der Inländer bei der Lösung des Problems kaum hilfreich sein. Oder nehmen wir an, der Bankensektor ist sehr stark im Ausland verschuldet, während der Staat und die nicht-finanziellen Unternehmen keine Auslandsschulden haben. Im Durchschnitt der Volkswirtschaft erscheinen die Auslandsschulden niedrig, aber gerät der hoch verschuldete Bankensektor in Schieflage, erscheint es fraglich, ob die anderen Sektoren ihn retten können.

Auch bei ausgeglichener Kapitalbilanz eines Landes kann es große Bruttokapitalanlagen im Ausland geben, die sehr riskant sind, wie etwa beim Engagement deutscher Landesbanken über Zweckgesellschaften in den USA im Subprime-Segment. Dadurch kann sich im Zuge einer Entwertung krisenhafter Auslandsaktiva eine Verschlechterung der Nettovermögensposition des Inlands ergeben. Gleichwohl, es handelt sich in solchen Fällen zunächst einmal nur um partielle Ungleichgewichte einzelner Sektoren, die sich aber, wenn sie plötzlich ein großes Ausmaß annehmen, sehr wohl als gesamtwirtschaftlich relevante Verschuldungsprobleme darstellen können. Andererseits kann auch die Struktur der Forderungen und Verbindlichkeiten eines Landes sehr unterschiedlich sein, so dass ein Leistungsbilanzdefizit auf Dauer leichter tragbar oder auch besonders prekär sein kann. Wenn etwa die Struktur des Auslandsvermögens eines Landes zu einer durchschnittlich hohen Ertragskraft führt, während die Verzinsung der Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland gering ist, kann sich dieses Land höhere Leistungsbilanzdefizite leisten, ohne in Zahlungsschwierigkeiten oder steigenden Schuldendienst relativ zum Bruttoinlandsprodukt zu geraten. Dies ist bei den USA der Fall.

Aus der Tatsache, dass Bruttoströme wichtig sind, weil auch sie unabhängig von den Salden Probleme erzeugen oder mindern können, sollte

nicht geschlossen werden, dass Leistungsbilanzungleichgewichte und spiegelbildlich Kapitalbilanzungleichgewichte – also Nettoströme – irrelevant sind. Insbesondere können sie Gefahren durch große Volatilität von Zu- und Abflüssen erzeugen, die massive Auswirkungen auf die Wechselkurse und die makroökonomische Stabilität insgesamt haben können. Dazu gehört insbesondere das rasche Anschwellen von Zuflüssen, deren plötzlicher Stopp und die nachfolgende Umkehr der Kapitalströme, die mit einer starken Aufwertung und einer plötzlicher Abwertung verbunden sind. Insgesamt sollte also nicht nur die Nachhaltigkeit der Ungleichgewichte gewährleistet werden, sondern auch die Nachhaltigkeit der Bruttoströme, unabhängig vom Ausmaß der Leistungsbilanzungleichgewichte.

Wie sieht es nun mit der *Art* der Kapitalflüsse aus? Können möglicherweise langfristige Kapitalexporte bzw. -importe zur Stabilität von Leistungsbilanzungleichgewichten beitragen? Verbreitet ist die Ansicht, dass kurzfristige Auslandsverbindlichkeiten im Verhältnis zu langfristigen Auslandsverbindlichkeiten problematisch sind, insbesondere wenn es sich um Budgetdefizite mit kurzen Laufzeiten der Kredite oder Staatsanleihen handelt, und dass generell Kredite und Anleihen problematischer als Portfolio- und Direktinvestitionen sind. Direktinvestitionen im Ausland werden als langfristiges Engagement eines inländischen Investors angesehen, bei denen das Risiko vom Investor selbst getragen wird; bei Portfolioinvestitionen herrscht indessen eine größere Instabilität, aber es handelt sich ebenfalls um Eigenkapitalströme, so dass auch hier das Risiko beim ausländischen Financier liegt. Was die Risikoverteilung angeht, so liegt bei allen Kapitalexporten eines Überschuslandes ein Teil des Risikos immer beim Kapitalgeber, selbst bei langfristigen Krediten. Kredit- sowie Markt- und Länderrisiken schlagen immer auf den Gläubiger zurück. Direktinvestitionen sind zwar eher langfristige Anlagen des Investors, aber sie sind in der Summe durchaus konjunkturabhängig und damit volatil. Ebenso wie Portfolioinvestitionen können sie zu starken Schwankungen an den Kapitalmärkten, insbesondere an den Aktienmärkten, beitragen und

insoweit *Boom-and-Bust-Zyklen* erzeugen oder verstärken. Ob die Auf- und Abschwungsphasen symmetrisch sind, so dass sich ein stabiler Trend ergibt, ist unsicher. Insgesamt sollte man vorsichtig sein, bestimmte Kapitalströme als „gut“ und andere als „weniger gut“ oder „schlecht“ zu qualifizieren. Allesamt haben sie ihre zwei Seiten.

Können schließlich Leistungsbilanzungleichgewichte je nach der Länderstruktur der Partner als eher nachhaltig und stabil qualifiziert werden, weil vielleicht Risiken besonders diversifiziert sind? Dies kann nur in einem Mehr-Länder-Modell untersucht werden. Länder, die selbst einen großen Überschuss haben, der jedoch gegenüber vielen Ländern besteht, können in der Tat ihre Gläubiger-Risiken auf diese Art diversifizieren. Nehmen wir Deutschland oder auch die Schweiz als Beispiele für Länder, die hohe Überschüsse mit vielen europäischen und sonstigen Ländern haben. Wenn ein Schuldnerland wie Griechenland strauchelt, werden die deutschen Gläubiger nur moderat betroffen sein. Dagegen macht der Überschuss Chinas gegenüber den USA den größten Teil des chinesischen Überschusses aus, wodurch Chinas Abhängigkeit von den USA steigt. Große Überschussländer wie Deutschland, denen viele Defizitländer gegenüberstehen, sind also in einer starken Machtposition. Solange sie nicht mit Ansteckungsgefahren unter den verschiedenen Schuldnern konfrontiert sind, sitzen sie am längeren Hebel und können den Defizitländern die Anpassungsmaßnahmen gewissermaßen diktieren. So gesehen ist das erwähnte „Diktat der Zahlungsbilanz“ ein Diktat des Überschusslandes. Damit haben große Überschussländer eine große Verantwortung gegenüber den vielen von ihnen abhängigen Defizitländern.

Den Defizitländern hilft Diversifizierung ihrer bilateralen Leistungsbilanzdefizite indessen wenig. Griechenland hat in seiner aktuellen Verschuldungskrise viele Gläubiger, ebenso Argentinien, als es 2001 zur Zahlungsunfähigkeit kam. Handelt es sich um dominierende Gläubiger, wie etwa China im Fall der USA, dann können besondere polit-ökonomische Verhandlungsstrukturen bzw. Abhängigkeiten entstehen, deren jeweilige Vor- oder Nachteile schwer zu beurteilen sind. Insgesamt sind die Defizitländer – traditionell mit

Ausnahme der USA als Reservewährungsland und als größter Volkswirtschaft der Welt – in einer schwächeren Position.

Mit zunehmender Verflechtung der Güter- und Kapitalmärkte wird jedoch die scheinbar starke Gläubigerposition erodiert. Zwischen den Defizitländern können Ansteckungs- und Übertragungseffekte entstehen, weil sich die Erwartungen und Risikoeinschätzungen der Akteure an den globalen Finanzmärkten ändern. Dann können die Finanzkrisen einzelner Defizitländer wie der Beginn eines Lauffeuers wirken, das sich letztendlich auch auf die Gläubigerländer ausbreitet. Statt nachhaltiger Ungleichgewichte entsteht dann große Unsicherheit, die Schuldner wie Gläubigerländer lähmt.

Insgesamt gilt, dass die Nachhaltigkeit von Ungleichgewichten ein wichtiger Leitfaden für die Unterscheidung „guter“ oder „schlechter“ Salden sein sollte. Je größer die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen relativ zum Bruttoinlandsprodukt sind, desto größer die Wahrscheinlichkeit der Verletzung von Nachhaltigkeitsbedingungen, und desto größer die Unsicherheit und damit die Instabilität. Insoweit ist die oben dargestellte Grobanalyse hinsichtlich der Bedingung für Nachhaltigkeit von Ungleichgewichten vertretbar, die zu dem Ergebnis kam, dass Leistungsbilanzsalden eher klein sein sollten. Daran können die Einbeziehung von Bruttoströmen, die Berücksichtigung unterschiedlicher Formen von Kapitalströmen sowie die Möglichkeiten der Diversifizierung von Länderrisiken durch die Überschussländer nichts ändern.

2.5 Korrekturmechanismen durch Märkte

Gibt es Marktmechanismen, die exzessive Defizite oder Überschüsse in den Leistungsbilanzen korrigieren? Handelt es sich um nicht-nachhaltige Ungleichgewichte, die auf konjunkturellen Ungleichzeitigkeiten beruhen, ist eine Bereinigung infolge eines Abschwungs bzw. einer Rezession im Defizitland zu erwarten. In diesem Fall wird weniger aus dem Überschussland importiert. Dies geht meist mit einer realen Abwertung der Währung des Defizitlandes einher. Bei synchro-

nisierten Konjunkturzyklen sind Ungleichgewichte dagegen nur bei unterschiedlichem Trendwachstum zu erwarten, die sich dann ebenfalls im Abschwung bzw. in der Rezession zurückbilden. Dies ist der Typ vergleichsweise moderater und wenig gefährlicher konjunktureller Ungleichgewichte. Freilich kann es gefährlicher werden, wenn sich die Ungleichgewichte durch eine abrupte Umkehr der Kapitalströme korrigieren. Insbesondere in den Defizitländern kann häufig zunächst eine Wachstumsillusion entstehen, die über die Nicht-Nachhaltigkeit des Wachstumstrends hinwegtäuscht. Irgendwann aber platzt die Wachstumsblase. Die durch die Marktmechanismen ausgelösten Korrekturen der Leistungsbilanzungleichgewichte in Form von Kapitalflucht können dann eine schwere Krise auslösen oder verstärken.

Existieren stärkere und länger anhaltende Ungleichgewichte, die auf verzerrten realen Wechselkursen beruhen und damit Ausdruck anhaltend unterschiedlicher Wettbewerbsfähigkeit von In- und Ausland sind, können sich Ungleichgewichte verstärken und im Defizitland erhebliche Verzerrungen der Produktionsstruktur (z. B. Deindustrialisierung), Überschuldung und die Bildung von Vermögensblasen hervorrufen. Auch im Überschussland kann es zu einer verzerrten, nämlich einer übermäßig exportlastigen Produktionsstruktur kommen. Die Probleme entladen sich dann in einer abrupten Umkehr der Kapital- und Güterströme, in einer starken plötzlichen Abwertung im Defizit- und Aufwertung im Überschussland, häufig mit Banken- und Finanzkrisen verbunden. Wenn die Verschuldung sich als nicht-nachhaltig herausstellt, kann es zu Liqui-

ditätskrisen kommen, die zunächst jedoch durch antizyklische Überbrückungskredite der Gläubiger oder supranationaler Institutionen lösbar sind. Häufig münden Liquiditätskrisen jedoch in schweren Insolvenzkrisen.⁵ Bei Insolvenz eines Landes müssen die Gläubiger einen Teil der Forderungen abschreiben. Dies führt dazu, dass weitere Kredite zunächst nicht oder nur zu sehr hohen Zinsen gewährt werden, wodurch die Realwirtschaft in eine schwere Krise gerät. Es kann dabei zu panikartigen Reaktionen mit überschießenden Wechselkursänderungen kommen, die besonders in Ländern mit hohen Auslandsschulden in Fremdwährung zu schweren Zahlungsbilanzkrisen führen. Bei einer realen Abwertung des Defizitlandes verbessert sich in der Regel zwar die Leistungsbilanz, aber die Schuldenlast in heimischer Währung wächst bei nominal gleich hoher Fremdwährungsschuld. Insolvenzkrisen sind daher langwierig, behindern Wachstum und Beschäftigung für längere Zeit und erfordern Korrekturen bei einer übermäßig export- bzw. importorientierten Wirtschaftsstruktur.

Vielfach wird behauptet, globale Finanzmärkte bestrafen die exzessiven Defizitländer hart und brutal und wirken auf diese Weise präventiv disziplinierend. Man könnte derartige Marktkorrekturen auch anders beschreiben: Sie wirken nicht nur korrigierend, sondern auch zerstörerisch, denn auch gesunde Unternehmen und Banken oder zuvor gesunde Staatshaushalte werden in der Krise in Mitleidenschaft gezogen, häufig in den Bankrott.

Die Korrekturen bei konjunkturellen wie auch bei strukturellen Ungleichgewichten erfolgen meist sowohl durch eine veränderte Absorp-

5 Liquiditäts- und Insolvenzkrisen sind, bezogen auf Volkswirtschaften oder Staaten, in der Realität schwerer als bei Unternehmen zu unterscheiden. Ein Unternehmen ist insolvent, wenn das Gesamtvermögen dauerhaft negativ ist. Wenn es Zahlungsunfähigkeit (Insolvenz oder umgangssprachlich „Bankrott“) anmeldet, weil es überschuldet ist, wird es am Ende aufhören, als rechtlich selbstständiges Wirtschaftssubjekt zu existieren. In diesem Sinne können jedoch weder ganze Volkswirtschaften noch ihre Regierungen bankrott werden, denn sie werden weiter existieren. Allerdings kann die Regierung einer Volkswirtschaft zahlungsunfähig werden, wenn die Zentralbank sie nicht unterstützt oder die Regierung Steuern zur Rettung nicht erhöhen kann oder will. „Bankrott“ von OECD-Staaten hat es seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs bis zur Islandkrise 2008 nicht gegeben, abgesehen von Kommunen oder Bundesstaaten (in den USA z. B. New York 1975), die allerdings meist von der Zentralregierung am Ende doch gerettet wurden. Der Begriff Insolvenz von Staaten sollte besser auf seine Staatsanleihen (oder Kredite) bezogen werden, die er in diesem Fall nicht mehr planmäßig bedienen kann. Mit der Insolvenz in diesem Sinne gibt es hingegen reichliche Erfahrungen bei Entwicklungs- und Schwellenländern. In der Mehrzahl der Fälle von Zahlungsunfähigkeit konnte es durch komplizierte Umschuldung – meist mit Hilfe des IWF oder des Pariser Clubs – gelingen, die Forderungen der Gläubiger vollständig zu erfüllen. In den anderen Fällen mussten die Gläubiger endgültig auf einen Teil ihrer Forderungen verzichten. Wir verwenden hier zwar den – problematischen – Begriff der Insolvenz von Volkswirtschaften und Staaten, können aber auf die damit verbundenen komplizierten rechtlichen und wirtschaftlichen Fragen nicht weiter eingehen.

tion als auch durch Veränderungen der realen Wechselkurse, meist realisiert über starke nominale Wechselkursanpassungen, die häufig überschießend sind: Es erfolgen dann überzogene, panikartige Ab- bzw. Aufwertungen, die fundamental nicht gerechtfertigt sind. Bereinigungen von Ungleichgewichten können auch über drastische Änderungen der Terms of Trade erfolgen, etwa über ausgeprägte Zyklen der Weltmarktpreise für Öl und andere Rohstoffe. Letztere sind häufig auch bei normalen konjunkturellen Ungleichgewichten ergänzende Korrekturmechanismen.

Zusammenfassend kann man also sagen: Marktkorrekturen von schweren Ungleichgewichten kommen meist zu spät und führen zu hohen volkswirtschaftlichen Kosten. Daher kommt es auf eine möglichst frühzeitige Prävention exzessiver Ungleichgewichte an.

In einer Währungsunion entfällt der nominale Wechselkurs als Korrekturmechanismus, also die Möglichkeit der nominellen Abwertung der Währung des Defizitlandes. Eine mögliche Anpassungsalternative ist jedoch eine „interne Abwertung“ durch Lohn- und Preissenkungen relativ zur Produktivität bzw. eine restriktive Fiskalpolitik im Defizitland, um die Importe zu senken. Damit wird das Defizitland unter deflationären Druck gesetzt. Selbst wenn dies ohne großen Schaden gelänge, käme die Korrektur reaktiv, d. h. spät. Bei stärkerer Lohndeflation, etwa in mehreren Ländern einer Währungsunion, kann dies das Preisniveau in der Währungsgemeinschaft insgesamt nach unten ziehen. Ob mittels Lohnsenkungen bzw. stark restriktiver Fiskalpolitik die Auslandsverschuldung verringert werden kann, ist zweifelhaft, denn allenfalls sinkt das laufende Defizit der Leistungsbilanz, nicht aber der Bestand an Schulden. Die Auslandsschuldenquote könnte zwar bei Wachstum sinken, aber im Defizitland sind die Weichen zunächst auf Kontraktion gestellt. Wie man es auch dreht und wendet, in einer Währungsunion scheint es keinen Marktmechanismus zur Bereinigung von

nicht-nachhaltigen Ungleichgewichten zu geben. Lediglich bei konjunkturellen Ungleichgewichten, also bei nicht-synchronisierter Konjunktur zwischen Überschuss- und Defizitländern, würden in einer Währungsunion die Überschüsse bzw. Defizite infolge eines konjunkturellen Rückgangs im Defizitland sinken. Allerdings ist wegen starker Handels- und Kapitalverflechtungen in einer Währungsunion der Fall nicht-synchroner Konjunkturverläufe zwischen den Mitgliedsländern unwahrscheinlich.

Damit bleibt es bei dem Fazit: in einer Währungsunion bedarf es institutionalisierter Regeln oder diskretionärer Politiken, um Ungleichgewichte abzubauen bzw. präventiv zu begrenzen. Es ist sehr wahrscheinlich, dass sich Ungleichgewichte ohne solche Regeln stärker und anhaltender ausbilden. Ähnliches gilt für Währungssysteme, die auf festen, jedoch per Vereinbarung veränderbaren Wechselkursen beruhen (wie im Bretton-Woods-System oder im Europäischen Währungssystem 1979-98). Sind Ungleichgewichte durch exzessive strukturelle Budgetdefizite oder institutionalisierte reale Unterbewertung der Währung des Überschusslandes verursacht, bedarf es ohnehin politischer Korrekturen.⁶

2.6 Gute und schlechte Leistungsbilanzungleichgewichte

Kann man bei der Analyse von Leistungsbilanzungleichgewichten „gute“ von „schlechten“ unterscheiden? Ein „gutes“ Ungleichgewicht müsste erstens nachhaltig sein, zweitens dürfte es keinem der beteiligten Länder kurz- und auch langfristig schaden und mindestens einem nützen, möglichst beiden. Wenn Ungleichgewichte diesen Anforderungen nicht genügen, könnte man sie als „schlecht“ oder „schädlich“ qualifizieren.

Unsere Untersuchung zur Nachhaltigkeit von Leistungsbilanzdefiziten hat ergeben, dass „gute“ Defizite dann möglich sind, wenn die

6 So war es auch, als der Plaza-Akkord 1985 die extreme Überbewertung des US-Dollar und ein hohes US-Leistungsbilanzdefizit von 3,5 Prozent durch koordiniertes Handeln der G-5 Regierungen beendete, woraufhin der Yen um ca. 50 Prozent gegenüber dem US-Dollar aufwertete; 1987 beendete der Louvre-Accord der G-7 Regierungen die zu starke Aufwertung von Yen und DM. Die Notenbanken der beteiligten Länder einigten sich auf koordinierte Devisenmarktinterventionen.

Wachstumsrate des Defizitlandes über dem Zinssatz liegt (oder zumindest beide Raten gleich sind), insbesondere auch wenn durch die Kapitalimporte eben dieses höhere Wachstum erzeugt werden kann. Wenn die Wachstumsrate und der Zinssatz auf die Auslandsschulden übereinstimmen, kann zwar durch ein Primärdefizit von Null Nachhaltigkeit erzielt werden, aber das Land würde Jahr für Jahr Teile des Nationaleinkommens an das Gläubigerland abgeben müssen und dürfte keinen positiven Netto-Ressourcentransfer (negative Handelsbilanz) akzeptieren. Faktisch werden jedoch häufig direkt oder indirekt Kapitalflüsse zu einem großen Teil konsumtiv verwendet.

Konsumsteigernde Defizite

Um diesen Fall darzustellen, nehmen wir an, dass das Defizit ausschließlich für zusätzlichen Konsum der privaten Haushalte bzw. für „nicht-produktiven“ Staatskonsum verwendet wird. Nehmen wir den extremen Konsumfall, wenn zusätzlicher Konsum – abgesehen von zusätzlichem Schuldendienst – vollständig durch vermehrte Importe gedeckt wird:

$$(10) Y_t = Y_{t+1} = C + \Delta C - i\Delta D + G + I + X - (M + \Delta M),$$

wobei $\Delta C = \Delta M - i\Delta D$

Der Output bleibt nach der Importsteigerung in Periode t+1 gegenüber Periode t unverändert, allerdings verschlechtert sich die Nettovermögensposition des Defizitlandes. Damit ist klar, dass konsumorientierte Leistungsbilanzdefizite nicht nachhaltig sein können. Dieser Fall kann auf verschiedene Weise eintreten, zum Beispiel über Wertpapierkäufe des Auslands im Defizitland; die inländischen Besitzer würden ihre Wertpapiere an Ausländer verkaufen und den Erlös ganz oder teilweise konsumieren. Oder: Ausländer kaufen im Defizitland Immobilien, so dass die Preise für Häuser steigen. Die inländischen Hausbesitzer, überrascht vom Vermögenszuwachs, steigern daraufhin ihre Konsumquote. Würde der zusätzliche Kapitalimport für die Steigerung der Staatsausgaben G verwendet, sagen wir für Bildung oder Infrastruktur, wäre u.U. ein „produktiver“

Effekt erreicht, der unter Umständen zu einer Outputsteigerung führt.

Vorübergehende Leistungsbilanzdefizite sind also „gut“ oder zumindest unproblematisch, wenn sie vorübergehend das Wachstum im Verhältnis zum Zins steigern und danach der Output des Defizitlandes auf dem neuen, höheren Niveau bleibt und zum alten Wachstumspfad zurückkehrt. Dann wird die NVP (relativ zum BIP) nicht steigen.

„Gute“ Defizite durch Direktinvestitionen?

Sind Direktinvestitionen seitens des Überschusslandes Ausdruck eines „guten“ Defizits? Dies wäre nur dann der Fall, wenn die Direktinvestitionen tatsächlich die aggregierten Investitionen des Defizitlandes steigern und zu mehr Wachstum im Verhältnis zum Zinssatz führen. Bei den meisten Direktinvestitionen zwischen OECD-Ländern handelt es sich aber um bloße Übernahmen („Mergers&Acquisitions“), also reine Eigentümerwechsel. Die Einnahmen der Alteigentümer werden teils konsumiert, teils gespart, teils tatsächlich in neues Realkapital investiert. Nur insoweit letzteres der Fall ist, wirken Direktinvestitionen investitionssteigernd, abgesehen von „Greenfield Investments“, d.h. dem Bau neuer Anlagen auf der grünen Wiese durch ausländische Investoren ohne Verdrängung heimischer Investoren. Werden die Direktinvestitionen im Wohnungsbau platziert, d.h. zum Bau neuer Wohnungen verwendet, zählen sie im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung auch als Investitionen. Vielfach wird dadurch ein Wohnungsbauboom ausgelöst, der häufig eine Wohnungspreisblase initiiert. Handelt es sich um einen vorübergehenden Boom, würde das Inlandsprodukt des Defizitlandes auf ein höheres Niveau klettern, allerdings nicht der Export des Defizitlandes. Muss der Schuldendienst in Fremdwährung bezahlt werden, ist eine Abwertung zu erwarten, die das Nachhaltigkeitsproblem verschärft (vgl. Gleichung 9). Anders indessen bei gleicher Währung im Defizit- und Überschussland. Dann könnte infolge des vorübergehenden Wohnungsbaubooms die Nettovermögensposi-

tion konstant bleiben. Wenn eine Immobilienpreisblase platzt und der Wohnungsbau einbricht, würde natürlich das Outputniveau sinken und die Schuldenquote steigen.

Zusammengefasst kann man sagen, dass „gute“ Defizite nur dann entstehen, wenn die Defizite in der Leistungsbilanz nur vorübergehend existieren, aber der Output des Defizitlandes dauerhaft auf ein höheres Niveau ansteigt (um dann auf den alten Wachstumspfad zurückzukehren), oder wenn die Defizite dauerhaft sind, aber auch ein dauerhaft höherer Wachstumstrend erreicht wird; in beiden Fällen würde sich die Nettovermögensposition nicht verschlechtern.

Im Überschussland entstehen infolge des Nettokapitalexports nicht zwangsläufig höhere Güterexporte, wie bereits oben dargestellt. Die spiegelbildlichen Leistungsbilanzüberschüsse können auch durch sinkende Importe bei konstanten Exporten zustande kommen. Kapitalexporte sind zunächst nur eine Form von Sparen, die nicht automatisch zu mehr Nachfrage des Auslands nach inländischen Gütern führt. Kommt es zu vermehrten Exporten, hat das Überschussland einen Vorteil. Es hat einen höheren Output infolge steigender Exporte und des dadurch ausgelösten Multiplikatorprozesses sowie zusätzliche Vermögenseinkommen aus dem Kapitalexport.

Aber es könnte auch sein, dass die Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen In- und Ausland negative Nebeneffekte haben, welche die outputsteigernden Effekte in beiden Ländern überkompensieren. Dies ist dann der Fall, wenn es zu anhaltenden Veränderungen der realen Wechselkurse kommt. Das Leistungsbilanzdefizitland würde dann real aufwerten und an Wettbewerbsfähigkeit verlieren, also weniger exportieren können bzw. mehr importieren müssen. Möglicherweise würde der positive investive Effekt durch den die Nettoexporte senkenden Aufwertungseffekt übertroffen. Für das In- und Ausland zusammengenommen wäre es ein Nullsummenspiel: Das real abwertende Land hätte höhere Nettoexporte, das real aufwertende Land gleich

hohe Verschlechterungen der Exportposition. Kommt die reale Abwertung des Überschusslandes durch Reallohnsenkung relativ zur Produktivität zustande, werden die Lohnquote sowie die Kaufkraft der Beschäftigten gesenkt. Unter realistischen Bedingungen ist dann möglicherweise der Nachfragezuwachs durch die gestiegenen Nettoexporte geringer als der Nachfragerückgang bei der inländischen Güternachfrage.⁷ Das schadet nicht nur dem Überschussland, sondern schwächt auch die Exporte des Defizitlands und dämpft somit das Wachstum beider Länder. Im Zwei-Länder-Modell würde also das Wachstum der „Weltwirtschaft“ insgesamt geringer ausfallen.

Folglich handelt es sich nur dann um „gute“ Ungleichgewichte, wenn diese die realen Wechselkurse nicht oder nur vorübergehend beeinträchtigen und zugleich investive, outputsteigernde Effekte im Defizitland entstehen. Dann und nur dann würde der aggregierte Output beider Länder zunehmen und in keinem Land der Output sinken.

Zwei Fälle werden häufig angeführt, in denen solche „guten“ Ungleichgewichte entstehen. Erstens bei nachholendem Wachstum von Entwicklungs- und Schwellenländern oder anderen relativ zurückgebliebenen Ländern (wie Griechenland, Portugal oder einst Irland), zweitens wenn die Volkswirtschaften rasch alternder Gesellschaften im Ausland einen Kapitalstock zur späteren Finanzierung ihrer Altersversorgung aufbauen.

„Gute“ Defizite bei nachholender Entwicklung?

Nachholendes Wachstum von zurückgebliebenen Volkswirtschaften mit ausländischem Kapital ist eine viel diskutierte traditionelle Entwicklungsstrategie, die in den meisten Ländern gescheitert ist. Die Grundidee ist, dass hoch entwickelte Volkswirtschaften Leistungsbilanzüberschüsse haben, weil langfristige Anlagen – Direktinvestitionen oder langfristige Kredite – in we-

7 Nur in kleinen Volkswirtschaften mit sehr hoher Exportquote ist der Nettoexportzuwachs größer als der Verlust an Inlandsnachfrage infolge einer sinkenden Lohnquote.

niger entwickelten Ländern im Unternehmenssektor platziert werden. Die neoklassische Theorie hat sogar erwartet, dass ein großer Kapitalfluss aus den reichen Ländern in die ärmeren Länder bei liberalisiertem Handel und Kapitalverkehr erfolgt, weil die Grenzproduktivität des Kapitals in kapitalarmen Volkswirtschaften größer sei als in kapitalreichen (vgl. Lucas 1990). Die Realität weicht jedoch von dieser Vorstellung stark ab, da die meisten Kapitalexporte zwischen ähnlich entwickelten OECD-Ländern abgewickelt werden und die ärmeren Länder nur einen sehr geringen Teil der weltweiten Direktinvestitionen absorbieren. Viele Kapital importierende, nachholende Volkswirtschaften sind zu dauerhaften Leistungsbilanzdefizitländern geworden, in einer Schuldenfalle gelandet oder in eine permanente Abwertungsgefahr geraten.

Die meisten erfolgreichen nachholenden Entwicklungs- und Schwellenländer sind mit sehr moderaten Kapitalzuflüssen oder gar mit Leistungsbilanzüberschüssen gewachsen. Markante Ausnahmen sind Korea in den Nachkriegsjahren, als ein hohes Leistungsbilanzdefizit vorwiegend durch die Entwicklungshilfe der USA finanziert wurde, Vietnam seit den 1990er Jahren mit einem beträchtlichen Leistungsbilanzdefizit, finanziert durch Direktinvestitionen, und Irland seit den 1990er Jahren, ebenfalls in starkem Maße durch Direktinvestitionen finanziert. Insbesondere aber können starke Kapitalzuflüsse in ein nachholendes Entwicklungs- oder Schwellenland zu Aufwertung der Währung und Dämpfung der Nettoexporte und des Wachstums führen. Die traditionelle Vorstellung, dass die entwickelten Länder einen leichten Leistungsbilanzüberschuss und die Entwicklungsländer wegen „Kapitalmangel“ ein Defizit haben sollten („Growth cum Debt“), ist denn auch durch viele Negativbeispiele ebenso wie durch theoretische Erwägungen diskreditiert worden (vgl. Priewe/Herr 2005: 102 ff.). Allenfalls lässt sich sagen, dass durch Direktinvestitionen erzeugte moderate Leistungsbilanzdefizite in zurückgebliebenen Ländern unter bestimmten Bedingungen – vor allem wenn die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts über dem Zinssatz liegt – nachholendes Wachstum unterstützen

können. Die wichtigste Bedingung ist dabei, dass tatsächlich die Investitionstätigkeit und längerfristig auch die Nettoexporte des Landes gestärkt werden, so dass sich die Nettovermögensposition längerfristig verbessert.

„Gute“ Überschüsse bzw. Defizite in Ländern mit alter bzw. junger Altersstruktur?

Sollten überproportional stark alternde Gesellschaften ihre Ersparnisse für die Altersvorsorge in Ländern mit jüngerer Altersstruktur anlegen? Wären Leistungsbilanzungleichgewichte dieser Art stabil und Ausdruck langfristiger Präferenzen der Bürger (vgl. u. a. Cooper 2008)? Nicht selten werden mit diesem Argument die hohen Überschüsse Deutschlands oder Japans legitimiert. Diese Konzeption läuft in einem Zwei-Länder-Modell mit einem alternden Inland und einem jungen Ausland darauf hinaus, dass das Inland über einen längeren Zeitraum weniger ausgibt als es produziert und dass das Ausland umgekehrt mehr Güter absorbiert, also kauft, als es produziert. Offensichtlich ist dieser „Deal“ für das Ausland nur lohnenswert, wenn es die Kapitalzufuhr vorwiegend für Investitionsgüter verwendet, also seine Investitionsquote steigert und damit sein Wachstum. Bedingung ist also, dass die Wachstumsrate größer als der Zinssatz ist, zumindest nicht kleiner. Andernfalls sinkt die Nettovermögensposition des Auslands, wie oben dargestellt, und das Ausland könnte in eine Überschuldungsfalle geraten. Es müssten also die gleichen Bedingungen für Nachhaltigkeit der Auslandsverschuldung gelten wie oben dargestellt, mit der Ausnahme, dass dann, wenn die Bürger des Inlands in den Ruhestand treten, die Struktur der Leistungsbilanzen der beiden Länder sich umkehrt. Das Inland würde nun hohe Vermögenseinnahmen aus dem Ausland beziehen und mehr Güter importieren als exportieren, so dass die Leistungsbilanzungleichgewichte wieder abgebaut würden. Das Ausland müsste also Exportüberschüsse erwirtschaften, um den Schuldendienst finanzieren zu können. Um diesen Umschwung zu bewerkstelligen, bedarf es einer Änderung des realen Wechselkurses – das Inland muss aufwerten, das

Ausland abwerten. Der Erfolg dieses Alterssicherungsmodells für das Inland ist also an eine Reihe von Voraussetzungen gebunden. Entscheidend ist, dass der im Ausland aufgebaute zusätzliche Kapitalstock tatsächlich wachstumssteigernd wirkt. Andernfalls gerät das Ausland in eine dauerhaft prekäre Situation: erst in eine länger anhaltende Leistungsbilanzdefizitposition, zu der später dann hohe Lasten aus dem Schuldendienst ans Ausland hinzukommen, die die Leistungsbilanz weiter belasten.

Man kann sich auch fragen, ob die alternde Volkswirtschaft gut beraten ist, einen Kapitalstock zur Rentenfinanzierung im jungen Ausland aufzubauen. In der Aufbauphase wird die inländische Nachfrage geschwächt, weil weniger im Inland investiert wird. Damit wird das schwächere Wirtschaftswachstum der Zukunft bereits jetzt vorbereitet. Die alternde „Rentner-Ökonomie“ des Inlands würde zunehmend auch zur „Rentier-Ökonomie“, weil sie mehr und mehr von den Auslandserträgen anstelle von eigener Produktion lebt. Unter strengen Annahmen von Vollbeschäftigung und Arbeitskräftemangel infolge der Alterung mag das Modell aufgehen, unter realistischeren Annahmen wird jedoch die jüngere Generation des Inlands durch die geschwächte inländische Investitionstätigkeit benachteiligt. Sollte alterungsbedingt Arbeitskräftemangel im Inland auftreten, wären eine steigende Erwerbsquote und Immigration probate Alternativen.

Unter realistischen Bedingungen kann auch bezweifelt werden, dass die alternden Ökonomien tatsächlich in jüngere Volkswirtschaften Altersvorsorgekapital exportieren. Sofern es sich bei den Empfängerländern um Entwicklungs- und Schwellenländer handelt, sind neben Währungsrisiken noch weitere, höhere Risiken zu erwarten. Je jünger die Altersstruktur des Ziellandes der Kapitalexporte, desto unterentwickelter und riskanter die Anlagen. Im Allgemeinen ist die Absorptionsfähigkeit der Kapitalmärkte nur in den OECD-Ländern groß genug, um Sparen für die Altersvorsorge im großen Stil zu gewährleisten, jedoch sind gerade die meisten dieser Länder vom Alterungsprozess in ähnlicher Weise betroffen.

Sind Überschüsse gut für die Überschussländer?

Auf den ersten Blick scheint es, als lägen die Probleme bei Leistungsbilanzungleichgewichten eindeutig auf Seiten der Defizitländer. Tatsächlich liegen hier meist die akuten Probleme. Dennoch sind andauernde hohe Überschüsse in der Regel auch nicht gut für die Überschussländer.

Zunächst können eventuelle Probleme der Defizitländer auf die Gläubigerländer zurückfallen. Sie sind dann mit notleidenden Krediten, den Folgen von Banken- und Zahlungsbilanzkrisen in den Defizitländern konfrontiert, die ihre Banken und Vermögensbesitzer treffen können. Überschussländer mit festen Wechselkursen – wie etwa China heute oder Deutschland am Ende der Bretton-Woods-Ära – haben mit hohen Exportüberschüssen zu kämpfen, die inflationär wirken, wenn sie nicht sterilisiert werden können. Deutschland gelang zu Beginn der 1970er Jahre die Sterilisierung nicht, musste „importierte Inflation“ akzeptieren und teure Devisenmarktinterventionen durchführen (d. h. US-Dollars durch Ankauf stützen, die hinterher an Wert stark verloren). China dagegen gelingt zumindest bisher die Sterilisierung weitgehend, aber sie ist fiskalisch kostspielig, zumal die in den USA angelegten Devisenreserven nur geringe Zinserträge bringen und im Fall einer Dollarabwertung an Wert verlieren. Bei einer erfolgreichen, länger anhaltenden Unterbewertungsstrategie eines Landes werden zudem zwar Weltmarktanteile hinzugewonnen, aber um den Preis einer schwachen Lohnentwicklung im Inland, die zu Nachfrageschwäche im Inland führen kann. Deutschland und Japan sind Musterbeispiele für Überschussländer, die aus diesem Grund im vergangenen Jahrzehnt unter schwachem Wachstum und schlechter Beschäftigungslage gelitten haben. Der Schwerpunkt der Investitionstätigkeit verlagerte sich mehr und mehr ins Ausland. Anderen Überschussländern wie China gelang zwar eine enorme Steigerung der Binnennachfrage und zusätzlich noch ein Wachstumsschub durch Exportüberschüsse; aber auf längere Sicht ist dieses Ungleichgewicht nicht durchzuhalten und wird

hier wie in den anderen Überschussländern zu schmerzhaften Korrekturen in der gesamten Wirtschaftsstruktur führen, sobald die Überschüsse zurückgefahren und die Binnennachfrage kompensierend dynamisiert werden müssen.

2.7 Fazit

Nur moderate und temporäre Leistungsbilanzungleichgewichte sind unproblematisch. Moderat heißt einige wenige Prozent des Bruttoinlandsprodukts, temporär bezieht sich insbesondere auf konjunkturelle Ungleichgewichte. Länger anhaltende Ungleichgewichte resultieren häufig aus Unterschieden in der Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaften, die zur Selbstverstärkung tendieren. Nachhaltigkeit von Leistungsbilanzungleichgewichten liegt vor, wenn die Nettovermögensposition des Defizitlandes im Trend stabil bleibt, was spiegelbildlich eine stabile Nettovermögensposition im Überschussland im Zweiländer-Modell impliziert. Andernfalls ist mit Liquiditäts- und Insolvenzkrisen sowie Währungskrisen zu rechnen, die lang anhaltende negative Folgen insbesondere für Defizitländer haben können. Ungleichgewichte können auf der Seite der Defizitländer sowohl durch Budgetdefizite als auch durch Defizite der privaten Haushalte, Unternehmen oder Banken entstehen.

Die Triebkräfte für Leistungsbilanzungleichgewichte sind sehr vielfältig. Sie können auf der Seite der Leistungsbilanz und auf der Seite der Kapitalbilanz ihre Gründe haben. Überschuss- und Defizitländer sind gleichermaßen die Verursacher, allerdings kommt den Überschussländern häufig die aktive, treibende Rolle zu.

Starke Ungleichgewichte tendieren dazu, Wechselkurse zu verzerren, so dass diese von den fundamentalen Gleichgewichtswerten abweichen und früher oder später korrigiert werden müssen. Damit werden auch Handelsströme und die Allokation der Produktionsfaktoren auf die Sektoren verzerrt. Marktmäßige Korrekturen von Ungleichgewichten sind möglich, aber sie kommen meist reaktiv in der Folge von Krisen, brauchen Zeit

und führen zu großen Einkommens- und Vermögensverlusten. Leistungsbilanzungleichgewichte sind nur dann positiv zu beurteilen, wenn sie das Wachstum über verstärkte Investitionen und/oder Innovationen in den Defizitländern beschleunigen, ohne das Wachstum der Überschussländer zu vermindern. Am ehesten gelingt dies über Direktinvestitionen des Überschusslandes, soweit diese das Produktionspotenzial des Defizitlandes erhöhen.

Kapitalexporte eines Überschusslandes stellen zunächst einen Verlust an Güternachfrage für das Inland dar, eben eine Form des Sparens. Wenn dieser Nachfrageausfall nicht durch vermehrte Exporte ausgeglichen wird, sinken das Bruttoinlandsprodukt und damit die Importe. Aus der Sicht des Kapitalimportlandes führen die ausländischen Ersparnisse ebenfalls nicht automatisch zu mehr Investitionen oder anderen Arten der Güternachfrage. Sie können „versickern“, also in der laufenden Periode nicht nachfragerrelevant werden. So kann es sein, dass im Defizitland spiegelbildlich zum Überschussland weniger exportiert und gleich viel wie zuvor importiert wird. In beiden Ländern gingen dann die Ungleichgewichte mit rückläufiger Produktion einher. Ein weniger extremer Fall läge vor, wenn die Auslandsersparnisse im Inland nur teilweise nachfragerrelevant werden.

Die Kapitalimporte der Defizitländer werden häufig direkt oder indirekt zu einem beträchtlichen Teil zur Steigerung des privaten und staatlichen Konsums verwendet und führen so zu Konsumgüterimporten. Wohnungsbauinvestitionen haben eher den Charakter langlebiger Konsumgüter. Überdies kann ein Immobilienboom zu einer Preisblase an den Immobilienmärkten führen. Hohe und anhaltende Budgetdefizite, finanziert durch Ersparnisse des Auslands, sind nicht nachhaltig, insbesondere wenn sie auf hohen Schuldenständen aufbauen. Entscheidend ist in allen Fällen, dass die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts des Defizitlandes größer als der (oder gleich dem) Zinssatz sein muss, andernfalls ist mit einer sich verschlechternden Nettovermögensposition zu rechnen.

Nachholendes Wirtschaftswachstum wird häufig als Beispiel eines „guten“ Leistungsbilanzungleichgewichts angesehen, ebenso das Altersvorsorgesparen von Volkswirtschaften mit alternder Bevölkerungsstruktur in Ländern mit jüngerer demografischer Struktur. Beide Argumente sind anfechtbar. Nachholendes Wirtschaftswachstum von Entwicklungs- und Schwellenländern mit Hilfe von Kapitalimport hat vielfach in einer Schulden- und Zahlungsbilanzkrise geendet. Die meisten Erfolge bei nachholendem Wachstum beruhten auf moderaten Leistungsbilanzdefiziten oder gar -überschüssen. Altersvorsorgesparen in Ländern mit junger Bevölkerungsstruktur ist zudem mit erheblichen Risiken für beide Seiten verbunden.

Insgesamt kann man resümieren, dass außenwirtschaftliches Gleichgewicht im Sinne einer längerfristig ausgeglichenen Leistungsbilanz oder lediglich geringer Abweichungen ein sinnvolles gesamtwirtschaftliches Ziel darstellt. Große strukturelle Leistungsbilanzungleichgewichte führen, vordergründig betrachtet, nicht unbedingt immer zu eindeutig identifizierbaren Problemen. Sie wirken eher wie eine hohe Umweltverschmutzung auf die Gesundheit der Menschen: Beide sind gleichermaßen ein Katalysator für viele, mitunter gravierende Folgeprobleme und sollten daher vermieden oder klein gehalten werden.

3. Empirischer Überblick über globale Ungleichgewichte

Die OECD-Länder haben als Gruppe gegenüber dem Rest der Welt traditionell nur geringe Leistungsbilanzüberschüsse oder -defizite im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP); es gab im Zeitraum 1995-2010 nur moderate Defizite, bis maximal 1,6 Prozent des BIP aller OECD-Länder (2006, siehe Tabelle A2 im Anhang). Allerdings gab es seit Anfang der 1980er Jahre massive Ungleichgewichte innerhalb der Gruppe der OECD-Länder, da sich die USA immer mehr zu einem Defizitland entwickelt haben (vgl. Abbildung 1 in der Einleitung), unterbrochen von Rezessionsjahren, in denen weniger importiert wurde und das Defizit etwas sank. Seit Ende der 1990er Jahre nahm das US-Defizit jedoch massiv zu, spiegelbildlich die Überschüsse Chinas, der OPEC- und der sonstigen Rohstoffe exportierenden Länder (Verachtfachung der Rohölpreise⁸ zwischen dem Tief im Januar 1999 und dem Hoch im Juli 2008, Verdoppelung der Rohstoffpreise sowie der Nahrungsmittelpreise 1999-2008), Russlands, anderer Schwellenländer und Deutschlands. Während Japan als Überschussland – im Gegensatz zu den 1990er Jahren – eine relativ abnehmende Rolle spielte, sind es vor allem asiatische Schwellenländer und die Öl exportierenden Länder, die als neue große Überschussländer massiv Kapital exportieren. Diese Überschüsse werden von den USA und traditionell von den ärmeren Entwicklungsländern, die anhaltende Defizite haben, absorbiert, zusätzlich aber seit etwa dem Jahr 2000 durch eine ganze Reihe peripherer europäischer Länder, überwiegend innerhalb der EU und auch innerhalb der Euro-Zone. Jedoch waren und sind die Leistungsbilanzen sowohl der Euro-Zone als Ganzes als auch der gesamten

Europäischen Union (EU-27) insgesamt weitgehend ausgeglichen (siehe Tabelle A2 im Anhang). Nimmt man die absoluten Leistungsbilanzsalden im vergangenen Jahrzehnt und bezieht die EU-27 ins Bild ein (Abbildung 2), dann wird deutlich, dass neben den USA 18 EU-Defizitländer den wichtigsten Überschussländern gegenüberstehen, unter den letzteren acht Euro-Zonen-Mitglieder (vgl. Abbildung 2 auf Seite 36).

Zusammenfassend kann man sagen, dass die globalen Ungleichgewichte drei verschiedene Ländergruppen umfassen (siehe Schema 3): erstens die traditionell großen Defizite (in Prozent des BIP) bei den ärmeren Entwicklungsländern, die sich im Zuge der Rohstoffpreis-Hausse im vergangenen Jahrzehnt etwas vermindert haben (25 Prozent der globalen Defizite); zweitens das US-Defizit, dessen im vergangenen Jahrzehnt anschwellende Größe ihr Gegenstück vorrangig in China, anderen Schwellenländern sowie ölfördernden Ländern hatte (44 Prozent der globalen Defizite); drittens die sehr starken Ungleichgewichte innerhalb der EU. Würde man sonstige europäische Überschuss- und Defizitländer einbeziehen, wie Norwegen, die Schweiz und mitteleuropäische sowie südeuropäische Länder, die nicht Mitglied der EU sind, würden die Kontraste noch deutlicher. Die europäischen Defizitländer vereinen etwa 25 Prozent der globalen Defizite auf sich. Im Zentrum der Debatte um globale Ungleichgewichte stehen jedoch einseitig die USA und einige Schwellenländer, vor allem China – dies ist jedoch eine stark verengte Perspektive.

Nimmt man das Jahr 2008 als Referenzjahr für besonders hohe Ungleichgewichte, dann wird

8 Siehe den HWWI-Rohstoffpreisindex (Deutsche Bundesbank 2010) sowie den Überblick über die Rohölpreise www.oilprices.com und die Entwicklung der Nahrungsmittelpreise bei <http://www.fao.org>

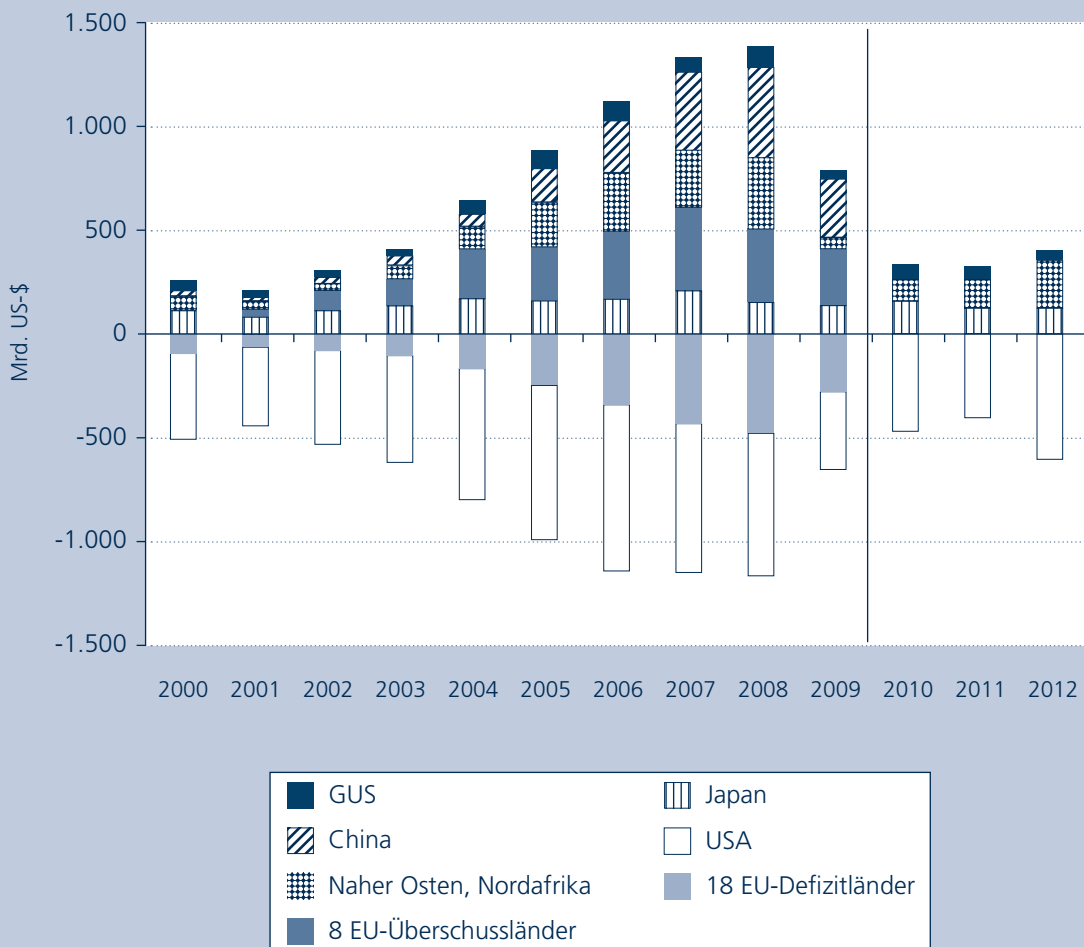
deutlich, dass sich die Überschüsse (in absoluten Zahlen) zu etwa 80 Prozent auf nur neun Länder verteilen und zu gut 50 Prozent auf die großen drei Überschussländer, nämlich China, Deutschland und Japan (vgl. Abbildung 3a). Hinzu kommen weitere 37 Länder, überwiegend Entwicklungs- und Schwellenländer, die immerhin 20 Prozent zu den globalen Überschüssen beitragen – in erster Linie Resultat der gestiegenen Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise im vergangenen Jahrzehnt. Der Löwenanteil der globalen Defizite konzentriert sich ebenfalls auf wenige Länder (Abbildung 3b): Die USA absorbieren 2008 44 Prozent, zusammen mit acht weiteren Defi-

zitländern, überwiegend OECD-Länder, 75 Prozent der weltweiten Defizite. Das letzte Viertel entfällt auf die ärmsten 94 Länder.

Nimmt man die Leistungsbilanzsalden im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP), zeigt sich ein anderes Bild (Abbildung 4): Rund zwei Drittel der 140 Länder, für die Zahlen verfügbar sind, verzeichneten Defizite, davon mehr als die Hälfte über 10 Prozent des BIP – obwohl im Jahr 2008 die Weltwirtschaft noch in vollem Schwung war. Mit einem Leistungsbilanzdefizit von 4,6 Prozent des BIP in 2008 (5,9 Prozent auf dem Höhepunkt 2006) gehören die USA, relativ gesehen, in den unteren Defizitbereich. Traditionell haben

Abbildung 2:

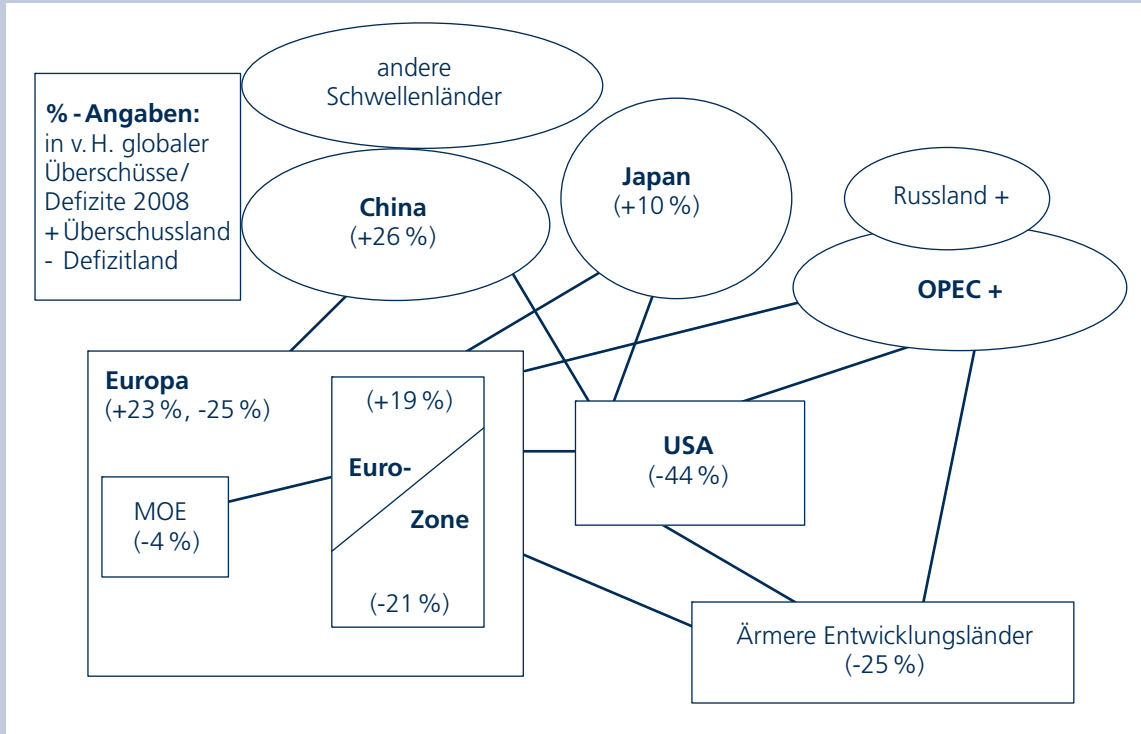
Leistungsbilanzsalden in laufenden US-\$ für die wichtigsten Überschuss- und Defizitländer
Schätzungen des IWF für 2010-2012



Quelle: IMF, WEO 2008, 2010, Weltbank, WDI 2010.

Schema 3:

Drei Gruppen globaler Ungleichgewichte

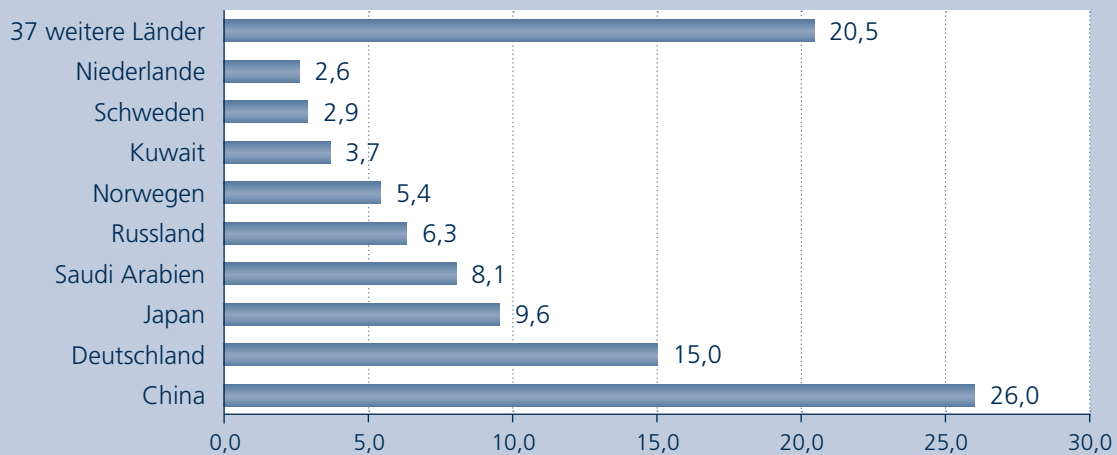


Anmerkung: Die Angaben zu globalen Überschüssen und Defiziten weichen geringfügig (um 1,8 Prozent) wegen Erfassungsmängeln ab. Daher sind die Prozentangaben gerundet, um die Größenordnung darzustellen.

Abbildung 3a:

46 Länder mit Leistungsbilanzüberschuss 2008

in % des globalen Leistungsbilanzüberschusses

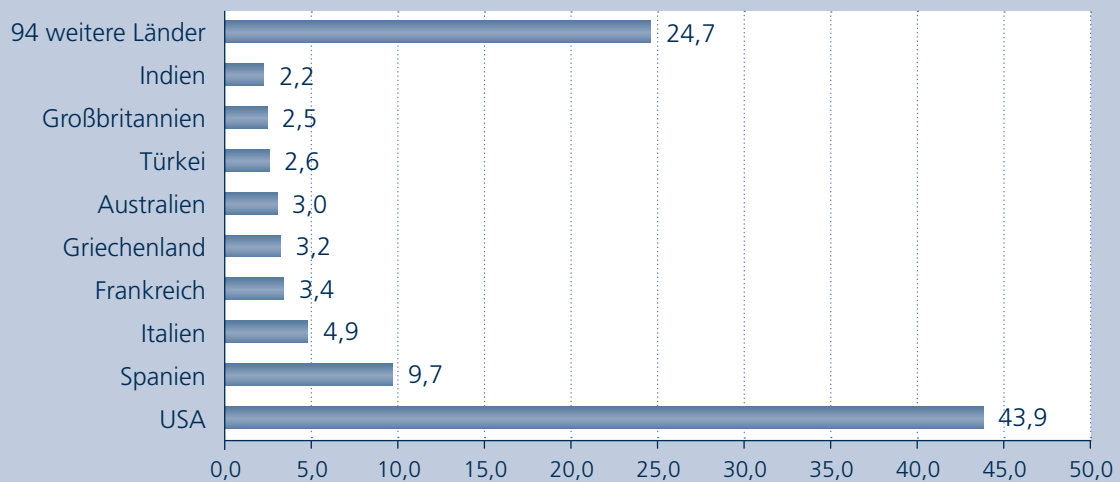


Quelle: Weltbank, WDI 2010, eigene Berechnungen.

Abbildung 3b:

103 Länder mit Leistungsbilanzdefizit 2008

in % des globalen Leistungsbilanzdefizits



Quelle: Weltbank, WDI 2010, eigene Berechnungen.

die ölfördernden Länder die höchsten prozentualen Überschüsse (25-40 Prozent), aber auch China mit 11 Prozent und Deutschland mit 7,9 Prozent (beide 2007 auf dem Höhepunkt der Ungleichgewichte). Die Polarisierung zwischen einigen wenigen Ländern mit hohen Überschüssen und ebenfalls einigen wenigen Ländern mit hohen Defiziten in der Leistungsbilanz wird noch deutlicher, wenn man sich die absolute Größe der Salden in Mrd. US-Dollar ansieht (vgl. Abbildung A1 im Anhang). Der Kern der globalen Ungleichgewichte, in absoluter Größe betrachtet, sind etwa jeweils zehn Länder mit hohen Überschüssen bzw. hohen Defiziten. Für die vielen Länder mit hohen Defiziten im Verhältnis zu ihrem BIP entstehen in der Regel auch große Probleme, aber diese haben keine globale Relevanz. Die zehn größten Überschussländer der Welt, bewertet nach der absoluten Größe der Überschüsse, repräsentieren etwa 29 Prozent des Welt-BIP, und die zehn größten Defizitländer rund 40 Prozent des Welt-BIP (berechnet nach Weltbank 2010).

Leistungsbilanzüberschüssen stehen Kapitalabflüsse gegenüber, entweder als private Kapitalexporte oder als Währungsreserven, die vorwiegend bei den großen Reservewährungsländern angelegt werden, zu etwa zwei Dritteln in den

USA (Woolridge 2006). Die Zuwächse kommen zu den Beständen hinzu und trugen zur starken Nachfrage nach US-Wertpapieren bei. Abbildung 5 zeigt, wie stark die Währungsreserven seit 2001 angestiegen sind, insbesondere in China. Allerdings machen die chinesischen Reserven selbst 2009 nur etwa ein Viertel der weltweiten Reserven aus, die sich in diesem Zeitraum etwa vervierfacht haben. Auch die Reserven der Industrieländer haben sich mehr als verdoppelt. Die Reserven beruhen auf Interventionen der Notenbanken zur Begrenzung einer Aufwertung der lokalen Währung sowie auf Bewertungsänderungen der Bestände. Der rasante Anstieg der Reserven ist zweifellos nicht nachhaltig.

Länger anhaltende Leistungsbilanzdefizite führen zu einem starken Anstieg der Verbindlichkeiten des Defizitlandes gegenüber dem Rest der Welt, insbesondere wenn das BIP langsamer als das Defizit wächst. Abbildung 6 zeigt das Verhältnis von Forderungen zu Verbindlichkeiten in ausgewählten Ländern gegenüber dem Ausland. Die globalen Ungleichgewichte führen demnach zu einer zunehmenden Spreizung der Nettovermögenspositionen. In den USA, dem größten Schuldnerland der Welt, ist die Nettoschuldnerposition von etwa 15 Prozent (2000) auf knapp 25 Prozent des BIP (2008) gestiegen,

Abbildung 4: Leistungsbilanzsalden in % des BIP 2008 in 140 Ländern

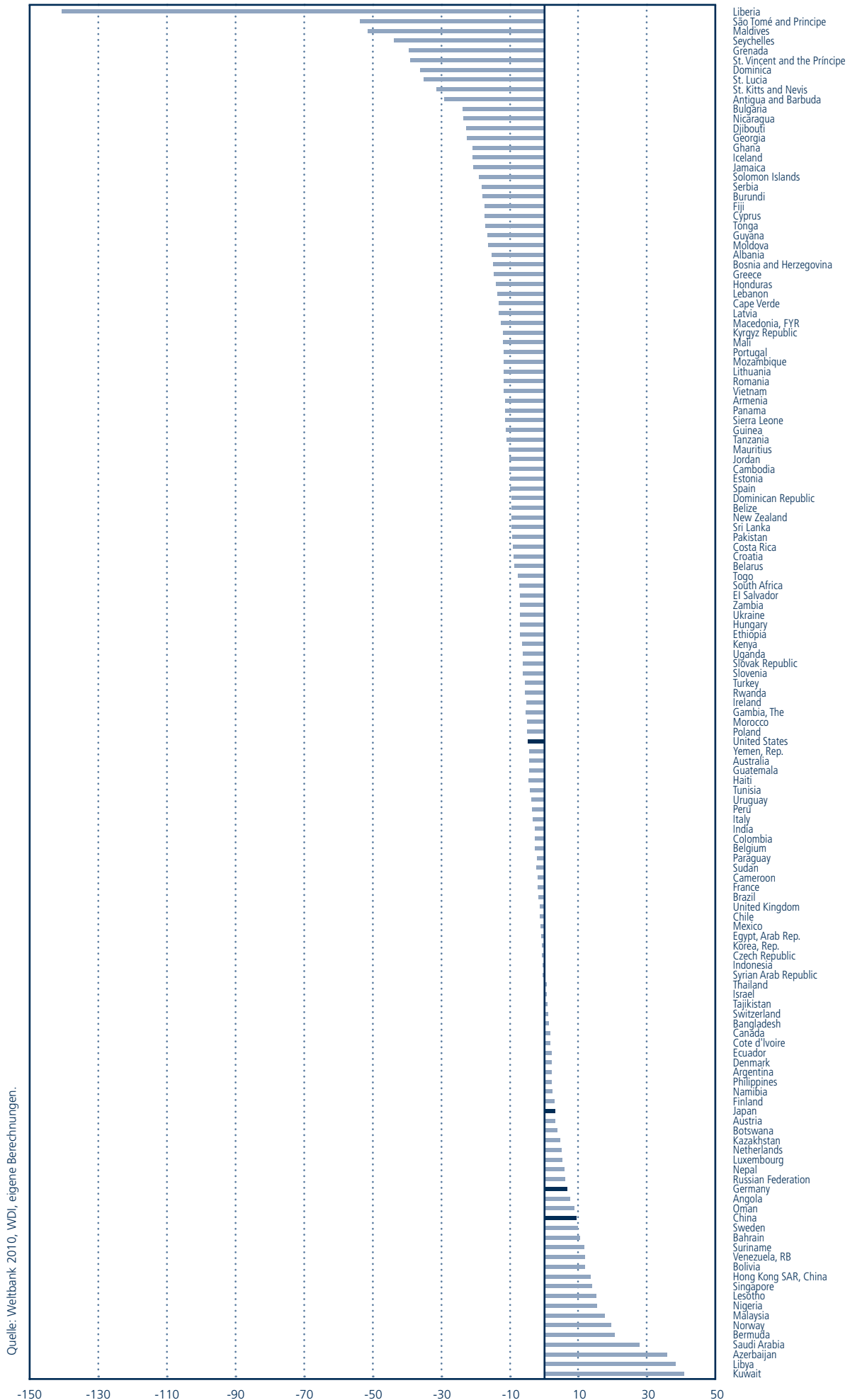
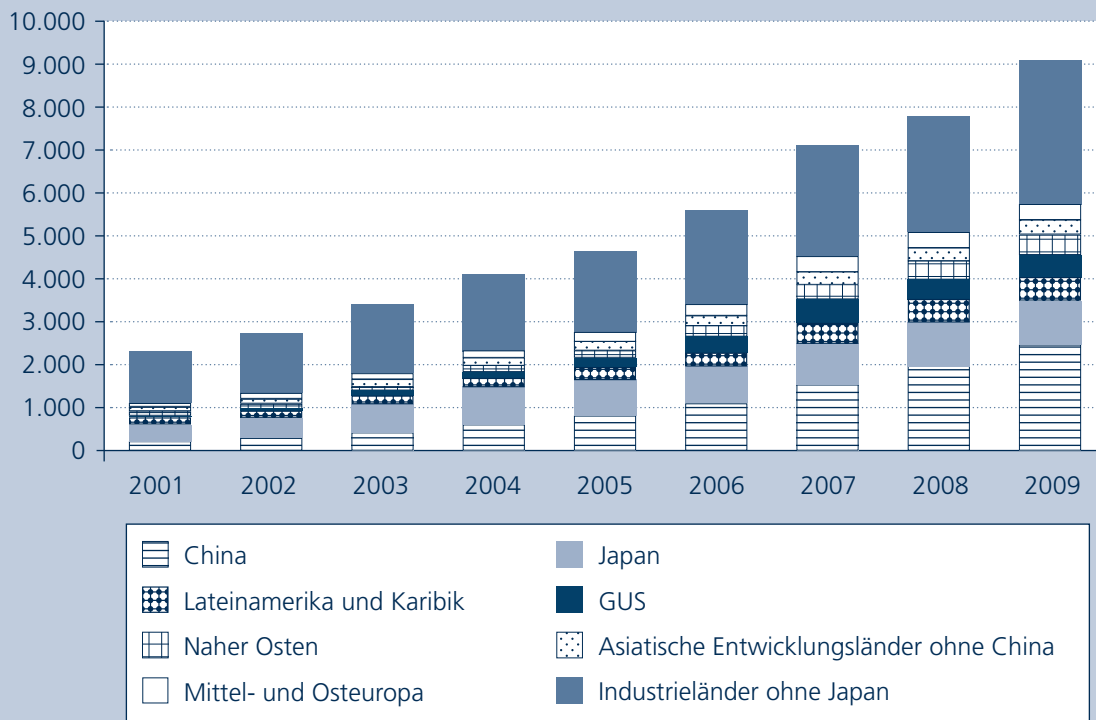


Abbildung 5:

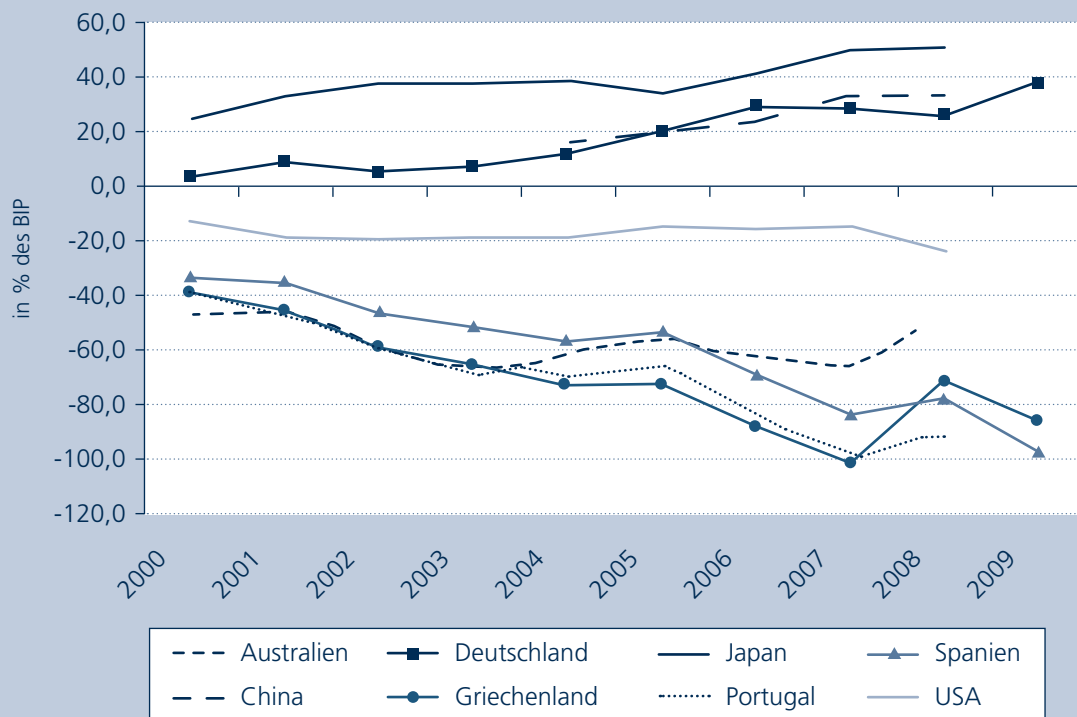
Währungsreserven ausgewählter Länder bzw. Ländergruppen in Mrd. US-\$



Quelle: Weltbank, WDI 2010, eigene Berechnungen.

Abbildung 6:

Nettoauslandsvermögen ausgewählter Überschuss- und Defizitländer



Quelle: IMF, BoP 2010, Weltbank, WDI 2010.

in Spanien, Portugal und Griechenland noch viel dramatischer. Besonders in Deutschland stieg die Nettogläubigerposition von fast Null im Jahr 2000 auf knapp 40 Prozent im Jahr 2009, nicht ganz so stark in Japan. Für China wurde 2008 eine Nettogläubigerposition von rund 35 Prozent des BIP erreicht. Während die Leistungs- und Kapitalbilanzen laufende Ströme an Gütern bzw. Finanzkapital reflektieren, spiegelt die Nettovermögensposition die Veränderung der Bestände an Forderungen und Verbindlichkeiten wider. Diese sind für die laufenden Einnahmen bzw. Ausgaben eines Landes aufgrund von Vermögens- bzw. Schuldtiteln relevant. Eine ständige Spreizung der Schuldner- und Gläubigerpositionen deutet auf eine Überschuldung hin, welche auf die Gläubiger negativ zurückwirkt, wie in Abschnitt 2 dargestellt.

Die Frage liegt nahe, ob die USA nicht in eine ähnliche Überschuldung wie Griechenland oder Irland geraten könnten. Trotz der seit Anfang der 1980er Jahre nahezu kontinuierlich anhaltenden Leistungsbilanzdefizite bestand diese Gefahr bislang nicht und ist auch in Zukunft eher nicht zu erwarten. Die USA haben hohe Direktinvestitionen und Finanzanlagen im Rest der Welt getätigt, die viel rentabler sind als viele Finanzanlagen des Auslands in den USA (etwa Staatsanleihen). Die Anlagestruktur des US-Vermögens im Ausland (im Hinblick auf Risiko, Fristen und Länderdiversifizierung) unterscheidet sich also wesentlich von der Anlagestruktur des Auslands in den USA, die weit weniger günstig ist.

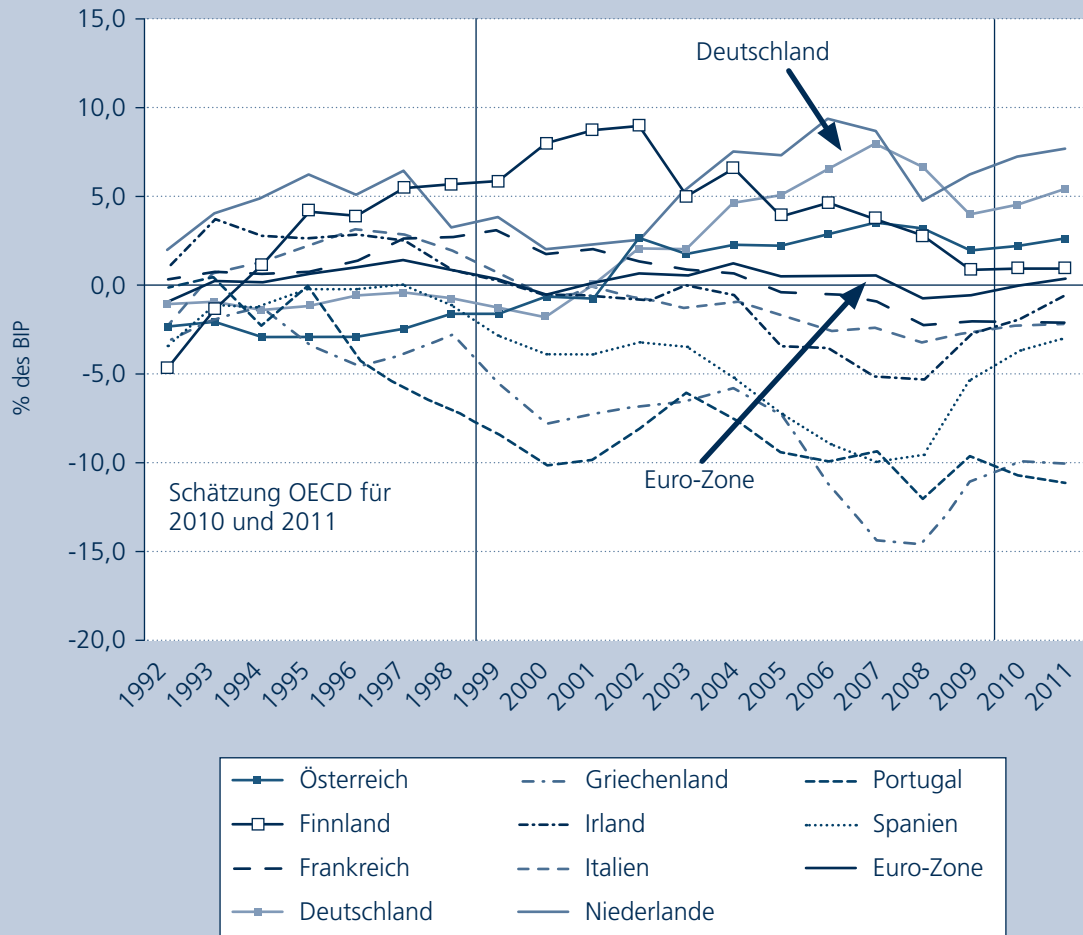
Hinzu kommt, dass die US-Anlagen im Ausland, soweit sie in ausländischer Währung denominated sind, bei jeder Dollar-Abwertung aufgewertet werden, während die Auslandsanlagen in den USA, gemessen in der heimischen Währung der ausländischen Vermögensbesitzer, dann an Wert verlieren. Da sich die USA in eigener Währung verschulden können, denn ihre Währung wird als Weltreservewährung anerkannt, führt eine Dollarabwertung nicht zu einem Schuldenanstieg in eigener Währung, wie es für die meisten Länder der Welt gilt. Trotz der seit 1987 negativen Nettovermögensposition verdienen die USA also insgesamt mehr Vermögenseinkommen aus

dem Rest der Welt als sie ans Ausland zahlen müssen. Man sieht dies auch an den ständig positiven Nettoeinnahmen aus Erwerbs- und Vermögenseinkommen gegenüber dem Ausland (NEVE), einer wichtigen Teilbilanz der US-Leistungsbilanz.

Viel deutlicher als auf globaler Ebene zeigen sich die Leistungsbilanzungleichgewichte in der Europäischen Union und der Euro-Zone (vgl. Abbildungen 7 und 8). Viele osteuropäische Beitrittsländer zur EU haben kontinuierlich hohe Defizite im vergangenen Jahrzehnt aufgebaut (Bulgarien, Rumänien, Lettland, Estland, Ungarn etc.), ebenso wie einige Mitglieder der Europäischen Währungsunion wie vor allem Griechenland, Portugal und Spanien; Italien und neuerdings auch Irland gehören ebenfalls zu den Ländern mit hohen Leistungsbilanzdefiziten (sog. GIIPS-Länder). Die Gründe für die Defizite sind je nach Land sehr unterschiedlich. Da man vielfach auf einen baldigen Eintritt in die Euro-Zone hoffte, galten Abwertungen nicht als opportun, um die Leistungsbilanzen zu verbessern. Zudem mangelte es nicht an überschwänglichen Kapitalzuflüssen, teilweise durch die Töchter westeuropäischer Banken in den Beitrittsländern finanziert, teilweise durch ausländische Direktinvestitionen, teilweise spekulativ auf Immobilienpreissteigerungen ausgerichtet. Bei den GIIPS-Ländern handelt es sich mit Ausnahme von Griechenland überwiegend um Finanzierungsdefizite der Privathaushalte bzw. der Unternehmen. Griechenland gelang es dagegen nicht, das Steuersystem zu reformieren; die Regierung hatte die EU bei statistischen Angaben zum Budgetdefizit getäuscht bzw. die EU hatte sich täuschen lassen. In Irland handelt es sich um Defizite des Bankensektors, die vom Staat allzu großzügig übernommen wurden; in Spanien war es vorwiegend das Platzen der Immobilienblase. Alle GIIPS-Länder wie auch die osteuropäischen Beitrittsländer mit hohen Defiziten leiden an schwacher Wettbewerbsfähigkeit, da ihre Lohnstückkosten zu stark anstiegen, während die Reallöhne in den Überschussländern, besonders in Deutschland, hinter den Produktivitätssteigerungen zurückblieben. Im Durchschnitt der Euro-Zone glichen sich Überschüsse und Defizite aus.

Abbildung 7:

Leistungsbilanzsalden in % des BIP in der Euro-Zone



Quelle: OECD 2010.

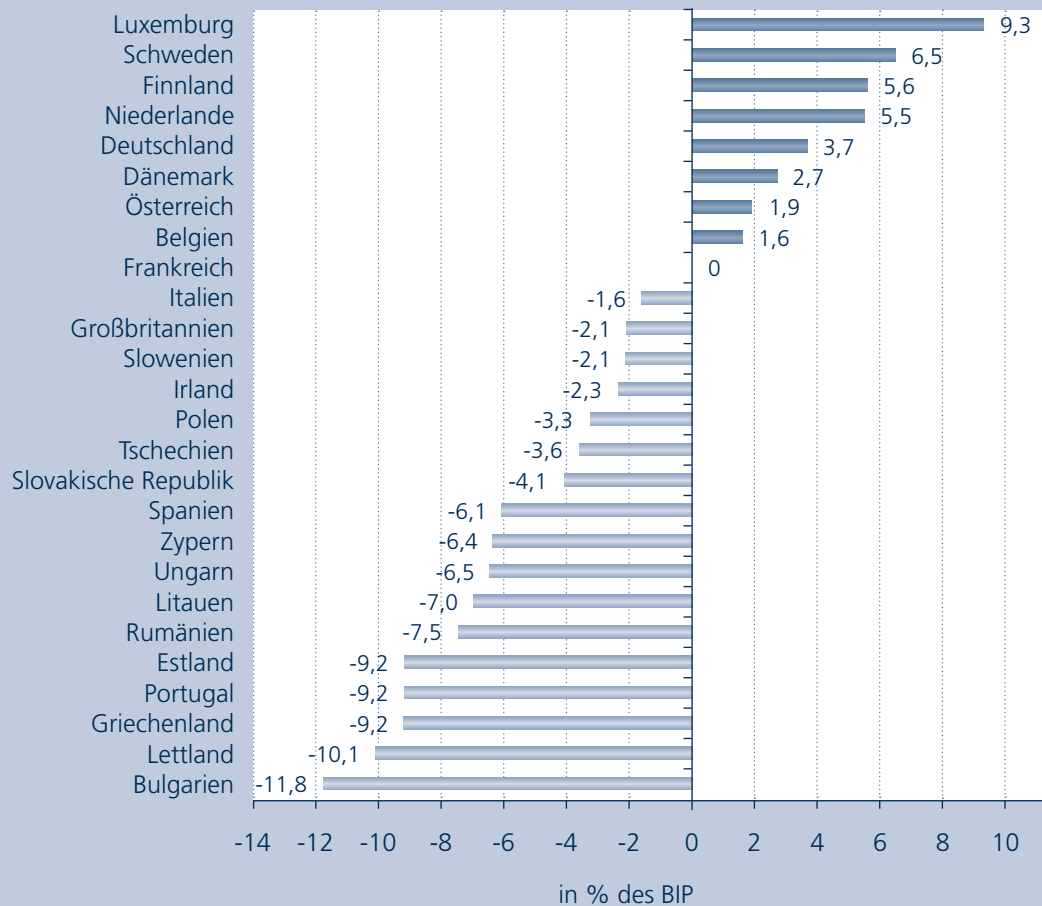
Leistungsbilanzüberschüsse oder -defizite müssen, wie in Abschnitt 2 dargestellt, spiegelbildlich zu Ausgabenüberschüssen oder -defiziten der inländischen Sektoren gesehen werden. Unterscheidet man im Inland zwischen Staatssektor und Privatsektor (private Haushalte, produzierende Unternehmen, Finanzsektor), lässt sich im Fall eines Leistungsbilanzdefizits feststellen, ob es durch ein Haushaltsdefizit und/oder ein Defizit des Privatsektors zustande kam. Analog wird im Fall des Überschusses dargestellt, ob der Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben durch den Privatsektor oder den Staatssektor ent-

standen ist. Abbildung A2 im Anhang zeigt, dass in den meisten Fällen hoher Leistungsbilanzdefizite in Prozent des BIP in den OECD-Ländern sowohl der Staatssektor als auch der private Sektor im Defizit waren (2008). In diesem Jahr waren unter den Defizitländern nur Irland, die USA, Frankreich und Großbritannien, die einen Privatsektorüberschuss hatten, d.h. das Defizit der Leistungsbilanz wurde in diesen Ländern ausschließlich durch das Staatsdefizit verursacht. Umgekehrt war die Situation in Neuseeland – einem Überschuss im Staatshaushalt stand ein sehr großes privatwirtschaftliches Defizit gegenüber, das

Abbildung 8:

Leistungsbilanzsalden in der EU-27* in % des BIP

Durchschnitt 2000-2009



* ohne Malta

Quelle: Weltbank, WDI 2010, eigene Berechnungen.

ein Leistungsbilanzdefizit verursachte. In den meisten Überschussländern hingegen kam der Überschuss durch private Überschüsse (mit Ausnahme von Norwegen) zustande, die nicht oder nur schwach durch Haushaltsdefizite kompensiert werden.

Betrachtet man die Dynamik der Defizitländer, dann waren es in verschiedenen krassen Fällen extrem ansteigende Finanzierungsdefizite des Privatsektors, die für besonders schnell ansteigende Leistungsbilanzdefizite verantwortlich waren. Diese stiegen beispielsweise in Island im Zuge der Finanzkrise auf über 30 Prozent des BIP, in Spa-

nien auf 11,9 Prozent (2007), und auch in Portugal (9,8 Prozent in 2008), Griechenland (10,4 Prozent in 2007) und in den USA (5,7 Prozent in 2000 und 3,8 Prozent in 2006) erreichten sie in einzelnen Jahren hohe Werte, die starke interne Ungleichgewichte reflektieren (vgl. Tabelle A1 im Anhang).

Nie zuvor haben sich in der Weltwirtschaft seit Ende des Zweiten Weltkriegs so hohe Ungleichgewichte aufgebaut. Damit stellt sich die Frage, was die Triebkräfte waren und wie die Risiken infolge der Ungleichgewichte zu bewerten sind.

4. Wie es zum Anstieg der Ungleichgewichte in den Jahren 2000-2008 kam

Die globalen Ungleichgewichte haben sich im Wesentlichen nach der Asien- und Russlandkrise 1997/1998 aufgebaut, unterbrochen von der milden Rezession in den USA und einigen anderen Ländern im Jahr 2001. Wie in Schema 3 dargestellt, existieren drei verschiedene Arten von Ungleichgewichten: jene zwischen einer Gruppe von Überschussländern mit den USA, jene innerhalb Europas und jene zwischen einer Vielzahl von OECD-Ländern sowie Öl fördernden Ländern einerseits und etwa 50 ärmeren Entwicklungsländern mit Leistungsbilanzdefiziten über 5 Prozent ihres BIP andererseits. Letztere Ungleichgewichte, die in den Diskussionen über globale Ungleichgewichte nur eine geringe Beachtung finden, werden wir im Folgenden weitgehend ausklammern. Die meist sehr hohen und nicht nachhaltig tragbaren Leistungsbilanzdefizite dieser Ländergruppe werden vorwiegend durch Entwicklungshilfe, seltener durch kommerzielle Kredite bzw. Anleihenemission oder durch Direktinvestitionen finanziert. Diese Ungleichgewichte haben sich im Zuge des starken Wachstums der Weltwirtschaft 1998-2008 mit einer Verdoppelung der Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise auf den Weltmärkten (1999-2008) etwas abgebaut, abgesehen von den Defiziten jener Entwicklungsländer, die Nettoimporteure bei Nahrungsmitteln sind und nicht über nennenswerte Rohstoffvorkommen verfügen. Wir konzentrieren uns im Folgenden zunächst auf das Ungleichgewicht zwischen den USA und den Gläubigerländern und dann auf die europäischen Ungleichgewichte.

4.1 Die Entstehung des Defizits in den USA

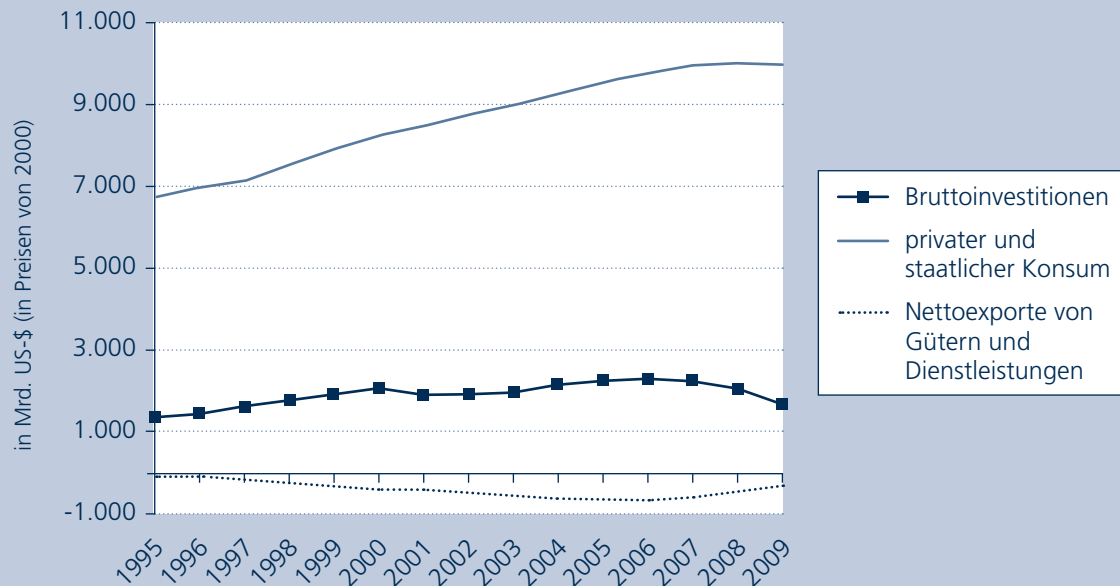
Das Leistungsbilanzdefizit der USA hat sich bereits seit 1991 aufgebaut, nachdem es erstmals seit Anfang der 1980er Jahre wieder auf einen Wert nahe Null geschrumpft war. 2006 erreichte es seinen Höchstwert mit knapp 6 Prozent des BIP. Seitdem ist es im Zuge der Weltrezession geschrumpft, aber es deutet sich erneut ein Wiederanstieg an. War es in den 1990er Jahren vor allem die starke Konjunktur im Zusammenhang mit der dotcom-Blase, die Kapitalimporte in die US-Privatwirtschaft anzog, so waren es nach der Rezession 2001 vor allem Budgetdefizite des US-Staates, die angesichts sinkender heimischer Ersparnisse in den USA durch ausländische Ersparnisse finanziert wurden. Das wachsende Leistungsbilanzdefizit in den USA ging einher mit einer leicht sinkenden Investitionsquote und einer deutlich rückläufigen gesamtwirtschaftlichen Sparquote (vgl. Tab. A3 im Anhang). Das Wachstum der US-Wirtschaft beruhte also auf einer durch privaten und staatlichen Konsum getriebenen Konjunktur, ferner auf Wohnungsbauinvestitionen, die in Verbindung mit den laxen Regulierungen des Finanzsystems zu einer Beschleunigung der bereits seit Mitte der 1990er Jahre existierenden Immobilienpreis-inflation beitrugen (vgl. Abbildung 9). Letztere war eine wesentliche Grundlage der auf 1,4 Prozent (2005) des verfügbaren Einkommens sinkenden Sparquote der privaten Haushalte.⁹

⁹ Allerdings hatte die Sparquote der US-Haushalte bereits früher nur in wenigen Jahren einen Wert von 10 Prozent erreicht. Im Durchschnitt der 1990er Jahre waren es 5,5 Prozent des verfügbaren Einkommens, 2000-2008 nur 3,0 Prozent. Berechnet nach CEA 2010, Tab. B30.

Abbildung 9:

USA: Struktur und Entwicklung der Nachfrage

in konstanten Preisen



Quelle: Weltbank, WDI 2010.

Ohne die Leistungsbilanzdefizite hätte diese Konstellation – niedrige Sparquote der privaten Haushalte bei steigenden Hauspreisen, sinkende Investitionsquote mit starker Orientierung auf den Wohnungsbau bis 2005, hohe staatliche Budgetdefizite – nicht aufrechterhalten werden können.¹⁰ So waren die Leistungsbilanzdefizite der USA und die Leistungsbilanzüberschüsse der beteiligten Länder eine notwendige Voraussetzung für die Blasenkonjunktur, deren abruptes Ende bei starken Zinssteigerungen durch die Zentralbank zur Eindämmung von Inflationsgefahren vorhersehbar war. Der sinkende Anteil der Löhne am Volkseinkommen hatte den „normalen“ Konsum der Masse der Bevölkerung gedämpft. Die Ungleichheit der Einkommensverteilung war in den USA stark gestiegen, bei geringen Konsumquoten unter den hohen Einkom-

mensgruppen, so dass diese Konsumschwäche angesichts nahezu stagnierender Masseneinkommen¹¹ durch sinkende Sparquoten im Durchschnitt der privaten Haushalte und den spekulativen Wohnungsbau-Boom kompensiert wurde, abgesehen von der konjunkturell expansiven Wirkung der Budgetdefizite.

Insgesamt war damit das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht Ausdruck eines krassen internen Ungleichgewichts zwischen Sparen und Investieren bzw. zwischen Konsum und Produktion. Es war instabil und nicht nachhaltig und daher kein „gutes“ Leistungsbilanzdefizit, ja es war sogar ein gefährliches Defizit, weil es zur Entstehung der Finanzkrise indirekt beigetragen hat, wie weiter unten ausgeführt wird. Zweifellos hätte das Außendefizit durch eine größere Budgetdisziplin begrenzt werden können, ebenso wie

¹⁰ Die nicht auf den Wohnungsbau entfallenden Investitionen stagnierten 2000-2005, während die Wohnungsbauinvestitionen mit nahezu 6 Prozent p. a. wuchsen. Vgl. CEA 2010, Tab. B19.

¹¹ Der reale Stundenlohn (in Preisen von 1982) in der Privatwirtschaft (ohne Landwirtschaft) stieg von 1990-2009 um nur 0,6 Prozent und lag 2009 mit 8,60 US-Dollar noch unter dem Höchststand von 1973 mit 8,98 US-Dollar. Vgl. CEA 2010, Tab. B47.

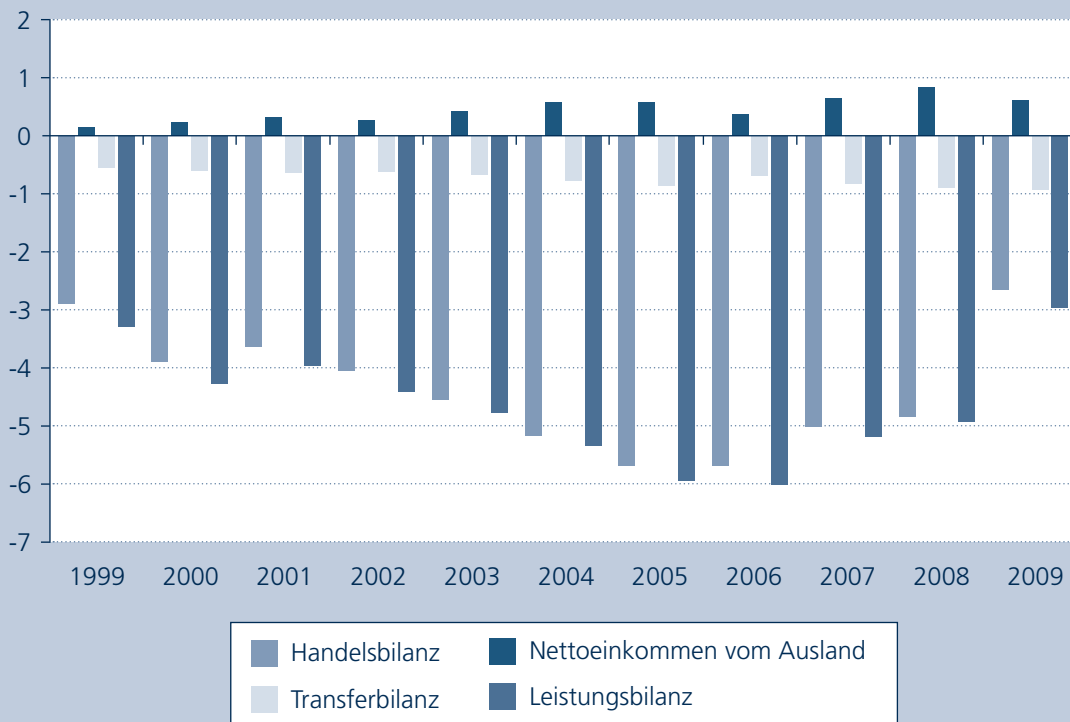
durch eine bessere Bankenaufsicht, insbesondere im Segment der Subprime-Hypotheken. Dies hätte freilich sowohl die US-Konjunktur wie die Weltkonjunktur erheblich beeinträchtigt.

Die Leistungsbilanz der USA zeigt das größte Defizit im Jahr 2006 (Abbildung 10). Erstaunlich ist, dass die Nettoeinkommen aus dem Ausland stets positiv waren und fortwährend gewachsen sind. Ihnen stehen allerdings Nettotransfers ins Ausland (Militärhilfe, Entwicklungshilfe etc.) in ähnlicher Größenordnung gegenüber. Ein wachsender Teil der US-Exporte sind Dienstleistungsexporte, bei denen die USA einen Überschuss haben, der etwa (2007) 20 Prozent des Defizits im Warenhandel ausmacht (vgl. Abbildung A8 im Anhang). Statistiken für die Struktur der Leistungsbilanz gegenüber Partnerländern liegen nicht vor, lediglich Angaben über die regionalisierte Handelsbilanz, welche Dienstleistungen ausschließt (vgl. Abbildung 11).

Das starke Anschwellen des Handelsbilanzdefizits resultierte im vergangenen Jahrzehnt aus dem steigenden Defizit gegenüber China und den OPEC-Ländern, während das Defizit gegenüber Japan, Europa und Lateinamerika nur leicht anstieg. Das rasant gestiegene bilaterale Defizit gegenüber China machte 2008 etwa 30 Prozent des gesamten Handelsbilanzdefizits aus. In den 1990er Jahren war Japan noch das größte bilaterale Überschussland. Das Defizit gegenüber den OPEC-Ländern könnte man als temporär ansehen, wenn man die enorme Ölpreissteigerung als konjunkturelles Phänomen interpretiert. Allerdings herrscht Unklarheit über die zukünftige Entwicklung des Ölpreises; viel spricht dafür, dass er in Zukunft im Trend weiter steigen wird, so dass das Defizit gegenüber den OPEC-Ländern auch in Zukunft anhält oder weitersteigt. Auch haben die USA anders als viele andere OECD-Länder vergleichsweise wenig für Energieeinsparung

Abbildung 10:

Leistungsbilanz der USA in % des BIP

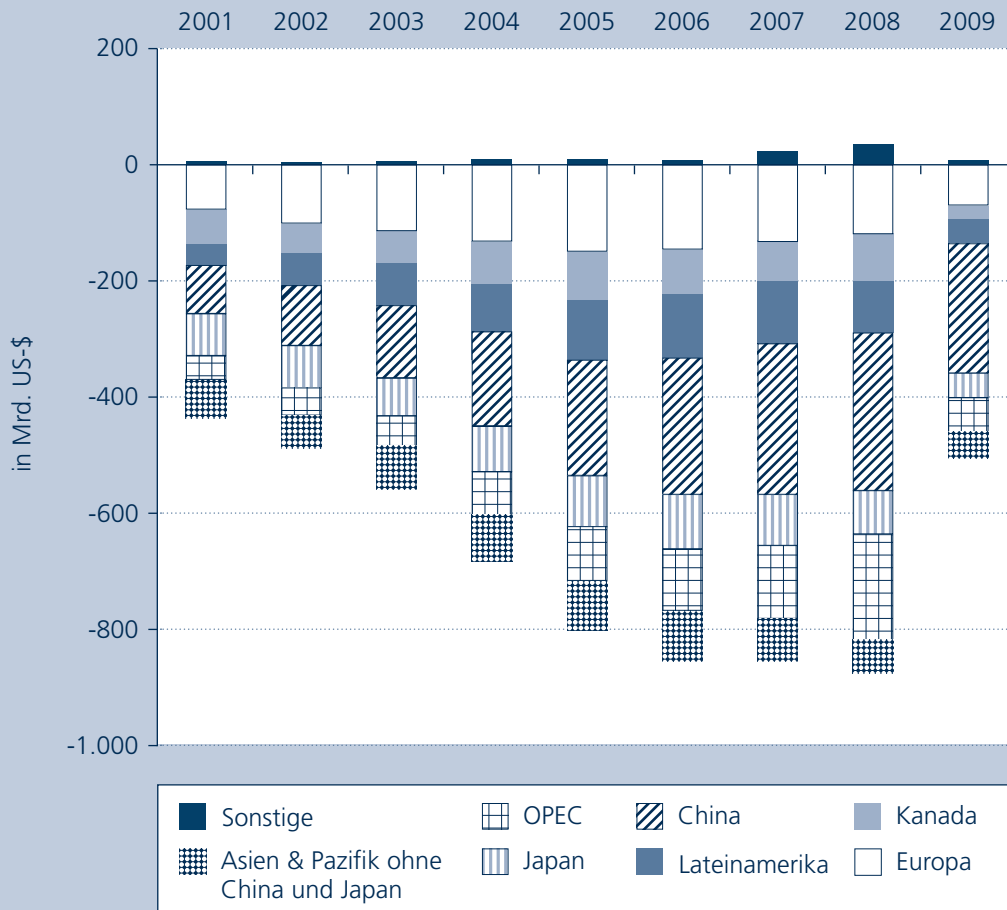


Quelle: Weltbank, WDI 2010, IWF, BoP 2010.

Abbildung 11:

Handelsbilanzsaldo der USA mit Partnerländern

ohne Dienstleistungen



Quelle: Council of Economic Advisers 2010.

getan und sind insoweit strukturpolitisch rückständig, vom Öl weiter stark abhängig und damit verwundbar.

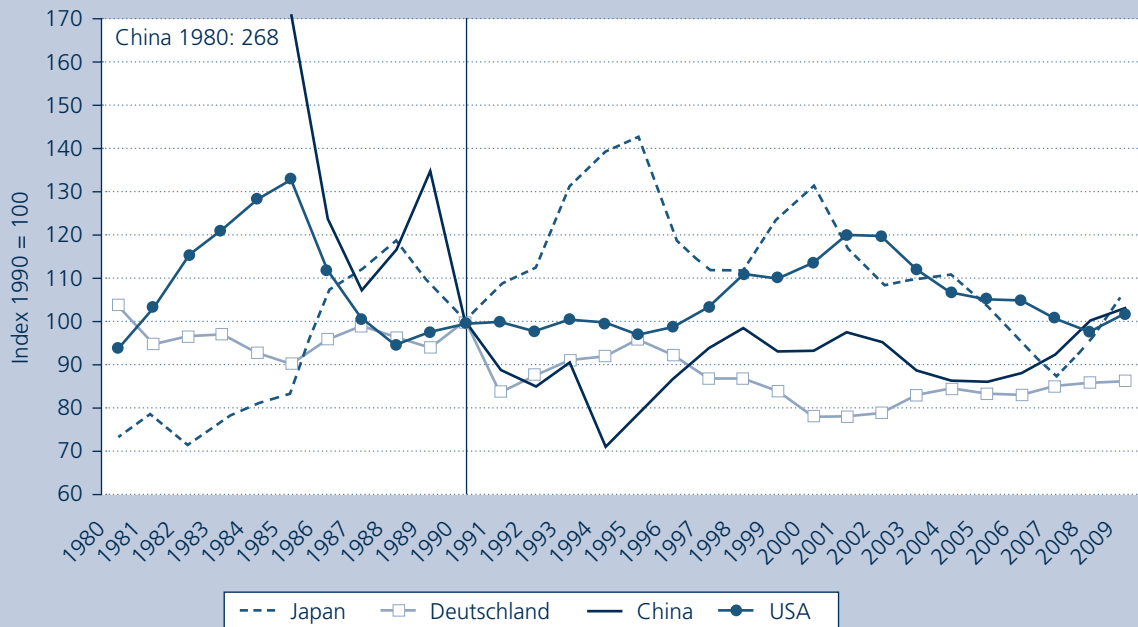
Der starke Anstieg des Leistungsbilanzdefizits bis 2008 erfolgte trotz einer realen effektiven Abwertung¹² des US-Dollars um circa 17 Prozent seit dem Höhepunkt im Jahre 2002 bis zum Jahr 2008 (siehe Abbildung 12, vgl. auch die nominalen Wechselkurse der wichtigsten Partnerländer gegenüber dem US-Dollar in Abbildung A5 im Anhang). Dies muss man allerdings vor dem Hinter-

grund sehen, dass der US-Dollar im Zuge des starken konjunkturellen Booms zwischen 1995 und 2001 um 24 Prozent real effektiv aufgewertet hatte. Zum Vergleich: Das hohe Leistungsbilanzdefizit zu Beginn der 1980er Jahre konnte nur über eine fast 30 prozentige reale effektive Abwertung mit koordinierten Devisenmarktinterventionen aufgrund der Plaza- und Louvre-Vereinbarungen 1985 und 1987 abgebaut werden (vgl. Abschnitt 2.5). Dass damals das Defizit mit der Abwertung sank, jetzt aber stieg, ist freilich erklärungsbedürf-

12 Darunter wird die um Inflationsdifferenzen bereinigte Wechselkursänderung gegenüber den Währungen der wichtigsten Partnerländer verstanden. Die Wechselkursänderungen gegenüber diesen werden mit den Außenhandelsanteilen gewichtet. Der reale effektive Wechselkurs drückt damit die preisliche Wettbewerbsfähigkeit eines Landes gegenüber dem Rest der Welt aus.

Abbildung 12:

Reale effektive Wechselkurse 1980-2009 – Japan, Deutschland, China, USA



Quelle: Weltbank, WDI 2010, eigene Berechnungen.

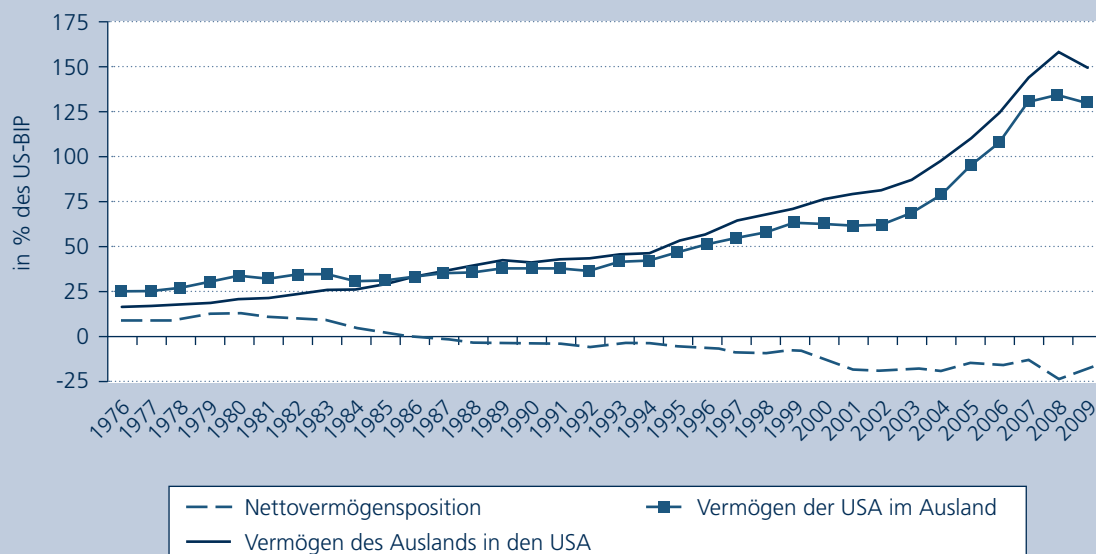
tig. Der wesentliche Grund ist, dass die US-Wirtschaft seit etwa 2001 mit Kapitalströmen aus dem Rest der Welt, unabhängig vom Wechselkurs, gewissermaßen vollgepumpt und dies seitens der US-Regierung und der US-Zentralbank toleriert wurde. Diese Zuflüsse wurden direkt und indirekt für steigende Importe, vorwiegend aus China, verwendet. Die Abwertung des US-Dollars blieb dadurch zu schwach, um die Exporte im Tempo der Importe zu steigern.

Bei der Bewertung der Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland stellt sich die Frage der Nachhaltigkeit. Wie bereits erwähnt, ist die Nettoschuldnerposition der USA von 15 Prozent (2000) auf etwa 25 Prozent des BIP (2008) gestiegen (vgl. Abbildung 13), gleichwohl sind die Nettoeinnahmen der USA aus Auslandsvermögen weiterhin positiv. Wie die Veränderung der Bruttobestände 2000-2008 zeigt (Abbildungen A3 und A4 im Anhang), haben die USA im Ausland viel stärker in Vermögen multinationaler Gesellschaften investiert als das Ausland in den USA;

ferner spielen die Währungsreserven der USA im Ausland eine vernachlässigbare Rolle, während die des Auslands in den USA stark gestiegen sind. Derivate werden dagegen sowohl für die USA als auch für das Ausland immer wichtiger und drücken einen hohen Grad der Spekulation und damit des Anlagerisikos aus. Die Differenz der Anlageformen, der Fristenstruktur und der Erträge (hohe Erträge aus Direktinvestitionen, geringer Zinsaufwand für Währungsreserven angelegt in US-Staatsanleihen) in Verbindung mit Wechselkursgewinnen in diesem Zeitraum für die USA und Verlusten für das Ausland erklären die einzigartige Fähigkeit der US-Wirtschaft, einen hohen Nettoschuldenstand scheinbar dauerhaft zu tragen (vgl. Hau/Rey 2008, Gourinchas u. a. 2010).

Das Vertrauen in diese Fähigkeit war und ist Grundlage der Bereitschaft der Gläubigerländer, Kapital in den USA – teils mit, teils ohne Risiko – in großen Mengen anzulegen, bei Währungsreserven selbst mit einer geringen Verzinsung. Catherine Mann (2009) schätzt, dass die Netto-

Abbildung 13:

Nettovermögensposition der USA 1976-2009 in % des BIP

Quelle: Bureau of Economic Analysis, eigene Berechnungen.

schuldnerposition der USA längerfristig auf 70 Prozent des BIP ansteigen wird, obgleich selbst dann noch die Nettoeinkommen aus Auslandsvermögen positiv sind. Sie bezweifelt jedoch, dass das Ausland einen so großen Anteil des Vermögens in den USA zu halten bereit ist, da traditionell der „Home Bias“ bei Kapitalanlagen dominiert. Wir müssen die Frage der Nachhaltigkeit der US-Defizite auf längere Sicht hier offen lassen. Entscheidend für die vergangenen zehn Jahre vor der Finanzkrise waren jedoch nicht Fragen der Nachhaltigkeit der Auslandsverschuldung, sondern dass das hohe Außendefizit mit einem nicht nachhaltigen Konsumboom der privaten Haushalte in Verbindung mit einer früher oder später platzenden Hauspreisblase verbunden war. Hier lag die Expansionsgrenze für das Wachstumsmodell der USA, nicht in der Zahlungsfähigkeit gegenüber den Gläubigerländern oder gar im Risiko eines Staatsbankrotts oder einer Währungskrise. Dies war auch der entscheidende Grund, warum die von vielen frühen Kritikern des US-Leistungsbilanzdefizits befürchtete Flucht aus dem US-Dollar mit starker Abwertung nicht eintrat.

Aus der Perspektive der USA sind es vornehmlich die internen Ungleichgewichte zwischen Sparen und Investieren bzw. zwischen privatem und staatlichem Konsum einerseits und der Produktion andererseits, verbunden mit der Fähigkeit, anhaltend positive Nettovermögens-einkommen aus dem Ausland trotz steigender Nettoauslandsverschuldung zu erzielen. Freilich lässt sich das US-Defizit – ebenso die Leistungsbilanzdefizite zahlreicher europäischer Länder – nicht hinreichend erklären, ohne die wesentlichen Überschussländer einzubeziehen.

4.2 Die Entstehung hoher Überschüsse in China, Japan und Deutschland

Auf dem Höhepunkt der Ungleichgewichte im Jahr 2007 erreichten China, Japan und Deutschland Leistungsbilanzüberschüsse von 10,6 Prozent, 4,8 Prozent bzw. 7,6 Prozent des BIP – nie zuvor waren sie in diesen Ländern so hoch. Diese drei wichtigen Überschussländer unterscheiden sich vor allem durch das unterschiedliche Wachstums-

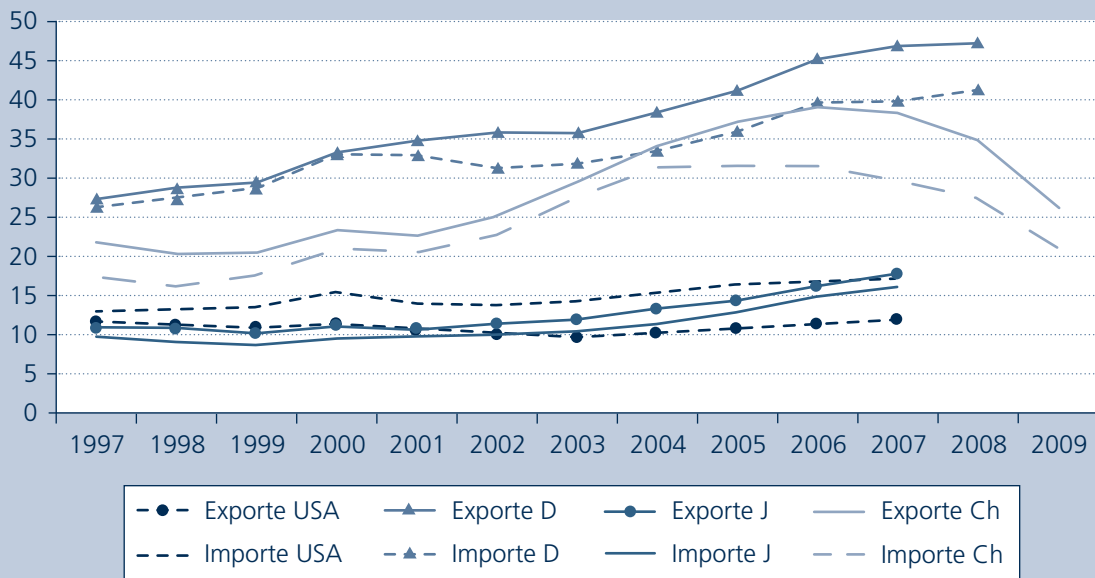
tempo in der Periode, in der sich die starken Ungleichgewichte herausgebildet haben. Japan und Deutschland gehörten im Zeitraum 2000-2009 zu jenen OECD-Ländern mit den schwächsten Wachstumsraten (jeweils 1,2 Prozent p.a. 2000-2008, 0,5 Prozent bzw. 0,6 Prozent p.a. 2000-2009), China durchlief indessen mit etwa 10 Prozent p.a. die stärkste Wachstumsphase seiner Nachkriegsgeschichte. In allen drei Ländern wuchsen seit etwa dem Jahr 2000 die Exporte viel schneller als die Importe (vgl. Abbildung 14¹³); entsprechend fiel die gesamtwirtschaftliche Sparquote viel höher als die Investitionsquote aus (vgl. Abbildung 15). In Deutschland stieg die Exportquote von 23 Prozent (1997) auf 47 Prozent (2008), in China verdoppelte sie sich von 1998 bis 2006, während sie in Japan nur von 10 Prozent auf gut 17 Prozent (2007) stieg.

Japan hatte aufgrund einer Lohndeflation den geringsten Anstieg der Lohnstückkosten (in

nationaler Währung) unter den OECD-Ländern, was zur starken effektiven realen Abwertung des Yen in dieser Phase beitrug (vgl. Abbildung 12). Der Leistungsbilanzüberschuss Japans kam vorwiegend durch den Zufluss der Nettoeinkommen aus dem Ausland zustande, der über 3 Prozent des BIP (2007) ausmachte, während der Handelsbilanzüberschuss mit 2 Prozent auf dem Höhepunkt 2007 klein blieb (vgl. Abbildung A5 im Anhang). Aufgrund der schwachen Inlandsdynamik bei extrem niedrigen Zinsen dominierte der Kapitalexport, häufig in Form von „Carry-Trades“¹⁴. Japan wurde damit mehr und mehr zu einer Rentier-Ökonomie mit geringer Investitionstätigkeit im Inland. Deutschland war hingegen mit einer realen Aufwertung gegenüber Ländern außerhalb der Euro-Zone im Zeitraum 2000-2009 konfrontiert, hatte aber aufgrund der schwachen Lohnstückkostenentwicklung einen Preis- und Gewinnvorteil innerhalb der Europäischen Wäh-

Abbildung 14:

Exporte und Importe in % des BIP – USA, Deutschland, Japan und China



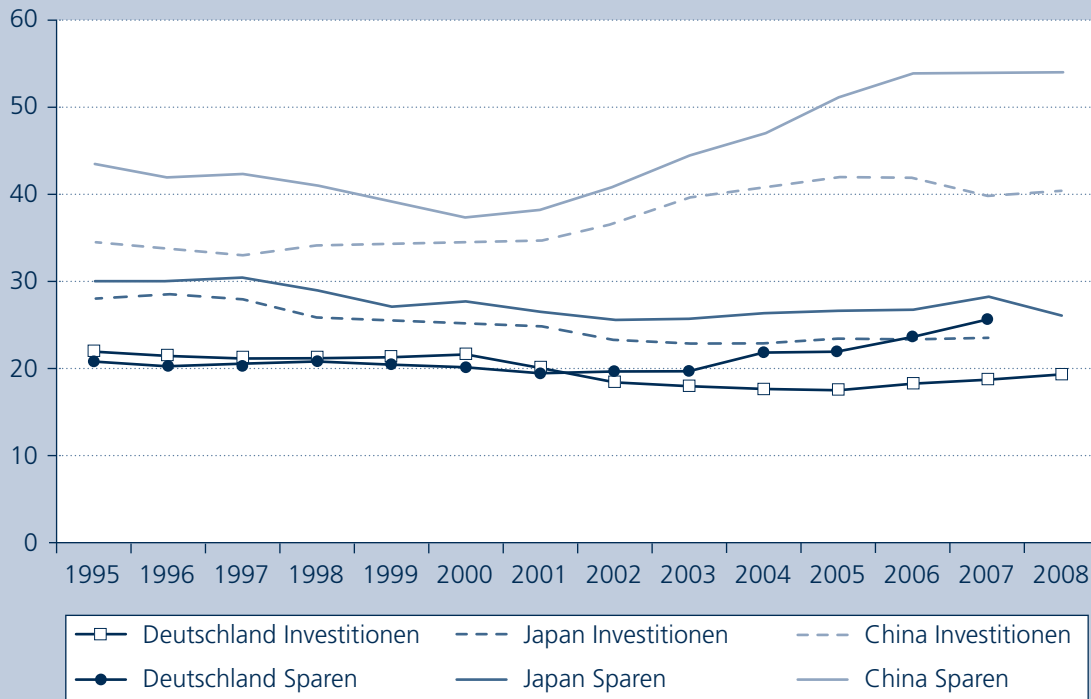
Quelle: Weltbank, WDI 2010, eigene Berechnungen.

13 Hier sind Waren- und Dienstleistungsexporte bzw. -importe erfasst.

14 „Carry-Trade“ bezeichnet die Kreditaufnahme eines Finanzinvestors in einem Land mit niedrigen Zinsen (z. B. Japan), um die Kreditsumme in einem anderen Land mit hohen Zinsen in anderer Währung (z. B. in Brasilien) anzulegen.

Abbildung 15:

Sparen und Investitionen in % des Bruttonationaleinkommens bzw. des BIP in großen Leistungsbilanzüberschussländern



Quelle: Weltbank, World Development Indicators 2010, eigene Berechnungen.

rungsunion und gegenüber jenen Ländern, die ihre Währung mehr oder minder an den Euro gebunden hatten.

Damit werden die wesentlichen Triebkräfte des deutschen Leistungsbilanzüberschusses deutlich: steigende preisliche Wettbewerbsfähigkeit, in Euro gerechnet, sowie schwache Inlandsnachfrage, die – im Vergleich zu den Exporten – zu schwacher Importdynamik führte. Deutschlands Kapitalexporte erfolgten in hohem Maße in der Form von Direktinvestitionen, vorwiegend in Ländern, gegenüber denen eine preisliche Überlegenheit im Wettbewerb bestand, also in Euro-land und anderen europäischen Nachbarländern (vgl. auch Priewe/Rietzler 2010: 29 ff.). Struktur und Entwicklung der Nachfrage in Japan und Deutschland zeigen für den betrachteten Zeitraum ein ähnliches Bild (vgl. Abbildungen 16

und 17): Die Inlandsnachfrage (finaler Konsum von privaten Haushalten und Staat sowie Investitionen) stagniert nahezu, das schwache Wachstum wird fast ausschließlich von steigenden Nettoexporten getragen, in Deutschland stärker noch als in Japan¹⁵.

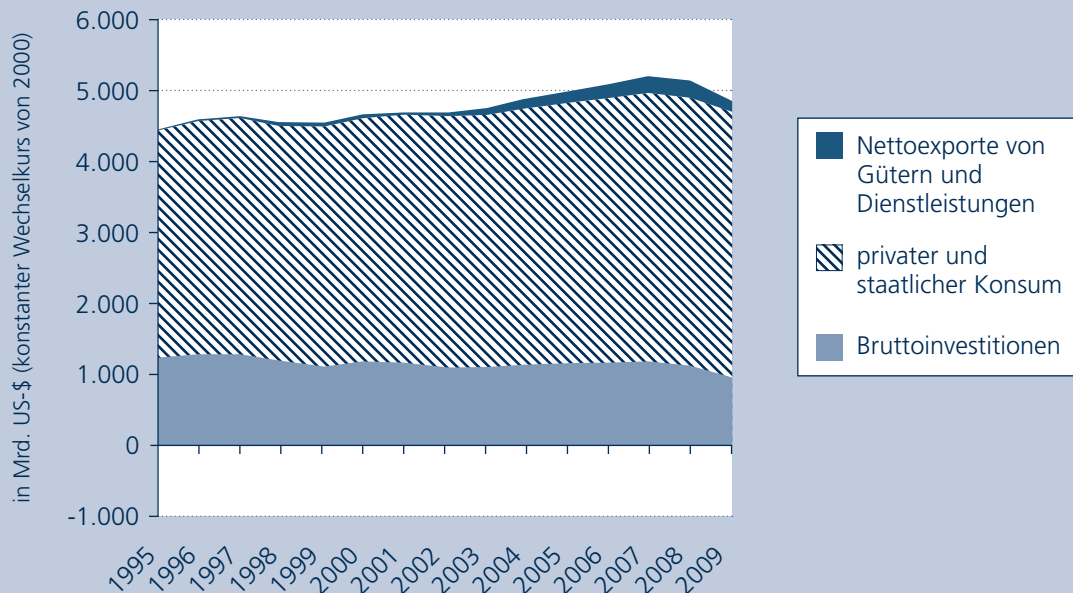
China erreichte 2007 einen Rekord-Leistungsbilanzüberschuss von 10,6 Prozent des BIP. Im Gegensatz zu Deutschland waren die Investitionen die wichtigste Triebkraft der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage mit einer auf 45 Prozent ansteigenden Investitionsquote (2009) (vgl. Abbildung 18). Der Konsum stieg ebenfalls kräftig, aber langsamer, und seit 2000 stiegen die Nettoexporte von nahezu Null auf bis zu 10 Prozent des BIP. Damit sind es die Nettoexporte, die das Wirtschaftswachstum in China um rund einen Prozentpunkt auf gut 10 Prozent p.a. erhöhten

15 In Japan war die Fiskalpolitik wesentlich expansiver als in Deutschland, und die privaten Haushalte senkten angesichts der schlechten Lohnentwicklung ihre Sparquote.

Abbildung 16:

Japan: Struktur und Entwicklung der Nachfrage

in konstanten Preisen

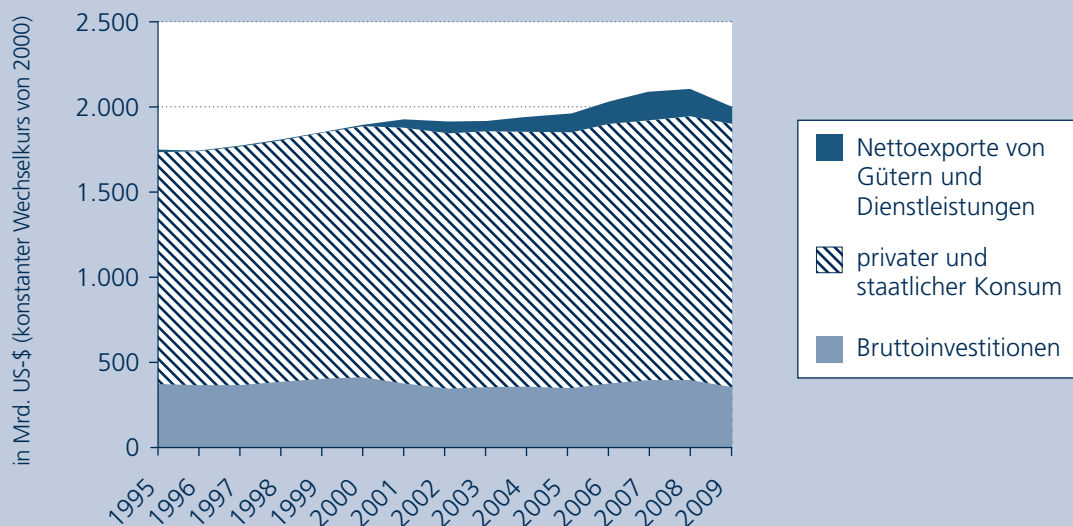


Quelle: Weltbank, WDI 2010.

Abbildung 17:

Deutschland: Struktur und Entwicklung der Nachfrage

in konstanten Preisen

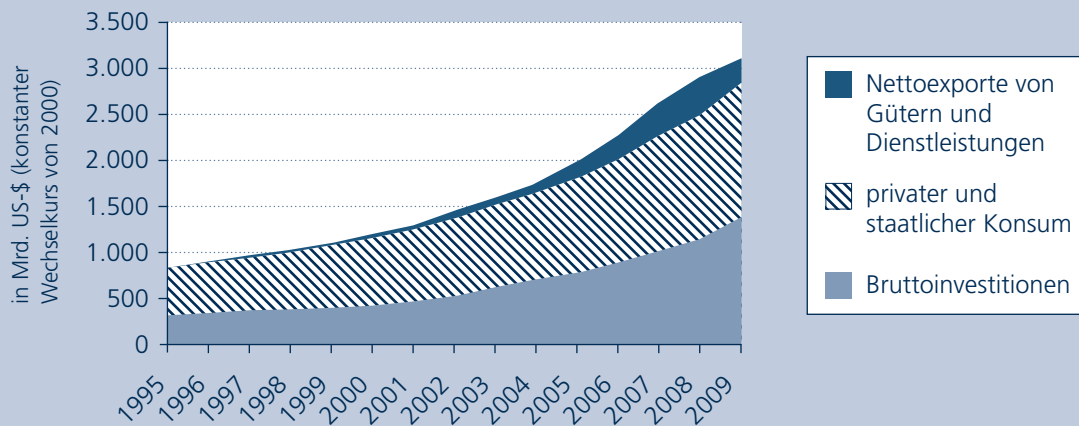


Quelle: Weltbank, WDI 2010.

Abbildung 18:

China: Struktur und Entwicklung der Nachfrage

in konstanten Preisen



Quelle: Weltbank, WDI 2010.

und die Nachfragerlücke schlossen. Die für eine derartige Exportexplosion notwendige preisliche Wettbewerbsfähigkeit kam durch die feste Anbindung des Renminbi an den US-Dollar bis 2005 zustande, danach gebremst durch die nominale Aufwertung des Renminbi bis Ende 2010 um rund 20 Prozent gegenüber dem Dollar (vgl. Abbildung A5 im Anhang).

Von einer Schwäche der Inlandsnachfrage in China, die zu schwachem Importwachstum wie in Deutschland oder Japan geführt hätte, lässt sich kaum sprechen, denn die Inlandsnachfrage boomte, allerdings nicht ganz so stark wie die Produktion. Wollte man Chinas Leistungsbilanzüberschuss allein durch mehr Importe infolge einer stärkeren Förderung der inländischen Nachfrage, etwa des privaten Konsums, abbauen, dann hieße dies, dass Chinas Wachstum noch stärker als bisher ausfallen müsste – eine kaum vorstellbare Entwicklung. Vielmehr ist es plausibler anzunehmen, dass Chinas Exporte infolge einer systematischen Unterbewertung der Währung zu rasch gewachsen sind und die Märkte der Welt mit billigen Waren überflutet haben. Tatsächlich wurde der Renminbi zwischen 1997 und 2005

um gut 10 Prozent real effektiv abgewertet (siehe Abbildung 12). Mithilfe von Kapitalverkehrskontrollen bei Zu- und Abflüssen sowie sterilisierten Devisenmarktinterventionen konnte eine Unterbewertung ohne relevante Inflationsgefahr aufrechterhalten werden (vgl. David 2008). Unterbewertung bezieht sich dabei auf einen hypothetischen realen effektiven Referenz-Wechselkurs, der ein annäherndes Leistungsbilanzgleichgewicht ermöglichen würde.

China (ohne Hongkong und Macao) hat einen Leistungsbilanzüberschuss nicht nur gegenüber den USA aufgebaut, sondern ebenfalls gegenüber Hongkong und der Euro-Zone (vgl. Abbildung 19). Der Export nach Hongkong ist teilweise nur Transit-Handel oder dient der Lohnveredelung mit sehr geringer Wertschöpfung in Hongkong, so dass der wahre chinesische Exportüberschuss möglicherweise größer ist, insbesondere gegenüber den USA und Europa. Die Angaben der USA oder europäischer Länder über Importe aus China differieren von denen von „Mainland-China“ erheblich¹⁶. Gegenüber Japan und mehreren Anrainer-Staaten, einigen OECD-Ländern, OPEC-Ländern und Rohstoffe expor-

16 Viele Länder unterscheiden hinsichtlich der Herkunft ihrer Importe nicht eindeutig zwischen Hongkong und dem chinesischen Festland.

tierenden Entwicklungsländern hat China indes moderate Defizite. Allerdings sind alle empirischen Angaben unzulänglich, häufig widersprüchlich und mit Vorsicht zu verwenden.

Chinas Exporte kommen zu mehr als 50 Prozent von multinationalen Gesellschaften. Während diese Firmen über Jahre hinweg mehr importiert als exportiert hatten, wurde mittlerweile die Fertigungstiefe erhöht (vgl. Goldstein/Lardy 2006, 2009). Längst ist ein großer Teil chinesischer Exporte nicht mehr „Processing Trade“ mit geringer chinesischer Wertschöpfung. Chinas Importe wurden seit dem Beitritt zur Welthandelsorganisation (WTO) zwar liberalisiert, aber es gibt nach wie vor erhebliche tarifäre und vor allem nicht-tarifäre Handelshemmnisse. Hinzu kommt, dass das US-Exportangebot qualitativ und strukturell der chinesischen Nachfrage nicht gut angepasst ist, abgesehen von Exportrestriktionen seitens der USA bei rüstungsrelevanten Produkten.

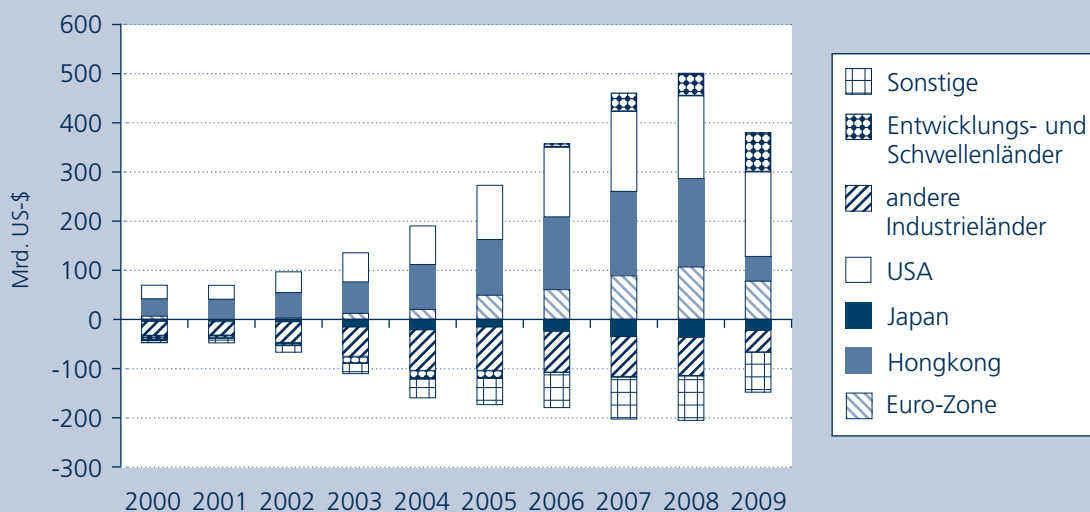
Den chinesischen Exportüberschüssen standen zunehmende Kapitalexporte in Form von Währungsreserven gegenüber, die vorwiegend in den USA in Staatsanleihen angelegt wurden. Private bzw. unternehmerische Kapitalexporte Chinas blieben vergleichsweise unbedeutend. Der Handelsbilanzüberschuss materialisierte sich in

US-Dollar, die meist in Renminbi zum vorherrschenden festen bzw. kontrollierten Wechselkurs umgetauscht wurden und somit zur Geldschöpfung in China beitrugen. Die chinesischen Behörden schichteten ihre Währungsreserven nur vorsichtig in Euro oder andere Währungen um, um den Wert ihrer Dollarreserven nicht abzusenken. So trug China zur relativen Stabilität des US-Dollars bei.

Vielfach wird das zu hohe „Sparen“ Chinas für den Handelsbilanzüberschuss verantwortlich gemacht. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht bezieht sich dieser Begriff sowohl auf das Sparen der privaten Haushalte, etwa 25 Prozent der verfügbaren Einkommen, wie auch auf die hohen Unternehmensgewinne (vgl. u. a. Lin et al. 2010, siehe auch Mayer 2010). Jedoch würde diese Sparsumme im Finanzsystem versickern und damit das Volkseinkommen senken und folglich auch die Sparsumme mindern, sofern sie nicht zur Investitions- oder Exportfinanzierung verwendet wird. Die hohe Sparquote der Haushalte drückt natürlich auch die soziale Unsicherheit aus, ist also Reflex unzulänglicher sozialer Sicherungssysteme. Jedoch erklärt dieses Sparverhalten nicht die *volkswirtschaftliche* Sparsumme, die letztlich aus der Produktionsentwicklung und der immer

Abbildung 19:

Handelsbilanz Chinas (ohne Dienstleistungen) gegenüber Partnerländern in Mrd. US-\$



Quelle: IWF, DOTS 2010.

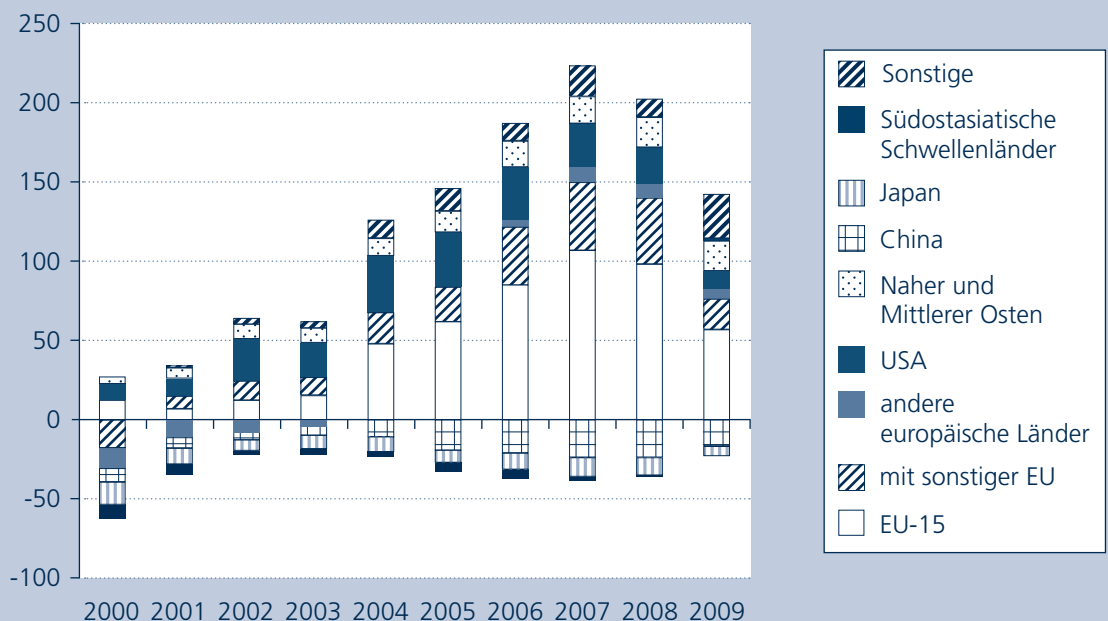
ungleicher werdenden Einkommensbildung resultiert. Der Kern der hohen chinesischen Leistungsbilanzüberschüsse ist daher das hohe Wirtschaftswachstum, das gemessen am Wachstum der inländischen Kaufkraft eine Überproduktion darstellt, die im Ausland abgesetzt wird. Bei stärkerem Reallohnwachstum, mehr Umverteilung über soziale Sicherungssysteme und höheren Staatsausgaben gepaart mit einer Aufwertung des Renminbi würde die Inlandsnachfrage stärker steigen, aber gleichzeitig die Wettbewerbsfähigkeit sinken und der Außenhandelsüberschuss abschmelzen. Ob dies per saldo zu niedrigerem Wirtschaftswachstum führt, bleibt dahingestellt. Deutschland hat seit 2001 einen beträchtlichen Leistungsbilanzüberschuss aufgebaut, den größten seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs mit in der Spitze 7,6 Prozent des BIP in 2007, der den Rekord von 1989 mit damals 4,3 Prozent bei weitem übertraf (siehe Abbildung 20). Der Überschuss konzentriert sich zu fast 90 Prozent auf Europa und zu nahezu 50 Prozent auf die Euro-Zone (2008; vgl. auch Abbildung A10 im Anhang). 14 Prozent des Leistungsbilanzüberschusses

entstehen gegenüber Nordamerika (siehe auch Abbildung A7 im Anhang). Defizite bestehen fast ausschließlich gegenüber China, Japan und einigen anderen asiatischen Ländern. Der Anstieg der Überschüsse seit 2000 entstand vorwiegend gegenüber den europäischen Nachbarn und zu einem geringen Anteil auch gegenüber den USA.

Deutschland gehörte mit Portugal und Italien im Zeitraum 2000-2009 zu den Schlusslichtern beim Wirtschaftswachstum in Europa (zusammen mit Japan auch in der Gruppe der OECD-Länder). Dies erklärt teilweise die im Vergleich zu den Exporten schwache Importdynamik. Wie bereits dargestellt stagnierte die Inlandsnachfrage in diesem Zeitraum, mehr noch als in Japan. Eine zentrale Ursache hierfür ist die Abkoppelung der Reallohnentwicklung von der Produktivitätssteigerung seit Ende der 1990er Jahre, eine Sonderentwicklung in der Europäischen Union, die sich im geringsten Lohnstückkostenanstieg in der EU niederschlug (siehe Abbildung 21, vgl. auch Priewe/Rietzler 2010). Eine Steigerung der Lohnstückkosten, die etwa der Zielinflationsrate der Zentralbank von 2 Prozent p.a. entspricht, wäre

Abbildung 20:

Leistungsbilanzsaldo Deutschlands mit Partnerländern



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen.

verteilungs- und inflationsneutral gewesen. Die deutsche Wirtschaft blieb jedoch weit darunter, Griechenland und andere Defizitländer hatten deutlich darüber liegende Lohnstückkostenzuwächse. Erst infolge der Weltrezession 2009, als die Kapazitätsauslastung massiv sank, stieg die Lohnkostenbelastung der Unternehmen vorübergehend wieder an.

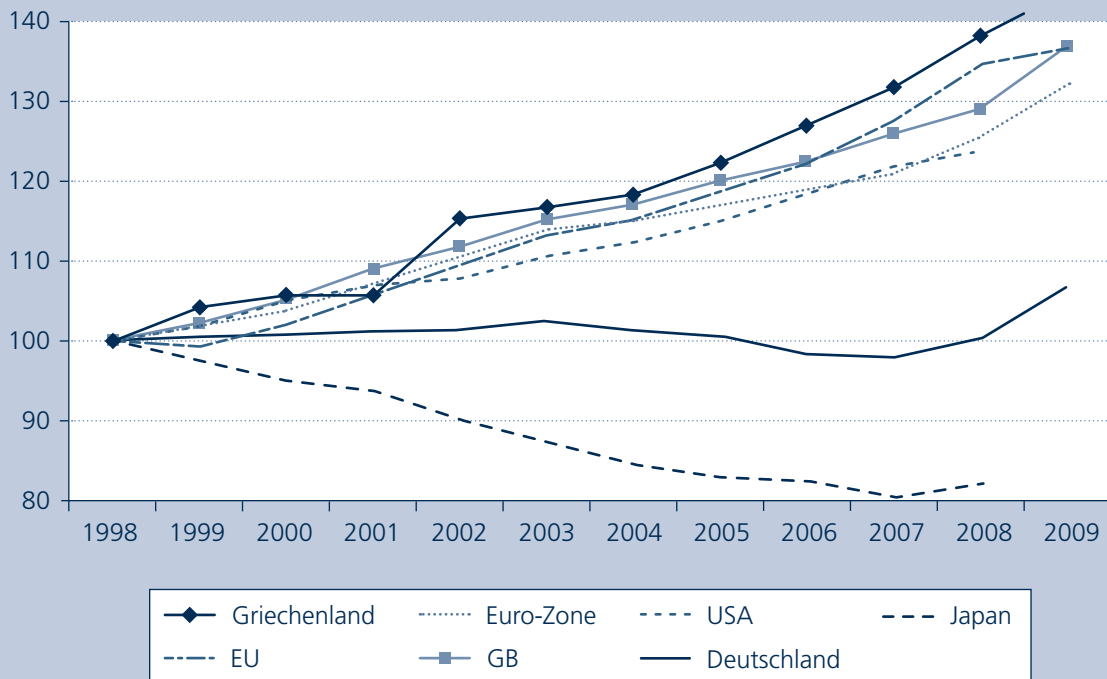
Die schwache Lohnentwicklung trug sowohl zur Wettbewerbsstärke Deutschlands als auch zur Schwäche der Inlandsnachfrage bei, d.h. sowohl zur Exportstärke als auch zur Importschwäche (vgl. Joebges u.a. 2010, Dullien 2010). Verstärkt wurde der deutsche Leistungsbilanzüberschuss durch die hohen Einnahmen aus Nettovermögens Einkommen aus dem Ausland, die bis zu 2 Prozent des BIP ausmachten, ähnlich wie in Japan (siehe Abbildungen A6 und A9 im Anhang). Mitunter werden die seit 1999 nahezu stagnierenden deutschen Lohnstückkosten damit legitimiert, dass Deutschland mit einer Überbewertung

des DM-Euro-Umtauschkurses in die Europäische Währungsunion eingetreten sei und überdies die starken Lohnstückkostensteigerungen zu Beginn der 1990er Jahre, welche die preisliche Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigt hätten („Standortschwäche“), wieder umgekehrt werden mussten. Diese Argumentation hat nur eine geringe Erklärungskraft (vgl. Abbildung 22). Als Deutschland 1999 Mitglied der Euro-Zone wurde, gab es zwar ein Leistungsbilanzdefizit, aber es lag bei nur etwa 1 Prozent des BIP und schon 2001 bei Null, um sodann kräftig anzusteigen. Die Lohnsteigerungen der 1990er Jahre kamen vorwiegend in Ostdeutschland zustande; in Westdeutschland herrschte bis zur Deutschen Wiedervereinigung im Jahr 1990 eine Unterbewertung der DM mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen vor. Nimmt man normativ an, dass die Lohnstückkosten im gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt im Trend um 2 Prozent steigen sollten, also entsprechend der heutigen Zielinflationsrate der Europäischen

Abbildung 21:

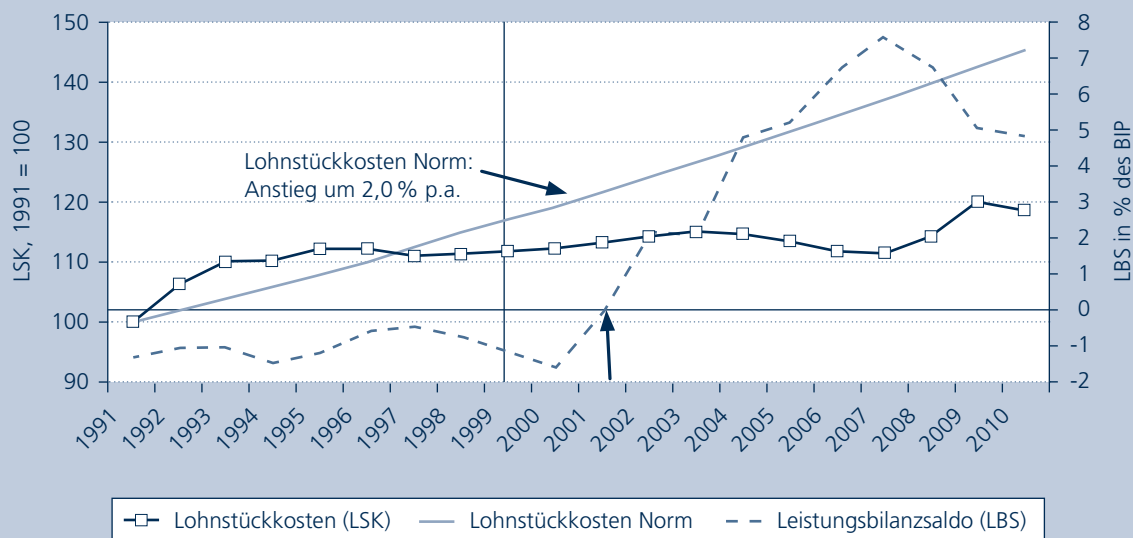
Lohnstückkosten in jeweiliger Währung

Index 1998 = 100



Quelle: OECD 2010.

Abbildung 22:

Leistungsbilanzsaldo und Lohnstückkosten in Deutschland

Quelle: AMECO 2011, eigene Berechnungen.

Zentralbank (EZB), dann wurde diese Norm bereits 1997 unterschritten, 2008 wurde sie sogar um etwa 19 Prozent unterschritten. Man kann dies grob als reale Unterbewertung von etwa 23 Prozent innerhalb der Euro-Zone werten (Norm gegenüber dem tatsächlichen Stand 2008). Da Deutschland etwa die Hälfte seines Leistungsbilanzüberschusses mit Ländern außerhalb der Euro-Zone hat, muss man auch von einer kräftigen realen Unterbewertung Deutschlands gegenüber dem Rest der Welt ausgehen. Anders gesagt, der Wechselkurs des Euro, der ja nur zu einem kleinen Teil von Deutschland abhängt, ist für Deutschland zu niedrig, für die Peripherieländer der Euro-Zone zu hoch.

Gut ein Drittel der deutschen Nettokapitalexporte sind Direktinvestitionen, vorwiegend in den europäischen Nachbarländern platziert. Diese haben nur in wenigen Fällen zur Steigerung der Investitionsquote des Ziellandes beigetragen, so etwa in Spanien, dort jedoch vorwiegend im aufgeblähten Wohnungsbau (vgl. Tabelle A3 im Anhang). Möglicherweise haben sie zeitweilig das Wachstum in den Zielländern forciert, jedoch ist deren Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland meist gesunken, d. h. die Nettoauslands-

verbindlichkeiten stiegen schneller als das BIP. Überdies fluktuieren die Direktinvestitionen prozyklisch.

Aus deutscher Sicht erschienen die Kapitalexporte als Kehrseite der Exportüberschüsse ohne großes einzelwirtschaftliches Risiko, da sie geografisch diversifiziert waren. Aus der Sicht der Defizitländer ging die Außenverschuldung jahrelang gut, führte zu kräftigem Wirtschaftswachstum, bis im Zuge der Finanzkrise das Verschuldungssystem kippte. Die Risiken der Außenverschuldung schlugen nun auf die Gläubiger zurück. Jedoch wurden diese Risiken seitens der Finanzinvestoren erst wahrgenommen, als die Probleme unübersehbar waren.

4.3 Fazit

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass sowohl die Defizit- als auch die Überschussländer am Aufbau der starken Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen beteiligt waren. In dem Ungleichgewicht zwischen China, den OPEC-Staaten und den USA war es vor allem ein Defizitland, das einer Gruppe von Überschussländern gegen-

überstand, in Europa waren es vor allem Deutschland sowie eine Reihe kleinerer Überschussländer, die einem guten Dutzend europäischer Defizitländer gegenüberstanden. In allen Fällen waren „pull“- und „push“-Faktoren beteiligt, die sich kausal nicht trennen lassen. In den USA trat aufgrund der Sonderstellung des US-Dollars im Weltwährungssystem zwar keine Überschuldung der US-Volkswirtschaft ein, aber eine Überschuldung einzelner Sektoren (private Haushalte, Banken, Staat). In Europa kam es hingegen zur faktischen Zahlungsunfähigkeit ganzer Länder, zu Liquiditäts- und erwarteten Insolvenzkrisen. Sowohl in den USA als auch in den meisten europäischen Ländern blieb bislang, d.h. bis Ende 2010, eine Währungskrise aus, in den USA wegen des Vertrauens in den US-Dollar als dominante Reservewährung, in Europa wegen der Gemeinschaftswährung in der Euro-Zone und der Koppelung der meisten anderen Währungen an den Euro.

Während es in Europa und insbesondere in der Euro-Zone weitgehend unstrittig ist, dass die Leistungsbilanzungleichgewichte eine zentrale Ursache der Finanzkrise des Eurosystems darstel-

len, ist der Zusammenhang zwischen dem Defizit in der US-Leistungsbilanz und der Finanzkrise umstritten. Viele Autoren sehen einen direkten Zusammenhang, einige sehen keinen oder allenfalls einen schwachen. Wenig strittig ist aber, dass die Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den USA und den Überschusspartnern nicht nachhaltig sind und erhebliche Probleme darstellen (vgl. die Erklärungen der G-20). Zwar hat der Aufbau der starken Ungleichgewichte nach der Asien- und Russlandkrise bis 2008 zum starken Wachstum der Weltwirtschaft massiv beigetragen, getrieben von den USA und anderen Defizitländern einerseits und zahlreichen Überschussländern wie China und weiteren Schwellenländern andererseits, freilich ohne Japan und Deutschland. Aber diese Konjunktur blieb eine Konsum- und Blasenkonjunktur, die früher oder später in einer Überschuldung und Weltrezession enden musste. Mithin waren die Ungleichgewichte keine „guten“ Ungleichgewichte, sondern exzessiv, so unser Fazit. Allerdings gibt es eine Reihe unterschiedlicher Interpretationen, die wir nun vergleichen werden.

5. „Gute“ oder „schlechte“ globale Ungleichgewichte? – Interpretationen

Zu den globalen Ungleichgewichten, insbesondere dem Leistungsbilanzdefizit der USA und den entsprechenden Überschüssen in China, Japan, Deutschland und anderen Ländern, gibt es eine breite internationale Diskussion, die wir im Folgenden anhand von ausgewählten Autoren vorstellen und kommentieren. Die Interpretationen lassen sich *mutatis mutandis* auch auf die europäischen Ungleichgewichte anwenden.

Ben Bernanke: „Global Saving Glut“

In seiner berühmt gewordenen Rede (2005) entwickelte der US-Notenbankgouverneur Ben Bernanke die These, dass in China und anderen Überschussländern eine anhaltende globale „Sparschwemme“ („Global Saving Glut“, GSG im Folgenden) herrsche, die zu Kapitalexport vornehmlich in die USA führe. Die Ursache hierfür läge also in den Überschussländern, während die USA das Leistungsbilanzdefizit nicht beseitigen können und eine eher passive Rolle hätten. Damit wurden globale Ungleichgewichte als eine schwer beeinflussbare, unabwendbare Tatsache gerechtfertigt. Der Trend zum Übersparen bestünde seit etwa Mitte der 1990er Jahre in verschiedenen Ländern: exzessives Sparen privater Haushalte in einigen Schwellenländern; hohe Ersparnisbildung der alternden Bevölkerung in einigen entwickelten Ländern, in denen es nur noch geringe Investitionsmöglichkeiten gäbe; starke Akkumulation von Währungsreserven in Schwellenländern, um gegen Finanzkrisen gewappnet zu sein; Sparüberschüsse in ölproduzierenden Ländern infolge von Ölpreissteigerungen und zunehmender Knappheit fossiler Energie. Greenspan (2010) ergänzte, dass nach dem Ende des Kalten Krieges viele Länder mit billigen Produkten auf den Weltmarkt drängten, die Inflationsraten senkten („Great Moderation“) und so die

Realzinsen weltweit gesunken seien, was nahezu in allen Ländern zu Hauspreisblasen geführt hätte, namentlich in den USA. Bernanke ebenso wie Greenspan glaubten damals an eine langsame, aber kontrollierte Bereinigung der Ungleichgewichte, wenn die Wirtschaftspolitik sich richtig verhält. So scheint es, dass aus dieser Perspektive die globalen Ungleichgewichte nicht allzu problematisch sind.

In einem weiteren, jedoch weniger beachteten Aufsatz hat Bernanke (Bernanke 2011) nicht nur ausführlich die Ursachen der Finanzkrise rückblickend resümiert, sondern auch die GSG-Hypothese in wichtigen Punkten verändert. Zunächst betont er, dass internationale Kapitalzuflüsse in die USA bei der Entstehung der Finanzkrise eine signifikante Rolle spielten, auch wenn die primären Ursachen der Krise in den USA selbst lagen. Die Zuflüsse hätten in den Jahren 2003-2007, als sie stark answollen, zu niedrigeren Kapitalmarktinzinsen geführt, die zur Überhitzung der Immobilienmärkte und anderer Finanzmärkte wesentlich beigetragen hätten und auch durch die Zinssteigerungen der Fed nicht beeinflusst werden konnten. Der massive Anstieg der Wertpapierkäufe in den USA in den Boomjahren 2003-2007 kam jedoch nicht durch die sog. GSG-Länder zustande, die er jetzt auf China und andere asiatische Schwellenländer sowie OPEC-Länder begrenzt, sondern vor allem durch europäische Staaten. Von 2003 bis 2007 stieg der Bestand an Wertpapieren in den USA um über 10 Billionen US-Dollar (+35 Prozent), wobei 51 Prozent der zusätzlichen Nachfrage aus Europa kam und nur 12 Prozent aus den GSG-Ländern, der Rest kam aus den USA selbst (Bernanke 2011: 22). Während die GSG-Länder ganz überwiegend sichere Anlagen kauften, investierten die Europäer vorwiegend in (de facto) riskante Wertpapiere, auch weil sie sehr positiv von den Rating-

Agenturen bewertet wurden. Bernanke betont, dass „Europa“ Kapital in die USA exportierte, obwohl die Leistungsbilanz Europas relativ ausgeglichen war. Demnach sind die *Bruttokapitalströme* relevant, nicht zwangsläufig der Saldo der Leistungs- oder Kapitalbilanz. Allerdings wird Europa nicht genauer definiert oder nach beteiligten Ländern aufgeschlüsselt, da es kaum Daten über bilaterale Kapitalströme gibt.¹⁷

Kritisch anzumerken ist, dass Bernanke beim Begriff der „Sparschwemme“ verkennt, dass Übersparen aufgrund der erwähnten Trends normalerweise zu geringerem Wachstum und zu verlangsamter Einkommensbildung führt, wodurch auch das Sparen auf das niedrigere Niveau der Investitionen sinkt. „Sparen“ ist in Wirklichkeit keine autonome Größe, sondern Resultat der Einkommensentwicklung und der Einkommensverteilung. Ein Sparüberschuss in einigen Ländern steht zwangsläufig ein Spardefizit in anderen Ländern gegenüber; das eine ist die Ursache des anderen und würde ohne das Gegenstück nicht existieren. Ein globaler Sparüberschuss ist ohnehin ein Widerspruch in sich – global sind Sparen und Investieren per definitionem wie in einer geschlossenen Volkswirtschaft identisch¹⁸. Bernanke meint sicher auch eine „Sparschwemme“ lediglich in bestimmten Überschussländern.¹⁹ Dabei unterstellt er, wie viele andere auch, dass das Sparen einer Periode eine autonome Verhaltensgröße ist (wie etwas die Sparquote privater Haushalte). Hier geht es jedoch um das gesamtwirtschaftliche Sparen von Haushalten, Unternehmen und Staat. Gesamtwirtschaftliches Übersparen („Saving Glut“) ist nichts anderes als das monetäre Spiegelbild der Überproduktion von Gütern in einem Land, die (netto, nach Abzug der Importe) exportiert werden. Dies erfordert entsprechende Wechselkurse, um die preisliche Wettbewerbsfähigkeit eines Lan-

des für den Exportüberschuss zu sichern. China gewährleistet dies beispielsweise durch entsprechende Unterbewertung seiner Währung mit Hilfe von Kapitalverkehrskontrollen. Bernanke vernachlässigt in Bezug auf das wichtigste Überschussland, China, dass Kapitalexporte von Privathaushalten und Unternehmen im Ausland in der Vergangenheit praktisch keine Rolle spielten, da sie bis vor kurzem nahezu vollständig verboten waren. Der chinesische Kapitalexport kommt ganz überwiegend durch die im Ausland angelegten Währungsreserven zustande. Ferner erklärt Bernanke nicht, warum die Übersparnis anders als früher in so starkem Maße in die USA fließen konnte und Wechselkursreaktionen in den Überschuss- und Defizitländern weitgehend ausblieben. Auch empirisch ist Bernankes Trendbeschreibung fragwürdig, weil nicht alle Schwellen- und Industrieländer sich gleichermaßen in der beschriebenen Weise entwickelten. Der exzessive private Konsum in den USA und die durch Finanzmarktderegulierung gesetzten Anreize, Kapital im US-Finanzsektor anzulegen, werden in der ursprünglichen GSG-Version ausgeklammert (vgl. auch Priewe 2010: 50), allerdings in der Revision des GSG-Ansatzes von 2011 angesprochen. Verschiedentlich argumentiert Bernanke, dass bei korrekter Regulierung des Finanzsektors in den USA auch große Leistungsbilanzdefizite verkraftet werden können; verkannt wird dabei, dass ein Teil der Finanzzuflüsse dann nicht mehr erfolgen würde, und andererseits aber ein großes Leistungsbilanzdefizit zwangsläufig zur Überschuldung der privaten Haushalte oder des Staates gegenüber dem Ausland führen würde, wenn man eine starke Zunahme produktiver realwirtschaftlicher Investitionen als Folge von Kapitalimporten einmal ausklammert. Bernankes Position ist daher nicht kohärent.

17 Viele Beobachter sitzen dem folgenden Trugschluss auf: Zwar muss saldenmechanisch der Leistungsbilanzsaldo eines Landes dem Kapitalbilanzsaldo (einschließlich Veränderung der Währungsreserven) entsprechen, aber dies gilt nicht für den bilateralen Handels- und Kapitalverkehr. Beispielsweise kann die Euro-Zone eine ausgeglichene Leistungsbilanz mit den USA haben, aber gleichzeitig hohe Nettokapitalexporte in die USA.

18 Ohne Einbeziehung von staatlichen Budgetdefiziten.

19 Möglicherweise ist auch das global zu Beginn einer Periode („ex ante“) geplante Sparen gegenüber dem geplanten Investieren gemeint, wie es Greenspan (2010) formuliert. Diese zutreffende Feststellung heißt ja nichts weiter, als dass das globale Nachfragewachstum hinter dem globalen Angebotswachstum zurückbleibt, weil überschüssige Finanzierungsmittel im Finanzsektor versickern. In diesem Fall wird aber nicht erklärt, warum die „ex post“-Anpassung, also am Ende einer Periode, von Sparen und Investieren nicht in den jeweiligen Ländern selbst erfolgt, sondern Sparüberschüsse einzelner Länder in die Defizitländer fließen.

„Bretton Woods II“: Stabile Ungleichgewichte

Dooley et al. (2003) entwickelten die These, dass die Leistungsbilanzungleichgewichte relativ stabil sind, da sie ein informelles neues Währungssystem widerspiegeln würden, das sie „Bretton Woods II“ nannten. Viele Schwellenländer tendieren dazu, so die These, ihre Währung wie China an den US-Dollar zu koppeln oder durch „Managed Floating“ mehr oder minder fest an den US-Dollar zu binden; dadurch entfällt für die USA die Option einer massiven Abwertung zur Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit. Da die Finanzmärkte in den Schwellenländern unterentwickelt sind, fließt Kapital an die modernsten Finanzplätze der Welt, die besonders in den USA einen „Standortvorteil“ haben. Die Schwellenländer einschließlich der dort investierenden multinationalen Unternehmen genießen die Vorteile einer stabilen, unterbewerteten Währung, die USA bieten dafür ein großes Auffangbecken für Währungsreserven und andere Finanzanlagen, nutzen das Vertrauen eines großen Reservewährungslandes und können mit dauerhaft hohen Kapitalzuflüssen rechnen, ohne sich zu überschulden. Es sei eine „Win-Win-Situation“ für beide Seiten.

Die Beschreibung des Währungssystems ist zwar zutreffend, aber die Behauptung, es würde sich dabei um ein stabiles Währungssystem handeln, fragwürdig. Die Risiken dieses Systems, auf die weiter oben bereits eingegangen wurde, werden massiv unterschätzt. So hat auch Eichengreen (2007) die vermeintliche Analogie des derzeitigen Währungssystems zu dem immerhin mehr als ein Vierteljahrhundert stabilen Bretton-Woods-System treffend kritisiert.

*Luis Servén und Ha Nguyen (Weltbank)
und Richard Cooper:
„gleichgewichtige“ Ungleichgewichte*

Servén und Nguyen (2010) kritisieren jene Ansätze, die die Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite als nicht nachhaltige Ungleichgewichte betrachten, die früher oder später korrigiert werden müssen. Dagegen setzen sie auf einen Gleichgewichtsansatz, der auf stabilen strukturellen Dis-

krepanzen zwischen dem Angebot und der Nachfrage auf den Finanzmärkten in Schwellen- und entwickelten Ländern beruht. Unterentwickelte Finanzmärkte würden demnach zu Kapitalströmen in die USA und andere entwickelte Länder führen, die eine größere Tiefe und Breite von Finanzmärkten anzubieten haben. Insbesondere sei die Nachfrage nach sicheren und liquiden Finanzprodukten bei zu geringem Angebot („Global Asset Shortage“, vgl. Caballero et al. 2008) so stark gestiegen, dass durch Verbriefung neuer, scheinbar sichere Instrumente entstanden und angeboten wurden. Die starken Finanzströme in die USA resultieren seitens der Schwellenländer aus starken Wachstumsschüben, die vor allem zu hohen Gewinnen der Unternehmen führten, aus teilweise neo-merkantilistischer Unterbewertung der eigenen Währung sowie vor allem aus dem Vorsichtsmotiv (hohe Währungsreserven als Versicherung gegen Finanzkrisen); hinzu kommen die Kapitalanlagen der Ölexporteure. Im Gegensatz zu anderen Ländern würden die USA daher keine dramatische Abwertung benötigen, um ihre Nettoschuldnerposition gegenüber dem Ausland aufrecht zu erhalten; vielmehr scheint diese im Urteil der Autoren, im Einklang mit vielen Studien, relativ stabil zu sein.

Die Finanzkrise sei daher nicht oder nur marginal durch die globalen Ungleichgewichte verursacht: Die anschwellenden Kapitalzuflüsse um einige Prozentpunkte des US-BIP seien im Verhältnis zum Volumen der Kapitalmärkte (d.h. zum Bestand an Finanzvermögen) gering. Sinkende Kapitalmarktinzinsen aufgrund des globalen Sparvolumens und der „Great Moderation“ hätte es überall gegeben, nicht nur in den USA, dem Epizentrum der Finanzkrise. Die Krise selbst hätte ihre Ursachen vielmehr in erster Linie in der unzureichenden Regulierung des Finanzsystems. Servén und Nguyen rechnen daher mit einer Rückkehr der globalen Leistungsbilanzungleichgewichte, wenn keine gravierenden politischen Änderungen erfolgen. Offenbar halten sie diese auch nicht für dringend. Sollten die Defizitländer ihrerseits ihre Sparleistung erhöhen, wäre das Entwicklungsmodell exportorientierten Wachstums am Ende, so die Autoren, und müsste durch stärkere Binnenmarktorientierung ersetzt werden.

Die Argumentation der Autoren ähnelt derjenigen der „Bretton Woods II“-Hypothese. Wie bei dieser wird die Stabilität der Ungleichgewichte weit überschätzt, indem vor allem von der relativen Stabilität der Nettoschuldnerposition der USA bzw. der Nettovermögensinkommen aus dem Ausland ausgegangen wird. Sobald das US-Budgetdefizit sinkt und die Sparquote der privaten Haushalte sich normalisiert, werden sich die Möglichkeiten eines extrem exportgetriebenen Wachstumstyps in vielen Schwellenländern verschlechtern. Auch hier wird das „Sparen“ der Überschussländer fälschlicherweise als Konstante angesehen, obwohl es Folge mangelnder Inlandsnachfrage und starker Außenhandelsdefizite der Defizitländer ist. Deutlich wird jedoch in diesem Ansatz, dass die (bisherige) Nachhaltigkeit des US-Defizits einen Sonderfall darstellt, der nur für ein Reservewährungsland mit Verschuldung in eigener Währung in diesem Ausmaß möglich ist.

Deutlicher noch als Servén/Ha weist Cooper (2010) die These zurück, dass die Finanzkrise durch globale Leistungsbilanzgleichgewichte verursacht sei. Diese seien vielmehr Ausdruck finanzieller Globalisierung, die unter dem Strich wohlfahrtssteigernd für alle Beteiligten sei (vgl. auch Cooper 2008). In Zukunft erwartet er wesentlich größere Ungleichgewichte der Leistungsbilanzen, weil das „Home Bias“ der Sparer weltweit in den Hintergrund tritt, d. h. die Sparer würden zunehmend global ihr Geldvermögen anlegen. Würden die großen Defizitländer, insbesondere die USA, versuchen, ihr Defizit abzubauen, sei mit einer Weltrezession zu rechnen, zumal die Überschussländer nicht kompensierend ihre Binnen nachfrage steigern würden. Im Übrigen hält er Finanzkrisen wie in der Vergangenheit für unvermeidbar, zumal sie auch korrektive Funktion hätten. Wenn jedoch globale Ungleichgewichte ernsthaft als Problem angesehen werden sollten, rät er zu Kapitalverkehrskontrollen.

*Olivier Blanchard und Gian Maria Milesi-Ferretti:
„gute“ und „schlechte“ Ungleichgewichte*

Blanchard, Chefökonom des Internationalen Währungsfonds (IWF), und Milesi-Ferretti (2009) halten globale Ungleichgewichte für eines der

komplexesten Probleme für Analysten und Politiker. Die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen selbst seien nicht das Problem, sondern lediglich Symptom von tiefer liegenden „guten“ oder „schlechten“ Ursachen, die mitunter auch gemischt auftreten. Zu den „guten“ Ungleichgewichten zählen die Ökonomen jene Ungleichgewichte, die durch Kapitalexporte von Volkswirtschaften mit alternder Bevölkerungsstruktur in solche mit junger Altersstruktur zustande kommen; ferner Kapitalströme in Länder mit vermuteten besseren Investitionschancen sowie solche in Länder mit attraktiveren Finanzmärkten, die liquider und tiefer sind. Kapitalströme, die von diesen Motiven geleitet sind, betrachten sie als Ausdruck einer optimalen Allokation von Kapital in einer globalen Ökonomie, auch dann, wenn dabei große Leistungsbilanzungleichgewichte entstehen. „Schlechte“ Ungleichgewichte entstehen dagegen insbesondere aus den folgenden Motiven: wenn hohe private Ersparnisse, die Anlagemöglichkeiten im Ausland suchen, durch unzulängliche soziale Sicherungssysteme zustande kommen oder durch schlechte Unternehmensführung, die darauf abzielt, Gewinne einzubehalten, um sie später zu investieren; wenn Kapital durch Vermögenspreisblasen angezogen wird; wenn die staatlichen Budgetdefizite zu hoch sind; wenn die Investitionen in einem Land im Verhältnis zum Sparen niedrig gehalten werden, weil das Finanzsystem schwach ausgebildet ist oder die Eigentumsrechte nicht hinreichend geschützt werden. Insgesamt folgen die Autoren faktisch einer Synthese von GSG-Ansatz, „Bretton Woods II“-Hypothese sowie Ansätzen, die entweder die Schuld bei der US-Fiskal- und Geldpolitik oder bei der chinesischen Wechselkurspolitik sehen.

Bei der Beurteilung der jüngsten globalen Ungleichgewichte fällt das Urteil der Autoren differenziert aus. Im Zeitraum 1996-2000 wären die Ungleichgewichte überwiegend aus „guten“ Motiven (vermeintlich bessere Rendite- und Investitionschancen in den USA) heraus entstanden, im Zeitraum 2001-2004 dagegen zunehmend aus „schlechten“ Motiven – insbesondere infolge sinkenden Sparens in den USA und steigender Fiskaldefizite –, während die Ungleichgewichte im Zeitraum 2005-2008 immer mehr

durch Finanzexzesse in den USA verursacht worden seien. In dieser Phase entstanden die Überschüsse überwiegend bei den Öl exportierenden Ländern, den europäischen Überschussländern und in China (mit jeweils 1,0 Prozent, 0,7 Prozent und 0,6 Prozent des Welt-BIP).

Die empirische Abgrenzung von „guten“ und „schlechten“ Motiven für Kapitalexporte oder -importe dürfte jedoch bei genauerer Betrachtung kaum möglich sein; häufig liegt eine Mischung unterschiedlicher Motive vor, die zudem nicht immer klar erkennbar sind. Blanchard und Milesi-Ferretti definieren „gute“ Motive für Ungleichgewichte so weit, dass spekulative Kapitalströme, die Blasen aufbauen und Wechselkurse verzerren, eingeschlossen sind, obwohl sie selbst diese auch als „schlechte“ Motive ansehen. Indessen sollten nicht die Motive, sondern ökonomische Resultate entscheiden, ob Ungleichgewichte als „gut“ oder „schlecht“ klassifiziert werden. Freilich macht dies eine ex ante Beurteilung nicht leicht.

Die Autoren scheinen eine ungebrochen positive Vorstellung von finanzieller Globalisierung zu haben, die selbst große Leistungsbilanzungleichgewichte möglich macht. Gute „Imbalances“ werden dabei als Ausdruck von „Equilibrium“ angesehen, schlechte als echte Ungleichgewichte. Dabei gibt es historisch gesehen nur wenig positive Beispiele hierfür. Die konkrete Beurteilung der verschiedenen Phasen der Herausbildung des hohen US-Defizits erscheint hingegen nachvollziehbar, obwohl „pull“- und „push“-Faktoren schwer auseinander zu halten sind. Auch in der Phase 1996-2000 spielten spekulative Zuflüsse in die USA eine wichtige Rolle, jedoch hielten sich die Probleme nach dem Platzen der dotcom-Blase in Grenzen. Eine tragfähige globale Politikkonzeption, die sowohl geeignete Diagnosen gewährleistet als auch verschiedene Länder und deren Akteure einbezieht, ist bei Blanchard und Milesi-Ferretti letztlich nicht einmal im Ansatz erkennbar.

In einem ergänzenden Beitrag (Blanchard/Milesi-Ferretti 2011) suchen die Autoren nach Fäl-

len, in denen multilaterale Regeln zum Abbau von Leistungsbilanzungleichgewichten sinnvoll und notwendig sind. In vielen Fällen drücken Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz nationale Verzerrungen zwischen Sparen und Investieren aus, so dass es im nationalen ebenso wie im internationalen Interesse läge, diese abzubauen. Dann seien eigentlich keine internationalen Regeln nötig, es sei denn, polit-ökonomische Gründe verhindern rationales Handeln einzelner Länder. In diesen Fällen seien allerdings internationale Diskussionen sinnvoll, etwa auf G-20-Tagungen. Ferner zeigen die Autoren anhand eines einfachen (neu-keynesianischen) Modells einen Fall, den sie für den Normalfall halten, dass eine plötzliche Zunahme des „Sparens“ in einem Land zu Kapitalexport und Leistungsbilanzüberschuss infolge sinkender Zinsen und dadurch ausgelöster Abwertung führt, worauf der Rest der Welt ebenfalls mit sinkenden Zinsen reagiert. Bei einer Geldpolitik in allen Ländern, die sich an der Vermeidung von Outputlücken (Unter- bzw. Überauslastung) orientiert, entstünden durch die Leistungsbilanzungleichgewichte in keinem Land Probleme. Das Modell ist jedoch an eine Vielzahl unrealistischer Voraussetzungen gebunden. Nur bei einer Liquiditätsfalle in einem wichtigen Land mit Leistungsbilanzüberschuss, so die Autoren, würde es nicht zu einem globalen Gütermarktgleichgewicht kommen, so dass nur dann internationale Regeln notwendig seien. Vor diesem Hintergrund ist es nicht verwunderlich, dass der IWF bis heute keine Vorschläge zur Beseitigung oder Vermeidung von schwerwiegenden Ungleichgewichten in den Leistungsbilanzen einzelner Länder vorgelegt hat.

*Maurice Obstfeld und Kenneth Rogoff:
Gefährliche Ungleichgewichte*

Für Obstfeld und Rogoff (2009) waren die globalen Ungleichgewichte zwar nicht die Hauptursache der Finanzkrise, aber an ihrem Entstehen beteiligt.²⁰ Sowohl Bernankes These als auch die These eines stabilen „Bretton Woods II“ kritisie-

20 „The US conceit that its financial and regulatory system could withstand massive capital inflows on a sustainable basis without any problems arguably laid the foundations for the global financial crisis of the late 2000s. The thinking that ‚this time is different‘ – because this time the US had a superior system – once again proved false ... Capital inflows pushed up borrowing and asset prices while reducing spreads on all sorts of risky assets ...“ (Reinhart/Rogoff 2009).

ren sie. Schon in früheren Veröffentlichungen hatten sie auf die Probleme großer Leistungsbilanzungleichgewichte hingewiesen, jedoch eine massive Abwertung des US-Dollars (in der Größenordnung von 30 Prozent) infolge eines plötzlichen Rückzugs ausländischer Anleger erwartet. Stattdessen kam es zur Finanzkrise. Die Leistungsbilanzungleichgewichte seien bis etwa 2003 moderat und unauffällig gewesen, danach hätten sie sich rasant und gefährlich vergrößert. Die Ursachen waren ihrer Ansicht nach die chinesische Wechselkurspolitik, die zu stark steigenden Leistungsbilanzüberschüssen geführt hätte, die Öl- und Rohstoffpreissteigerungen sowie die unkontrollierte Entwicklung strukturierter Finanzprodukte, die Risikokapital aus aller Welt, insbesondere auch aus Europa, angezogen hätte. Durch die Kapitalzuflüsse in Verbindung mit einer Niedrigzinspolitik der US-Zentralbank Fed im Zeitraum 2001-2003, die den Leitzins bis auf 1,0 Prozent verringerte, seien auch die langfristigen Zinsen gesunken, was die Hebelwirkung der Fremdfinanzierung des Finanzsektors noch vergrößert hätte. Das Vertrauen in den US-Dollar und das US-Finanzsystem hätten zu einer Schwächung der Budgetrestriktionen in der US-Zahlungsbilanz und im US-Staatshaushalt geführt. Die Übersteigerungen im Leistungsbilanzdefizit der USA im Zeitraum 2004-2007 bzw. in den Überschussländern seien das eigentliche Problem gewesen. Die Autoren sehen einen engen Zusammenhang zwischen Leistungsbilanzungleichgewichten und Vermögenspreisblasen. Dass die Ungleichgewichte sowohl durch die Überschussländer, hier vor allem China, als auch durch das wichtigste Defizitland vermieden bzw. nach der Krise systematisch verringert werden muss, also durch symmetrische Anpassung der Überschuss- und Defizitländer, liegt für Obstfeld und Rogoff auf der Hand.

So einleuchtend die Erklärungen der Autoren sind, sie erwecken den Eindruck, als ob die gefährliche Übersteigerung durch eine Verkettung unglücklicher Umstände nach 2004 zustande kam. Fraglich erscheint auch, ob die niedrigen

Leitzinsen der Fed nach 9/11 im Jahre 2001 tatsächlich die Finanzmarktentwicklung so stark beeinflusst hat. Dagegen wird der unzulänglichen Finanzmarktkontrolle und der zu expansiven Fiskalpolitik in ihrer Argumentation zu wenig Aufmerksamkeit gewidmet.

Justin Yifu Lin u. a. (Weltbank): Ungleichgewichte entstehen in erster Linie in den USA

Lin, Chefökonom der Weltbank, und Ko-Autoren wenden sich gegen in den USA vorherrschende Auffassungen, die eine rasche und drastische Aufwertung des Yuan fordern (u.a. Krugman 2010 und Goldstein/Lardy 2006, 2009²¹). Ihre Analyse deckt sich in weiten Teilen mit den in China unter Ökonomen und in der Regierung vorherrschenden Sichtweisen. Lin u.a. weisen darauf hin, dass die US-Defizite bereits lange vor der Finanzkrise entstanden und damals wenig mit Chinas Leistungsbilanz zu tun hatten. Selbst auf dem Höhepunkt des US-Defizits 2006 machte der Anteil Chinas, wie auch oben erwähnt, kaum ein Drittel des gesamten US-Defizits aus. Der Anteil der Finanzströme aus China in die USA lag noch unter denen der Handelsströme – ein ansonsten unterbelichteter Sachverhalt, der klarmacht, dass sich bilaterale Handels- und Finanzströme nicht immer entsprechen. Die 20-prozentige Aufwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar nach 2005 hat auch nicht zu einer Verminderung des bilateralen Handelssaldos geführt, vielmehr stieg dieser noch weiter bis zur Finanzkrise. China ist also, so die Autoren, nicht stärker als zahlreiche andere Länder am US-Defizit beteiligt. Entscheidend seien allerdings die US-Geld- und Fiskalpolitik sowie die Finanzinnovationen, die zum exzessiven Konsum und zur Hauspreisblase in den USA beigetragen hätten.

Die starke Zunahme der chinesischen Leistungsbilanzüberschüsse ab etwa 2005 führen die Autoren auf die Sparüberschüsse und damit die chinesische Überproduktion zurück. Dazu verweisen sie auf die markante Veränderung in der Einkommensverteilung in China, die zu einem

21 Goldstein und Lardy (2009), die zu den wichtigsten wirtschaftswissenschaftlichen China-Experten in den USA gehören, gehen für 2005 von einer notwendigen etwa 40-prozentigen Aufwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar aus, für 2009 noch von rund 20 Prozent.

starken Anstieg der Ungleichverteilung geführt habe. Entscheidend sei der Anstieg der Unternehmensgewinne, nicht das Sparen der Privathaushalte. Der Finanzsektor, im Wesentlichen vier staatliche Großbanken, würde zwar die Ersparnisse der Masse der unteren Einkommensgruppen einsammeln, diese jedoch von der Kreditvergabe weitgehend ausschließen; hingegen würden die Banken die Ersparnisse zu regulierten niedrigen Zinsen an den Unternehmenssektor ausleihen und so Kapitalbildung und Produktion „subventionieren“. Bei Unternehmen aus dem extraktiven Sektor (Bergbau etc.) entstünden hohe Differentialgewinne, und in einigen anderen Branchen wie in der Telekommunikation und im Finanzsektor existierten Monopolgewinne. Gleichzeitig würden die Löhne wegen der großen Unterbeschäftigung hinter der Produktivitätssteigerung zurückbleiben.

Andere Autoren wie Woo 2006 ergänzen, dass das unterentwickelte Finanzsystem auch auf eine andere Weise Überproduktion und „Übersparen“ fördere. Wegen der Gefahr der inflationären Überhitzung wurde die Kreditvergabe an die Staatsunternehmen gedrosselt, während die Privatunternehmen traditionell Investitionen durch Eigenmittel finanzieren, also hohe Gewinne erwirtschaften müssen. Die Überproduktion im Verhältnis zur inländischen Endnachfrage sei ein strukturelles, entwicklungsbedingtes Problem und könne nur längerfristig durch die Förderung der Binnennachfrage vermindert werden. Gang (2006) ergänzt, dass der Kern des US-Defizits in der Konstruktion des auf den US-Dollar zentrierten Weltwährungssystems liege, das es den USA erlaubt, mittels eigener Geldschöpfung ohne hinreichend harte Budgetrestriktionen oder andere Sanktionen (wie Inflationsrisiken) zu hohe Außenhandelsdefizite zu finanzieren. Schnelle Wechselkursänderungen könnten das Problem nicht lösen, allenfalls eine graduelle, langsame Aufwertung des Renminbi in Verbindung mit strukturellen Reformen.

So zutreffend die Relativierung der Rolle Chinas ist, Chinas Leistungsbilanzüberschuss ist in den Jahren 2005 bis 2008 regelrecht explodiert und offenbar außer Kontrolle geraten, abgesehen von den gleichzeitigen Überschüssen in der Kapi-

talbilanz aufgrund der hohen Zuflüsse von Auslandsinvestitionen. Die Autoren bleiben daher die Antwort schuldig, warum die Sparüberschüsse alias die Überproduktion exportiert werden konnten. Hier hat das System der Kapitalkontrollen, die den festen bzw. regulierten Wechselkurs absichern, eine zentrale Rolle gespielt – und damit die Unterbewertung des Renminbi. Zur Vermeidung der Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen sind daher auch Veränderungen in der Wechselkurs- und Wachstumspolitik Chinas unumgänglich. Kurzfristige Wirkungen einer Aufwertung des Renminbi auf die Handelsbilanz sind ohnehin nicht zu erwarten (sog. „J-Kurven-Effekt“). Auch andere prominente chinesische Ökonomen wie Yu Yongding (2007) fordern seit geraumer Zeit eine grundlegende Reform der chinesischen Wachstumspolitik, weil die Überschusspolitik nicht nachhaltig sei.

Sachverständigenrat:

Ungleichgewichte nicht tragfähig

Der deutsche Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR 2006: 108-161), der das US-Defizit 2006 ausführlich diskutierte und als kritisch einstufte, diagnostiziert als wichtigste Ursache eine zu expansive Geld- und Fiskalpolitik in den USA, die wie ein globales Konjunkturprogramm wirke, verstärkt durch die exportfördernde Wechselkurspolitik asiatischer Länder (vor allem Chinas und Japans) und die hohen Leistungsbilanzüberschüsse der Ölförderländer. Mit relativ niedrigen Zinsen und ab 2001 hohen Budgetdefiziten hätten die US-Notenbank und die US-Regierung zunächst den Boom 1995-2000 gefördert, dann die Rezession 2001-2002 abgepuffert. Einerseits hätte das US-Haushaltsdefizit somit zum US-Leistungsbilanzdefizit beigetragen („Zwillingsdefizit“), weil so mehr importiert wurde, andererseits hätte die US-Geldpolitik vor allem den Wohnungsbau und den privaten Konsum so massiv gefördert, dass ausländische Finanzierungsmittel gebraucht wurden, weil die nationalen Ersparnisse zu gering gewesen seien. Das US-Defizit in der Größenordnung von fünf oder sechs Prozent des BIP wurde vom SVR als nicht nachhaltig angesehen.

Bei ab dem Jahr 2004 stärker steigenden US-Zinsen seitens der Fed infolge der Bekämpfung der Inflationsgefahren und angesichts etwas zurückgehender Budgetdefizite werde sich das Problem aber wieder entspannen, so damals der Sachverständigenrat – sofern es nicht zu einer abrupten Anpassung mit einer Abwertung des US-Dollars kommt. Letzteres wurde für unwahrscheinlich gehalten. Der Immobilienpreisanstieg wurde ebenso kritisch gesehen wie der exzessive Konsum der Privathaushalte, aber Zeichen für eine Finanzkrise nicht erkannt. Gerade aber der vom Rat begrüßte Zinsanstieg war es, der das Platzen der Immobilienblase auslöste. Im Jahresgutachten 2007/2008 (SVR 2007: 92 ff.) werden die treibenden Kräfte für die Finanzkrise ausführlich diskutiert, globale Ungleichgewichte tauchen dabei jedoch nicht auf. Insgesamt, so scheint es, hat der SVR die hohen globalen Ungleichgewichte eher als temporäres konjunkturelles denn als strukturelles Problem eingestuft und damit die weltwirtschaftlichen Probleme unterschätzt.

*Europäische Zentralbank:
Globale Ungleichgewichte abbauen!*

Die Europäische Zentralbank (EZB 2010) betrachtet den seit Mitte der 1990er Jahre zu beobachtenden Aufbau von Leistungsbilanzungleichgewichten auf ein Rekordniveau bis kurz vor der Finanzkrise kritisch. Die USA hätten das höchste Leistungsbilanzdefizit seit Ende des Zweiten Weltkriegs verzeichnet. Die globalen Ungleichgewichte seien erste Anzeichen der Finanzkrise gewesen, und die Übersteigerungen nach 2005 nur die Fortsetzung des Trends. Leistungsbilanzungleichgewichte seien gefährlich, wenn sie auf „Verzerrungen“ beruhen und zu untragbaren Positionen der Defizit- wie auch der Überschussländer führen. Abrupte und ungeordnete Anpassungen könnten die Funktionsfähigkeit der Weltwirtschaft beeinträchtigen. Der Rückbau der Ungleichgewichte 2009/10 sei jedoch vorwiegend nur konjunktureller Natur. Da die zugrunde liegenden strukturellen Verzerrungen nicht beseitigt seien, insbesondere der exportgetriebene Wachstumstyp in vielen Schwellenländern und die Unzulänglichkeiten der dortigen Finanzsys-

teme, sei mit einer Rückkehr hoher Leistungsbilanzungleichgewichte zu rechnen. Dabei veräußert die EZB nicht darauf hinzuweisen, dass in der EU und der Euro-Zone eine nach außen ausgeglichene Leistungsbilanz herrscht. Gleichwohl unterstützt sie die Bemühungen der G-20 in Pittsburgh (2009), „rigorose strukturelle Anpassungen“ in Überschuss- und Schwellenländern vorzunehmen. Das Fazit der EZB ist eindeutig: „Zum gegenwärtigen Zeitpunkt stellen globale Ungleichgewichte nach wie vor ein wesentliches Risiko für die Stabilität der Gesamtwirtschaft und des Finanzsystems dar.“ (EZB 2010: 95)

*Richard Portes (Präsident des Centre
for Economic Policy Research):
Globale Ungleichgewichte waren die
Hauptursache der Finanzkrise*

Portes (2009, 2010) argumentiert, dass die Leistungsbilanzungleichgewichte die Hauptursache der Finanzkrise waren. Profitgier, Anreizprobleme, mangelhafte Regulierung von Finanzmärkten – all dies habe es schon häufig in der Finanzgeschichte gegeben, aber das Besondere der Finanzkrise 2008/2009 sei die Kombination von massenhaften Kapitalzuflüssen der Überschussländer in die USA und auch nach Großbritannien gewesen, deren Umwandlung in realwirtschaftliche Investitionen durch das Finanzsystem nicht gewährleistet werden konnte. Exzessive Liquidität floss in diese Finanzmärkte, wobei nicht nur die Netto-, sondern auch die Bruttoströme zu betrachten seien. Die schiere Größenordnung der Nachfrage nach liquiden Anlageprodukten hätte nicht nur zu sinkenden Zinsen, sondern auch zur Suche nach höheren Erträgen, zur Unterbewertung von Risiken angesichts der Leichtigkeit, mit der Finanzierungsinstitute sich kurzfristig refinanzieren konnten, geführt, ferner zu einem exzessiven Verschuldungsgrad und riskanter Fristeninkongruenz. In den Jahren vor der Krise seien die Vermögenspreisblasen erst langsam aufgebaut worden, bevor sie nach 2004 extrem anschwellen. Auch die europäischen Ungleichgewichte seien Teil des globalen Trends zu Ungleichgewichten in den Leistungsbilanzen. Portes weist damit die GSG-Hypothese ebenso wie die

„Bretton Woods II“- und die „Global Asset Shortage“-Thesen zurück. Es handele sich um risikante Ungleichgewichte, nicht um stabile Gleichgewichte. Er fordert daher entschlossene Maßnahmen, um das überbordende Wachstum der Währungsreserven einzudämmen, Begrenzungen der Fremdfinanzierung bei Finanzinstitutionen, die auch Auswirkungen auf Kapitalimporte hätten, sowie die Kontrolle und Regulierung von Währungs-Mismatch in den Bilanzen. Der Abbau von Ungleichgewichten sei jedoch in erster Linie keine Frage der Wechselkurse.

Portes weist zu Recht auf die komplizierte Interaktion zwischen dem Finanzsystem der USA und den Kapitalzuflüssen hin (ähnlich Priewe 2010). Trotz der Größe der US-Finanzmärkte, insbesondere auch der Anleihemärkte, haben die über Jahre hinweg kumulierten privaten und staatlichen Zuflüsse ein erhebliches Gewicht bekommen, das die Möglichkeiten der Finanzinstitutionen, neue und mehr Finanzprodukte anzubieten und zu verkaufen, potenziert hat. Unter welchen Bedingungen Leistungsbilanzungleichgewichte unproblematisch oder wachstumsfördernd sind, bleibt hier freilich offen.

Fazit

Bei allen Meinungsunterschieden wird im Spektrum der Bewertungen doch deutlich, dass Leistungsbilanzungleichgewichte in der Größenordnung von 6 Prozent des US-BIP verbunden mit der Art und Weise der Verwendung der Nettozuflüsse von den meisten Autoren als problematisch angesehen werden. Mit Ausnahme der „Saving Glut“-Hypothese folgen die meisten Autoren der Vorstellung, dass eine wechselseitige Verursachung durch die Überschuss- und Defizitländer vorliegt. Viele Argumente sprechen dafür, dass die Episode der Ungleichgewichte der Jahre 1998-2008 mindestens zur Finanzkrise und zur anschließenden Weltrezession beigetragen hat, wahrscheinlich sogar notwendige Voraussetzung für die Art, Stärke und den Verlauf der Krise war. Die meisten Beobachter betrachten die starken Ungleichgewichte ab 2004 als „schlechte“ Ungleichgewichte, teilweise auch die zeitlich davor liegenden Ungleichgewichte. Es scheint, dass je

höher die Ungleichgewichte ausfallen, desto größer die Wahrscheinlichkeit, dass sie schlechte – mitunter auch sehr schlechte – Ungleichgewichte darstellen.

Fast alle Analysen konzentrieren sich auf die Finanzströme, also auf die Kapitalbilanz, die zur Erklärung der Defizite bzw. Überschüsse in den Leistungsbilanzen herangezogen wird. Dies ist ein erstaunlicher Unterschied zur Diskussion über die europäischen Ungleichgewichte. Die schwache preisliche und technologische Wettbewerbsfähigkeit einschließlich der zugrunde liegenden Tendenz zur De-Industrialisierung der USA wird ebenso wenig thematisiert wie die Importschwäche der nicht industrialisierten OPEC-Staaten. Wenn aber eine grundlegende Wettbewerbschwäche der Defizitländer vorliegt, wird eine Korrektur der Ungleichgewichte ohne reale Abwertung der Währung kaum möglich sein. Ein Teil der US-amerikanischen Kritiker Chinas vertritt diese Position; freilich wird eine isolierte Abwertung des US-Dollars gegenüber der chinesischen Währung kaum ausreichen. In der Folge müsste also auch eine Abwertung gegenüber anderen Schwellenländern und gegenüber jenen Währungen, die gegenüber dem US-Dollar floaten, insbesondere dem Euro, eintreten, wenn eine deutliche Korrektur der Ungleichgewichte erreicht werden soll.

Das US-Defizit ist insofern ein Sonderfall, weil es sich auf ein Land mit einem Alleinstellungsmerkmal bezieht. Denn es handelt sich einerseits um ein Land mit der wichtigsten Reservewährung, das sich folglich in eigener Währung verschulden kann, die von vielen anderen Ländern als universelles Tauschmittel, Wertmaßstab und Wertaufbewahrungsmittel, also als Weltgeld benutzt wird, an das sie sich mit festen oder halb-festen Wechselkursen binden. Dadurch besteht für den US-Dollar nur eine begrenzte Möglichkeit der effektiven realen Abwertung. Andererseits haben die USA eine weit höhere Stabilität ihrer Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland als die meisten anderen Länder. Außerdem genießt diese Währung und das dahinter stehende Finanzsystem einen systemischen Vertrauensbonus; solange kein ernsthafter Reservewährungskonkurrent in Sicht ist, hat dieses Land eine fast

monopolartige Position. Dieses große Privileg scheint weit höhere Leistungsbilanzdefizite als in anderen Ländern zu ermöglichen, als gäbe es keine ernsthaften Budgetrestriktionen. Dies bringt das Problem des „Moral Hazard“ mit sich, das zu leichtfertiger Verschuldung von Staat, Privathaushalten und Finanzsektor verführen kann. Obwohl der US-Dollar seit Ende des Zweiten Weltkriegs die unangefochtene Reservewährung ist, gab es nie zuvor Probleme der heutigen Art.

Die seit Beginn der 1990er Jahre durchgesetzte Globalisierung des Handels und der Finanzmärkte hat eine neue Form der Integration der US-Wirtschaft in die Weltwirtschaft geschaffen, die zu neuen Problemen geführt hat. Man kann dies als eine Variante des sog. Triffin-Dilemmas ansehen, jenes Problems, das durch die Doppelfunktion des US-Dollars als nationale Währung und als Weltgeld entsteht (vgl. Priewe 2010: 51 ff.). Triffin hatte bereits 1960 darauf hingewiesen, dass dadurch die Überlegenheit der US-Wirtschaft untergraben wird, so dass das Bretton-Woods-System am Ende nicht überlebensfähig sei²². Dieser Grund für die Funktion der USA als Auffangbecken für die Finanzanlagen der Überschussländer in Zeiten globalisierter Finanzmärkte bleibt in vielen Analysen zu wenig beachtet. Es ist nicht einfach die Größe und der hohe Entwicklungsgrad der US-Finanzmärkte, die sie global so attraktiv gemacht haben. Es wäre besser, wenn die Kapitalexporte der Überschussländer – angenommen, sie werden nicht vermieden – auf zahlreiche Defizitländer verteilt werden könnten. Es ist eben die attraktive Währung, die einzige Weltwährung, die mehr Sicherheit und höhere Liquidität verspricht. Dies wird auch daran deutlich, dass selbst nach der Finanzkrise die Reservewährung wie auch die US-Finanzmärkte an Attraktivität kaum verloren haben, sondern unverändert als „sicherer Hafen“ gelten. Im Gegenteil, da es nicht zu einer Flucht aus dem US-Dollar

kam und eine Währungskrise ausblieb, vielmehr der Euro als potenziell konkurrierende Währung eher an Vertrauen verloren hat, wurde die globale Dominanz des US-Dollars und damit des Finanzplatzes USA noch gefestigt. Die viel zitierte Größe und Diversifizierung der US-Finanzmärkte sind also Folge der starken Nachfrage nach eben dieser Weltwährung.

Wenn diese These zutrifft, dann war der US-Dollar-Standard (im Gegensatz zum früheren Gold-Standard und dem Dollar-Gold-Standard des Bretton-Woods-Systems) des derzeitigen Weltwährungssystems einer der entscheidenden Gründe für die globalen Ungleichgewichte und damit einer der tieferen Ursachen der Finanzkrise. Eine grundlegende Korrektur der Ungleichgewichte würde in diesem Fall beim Währungssystem ansetzen müssen, das einseitig auf den US-Dollar als globalen Geldstandard zugeschnitten ist. Diese Sichtweise wird prononciert u. a. auch von Fred Bergsten (Direktor des Peterson Institute of International Economics) vertreten: „[The dollar's] *role as the dominant international currency has made it much easier for the United States to finance, and thus run up, large trade and current account deficits with the rest of the world over the past 30 years. These huge inflows of foreign capital, however, turned out to be an important cause of the current economic crisis, because they contributed to the low interest rates, excessive liquidity, and loose monetary policy that – in combination with lax financial supervision – brought on the overleveraging and underpricing of risk that produced the meltdown.*“ (Bergsten 2009a) Auch der Gouverneur der chinesischen Zentralbank, Xiaochuan Zhou, äußerte sich in einer viel beachteten Erklärung ähnlich, indem er, sich auf Keynes beziehend, eine Loslösung des Weltwährungssystems vom US-Dollar mittels Schaffung von Sonderziehungsrechten forderte (Zhou 2009).

22 Triffin (1960) argumentierte, dass die Funktion des US-Dollars als Weltgeld ein Leistungsbilanzdefizit der USA erfordert, welches das Vertrauen in diese Währung unterminiert. Dies galt insbesondere angesichts des von den USA zugesicherten Umtausches von US-Dollar in Gold zum festen Kurs von 35 US-Dollar je Feinunze. Schon seit 1959 reichten die US-Goldreserven nicht mehr aus. Als die Vermutungen einer Überbewertung des US-Dollars im Laufe der 1960er Jahre zunahmen, verkündete Präsident Nixon 1971 das Ende der festen Goldbindung des US-Dollars, was zur Abwertung und dem Ende des Bretton-Woods-Systems 1973 führte.

6. Europäische und US-amerikanische Ungleichgewichte – Unterschiede und Gemeinsamkeiten

Lassen sich nun die Interpretationen jener Leistungsbilanzungleichgewichte, die sich auf die USA und die entsprechenden Überschussländer beziehen, ohne weiteres auf die europäischen Ungleichgewichte übertragen? Es gibt auf den ersten Blick erhebliche Unterschiede (vgl. zur Analyse der europäischen Ungleichgewichte auch Dullien 2010, Joebges u.a. 2010, zum Vergleich der europäischen und USA-bezogenen Ungleichgewichte Winkler 2010):

- Die USA sind, wie erwähnt, das zentrale Reservewährungsland; die Zuflüsse an Währungsreserven im Euro-Raum hielten sich dagegen in Grenzen. Die Finanzmärkte im Euro-Raum sind nicht auf die Funktion, Anlagen für Währungsreserven zu bieten, vorbereitet. Sie gelten als zu zersplittert und segmentiert, Risiken bei Staatsanleihen sind angesichts der Vielzahl der Mitgliedsländer nicht so gut einschätzbar.
- Die Kapitalzuflüsse in die USA erfolgten zu einem großen Teil von den ärmeren Schwellenländern in die hoch entwickelten Vereinigten Staaten („uphill“), während in Europa die Kapitalexporteure die hoch entwickelten Länder waren, die in die süd- und osteuropäischen, eher peripheren Länder investierten. Kapital floss hier also „bergab“.
- Die Defizite in den osteuropäischen und auch in den sog. GIIPS-Ländern waren – bezogen auf das BIP – in den meisten Fällen viel größer als in den USA. Die Überschüsse der Überschussländer konzentrierten sich in Europa größtenteils auf Deutschland, in der Euro-Zone zu fast 80 Prozent (2008), in der EU zu 70 Prozent und in der EU-27 plus Schweiz und Norwegen zu etwa 55 Prozent (berechnet nach OECD 2010). Die Defizite der Euro-Zone gegenüber asiatischen Schwellenländern wurden durch die Überschüsse Deutschlands und einiger kleinerer Überschussländer kompensiert und fielen daher nicht ins Gewicht. Der Kern dieser Ungleichgewichte lag, wie oben dargestellt, in der überlegenen deutschen Wettbewerbsfähigkeit, wesentlich forciert durch die anhaltende Lohnzurückhaltung Deutschlands und zu starke Lohnsteigerungen in den GIIPS-Ländern.
- Nur im Fall Griechenlands lag eindeutig ein zu hohes Budgetdefizit vor, bei den anderen Defizitländern dominieren private Finanzierungsdefizite, im Gegensatz zu den USA. Hauspreisblasen spielten vor allem in Spanien und Irland eine Rolle, abgesehen von einer ganzen Reihe von osteuropäischen Beitrittsländern zur EU, nicht jedoch in anderen Ländern. Direktinvestitionen von Banken und Unternehmen aus den Überschussländern waren wichtige Treiber der Defizite.
- Die Ungleichgewichte haben eine wesentliche Ursache in der Konstruktion der Euro-Zone, in der einheitliche Geldmarktzinsen existieren und in der man im europäischen Binnenmarkt auch an einheitliche Kapitalmarktzinsen glaubte, ohne dass wasserdichte Vorkehrungen gegen exzessive Budget- und/oder Leistungsbilanzdefizite getroffen wurden. Insofern galt die Europäische Währungsunion als Einladung, Budgetrestriktionen bei den Leistungsbilanzen zu lockern. Dies ist zwar ähnlich wie in den USA, aber die Gründe dafür sind vollkommen unterschiedlich. Auch wurden keinerlei Vorkehrungen gegen zu hohe Leistungsbilanzüberschüsse und eine divergente Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit getroffen, bedingt durch einen Mangel an gemeinschaftlicher Wirtschaftspolitik.
- Aus drei weiteren Gründen könnten die Ungleichgewichte in der Euro-Zone als weniger dramatisch als das Defizit der USA gegenüber

seinen Gläubigerländern angesehen werden. Erstens: Da die Leistungsbilanzdefizite in der Euro-Zone zu einem größeren Anteil über ausländische Direktinvestitionen finanziert werden, liegen Schuldner- und Gläubigerisiko im gleichen Unternehmen oder in der gleichen Bank. Das mindert das Risiko des Defizitlandes. Zweitens: Die Kapitalströme erfolgten als Gegenbuchung zur Leistungsbilanz in gemeinsamer Währung. Teilweise werden sie durch Geldschöpfung durch das Europäische System der Zentralbanken finanziert, denn die Geldschöpfung ist in der Euro-Zone seitens der EZB nicht regionalisiert. Bei höherem Wirtschaftswachstum in den meisten Defizitländern mit höherem Wachstum der Kreditschöpfung könnte auch mehr Geld in den Defizitländern entstehen, das zur Bezahlung von Importen verwendet werden könnte, ohne dass es zu einer direkten Schuldner-Gläubiger-Beziehung zwischen Defizit- und Überschussland kommt, denn beide Ländergruppen haben ein gemeinsames Zentralbankensystem. Bei den Kapitalströmen innerhalb einer Währungsunion verschwimmen die Ländergrenzen immer mehr. Diese Zusammenhänge sind jedoch bislang wenig erforscht. Drittens: Eine zu hohe Verschuldung von Privaten oder Staaten im Ausland ist in einer Währungsunion einer hohen Inlandsverschuldung viel ähnlicher als bei einer Auslandsverschuldung in Fremdwährung. Die Unterschiede sind, dass in einer Währungsunion das Wechselkursrisiko entfällt, das Länderrisiko schwerer ermittelbar ist, der Schuldendienst bei Inlandsverschuldung im Wirtschaftskreislauf des eigenen Landes verbleibt und die Steuerzahler der nationalen Steuerhoheit unterliegen. Wie gewichtig diese Unterschiede sind, muss hier offen bleiben.

Gleichwohl gibt es zahlreiche Ähnlichkeiten zwischen den US-amerikanischen und den europäischen Ungleichgewichten. Die Länder Europas wurden von den Ölpreis- und Rohstoffpreis-Booms genauso wie die USA negativ getroffen,

ebenso von der aggressiven chinesischen Exportstrategie. Ohne die Unterbewertungsstrategie der europäischen Überschussländer wäre die Euro-Zone genauso wie die USA in ein Leistungsbilanzdefizit gedrückt worden. Europa ist der wichtigste Handelspartner Chinas. Die niedrigen Zinsen haben wie in den USA dazu verleitet, Hauspreisblasen aufzubauen, wenn auch nur in einigen wenigen Ländern. Wie in den USA haben die Überschüsse – von wenigen Ausnahmen abgesehen – nicht dazu geführt, dass die Investitionsquoten in den Defizitländern anstiegen, abgesehen von den Wohnungsbauten in einigen Ländern. So gesehen waren es auch in Europa „schlechte“ Defizite. Hier liegen die Gemeinsamkeiten zwischen den innereuropäischen und den mit den USA verbundenen Ungleichgewichten.

Auf den ersten Blick scheint es so zu sein, als wäre das europäische Ungleichgewicht kein globales, sondern lediglich ein regionales Ungleichgewicht, da die konsolidierten Leistungsbilanzen Europas, der EU sowie der Euro-Zone relativ ausgeglichen sind. Allerdings ist dieser Eindruck ein statistisches Artefakt, denn etwa zehn europäischen Überschussländern (acht in der EU sowie Norwegen und die Schweiz) stehen etwa 23 Defizitländer (19 innerhalb der EU-27 plus Island, Ukraine, Weißrussland und Moldawien²³), teilweise mit sehr hohen Defiziten, gegenüber. Jedes einzelne der Überschuss- und Defizitländer ist in den globalen Güterhandel eingebunden und hat mit nicht-europäischen Ländern in der Regel ebenfalls Überschüsse bzw. Defizite, die sich nur in der Summe annähernd ausgleichen. Das Bild ändert sich auch nicht, wenn man auf die Euro-Zone fokussiert. Beispielsweise erwirtschaftet Deutschland die Hälfte seines Leistungsbilanzüberschusses (2008) mit Nicht-Euro-Ländern – China ist z.B. 2010 das wichtigste deutsche Importland und das zweitwichtigste Exportland geworden. Zwar ist der Handel innerhalb der Euro-Zone und der EU besonders intensiv, aber der interkontinentale Handel, insbesondere mit Asien, nimmt zu. Wie erwähnt, ohne die Export-

23 Die Balkan-Länder, Russland und die Türkei werden hier der Einfachheit halber ausgeklammert.

stärke Deutschlands und der anderen Überschussländer hätten die Euro-Zone und die EU insgesamt ein massives und rasch ansteigendes Defizit mit China in einer mit den USA vergleichbaren Dimension. Etwa ein Achtel des US-Handelsdefizits entfällt auf Europa, ein größerer Anteil auf die europäischen Überschussländer. Über die geografische Struktur der Kapitalströme ist wenig bekannt, sie stimmt keineswegs mit der der Güterströme überein; folglich sind grenzüberschreitende Kapitalströme in Europa nicht notwendigerweise rein innereuropäisch.

Würde man die europäischen Ungleichgewichte als lediglich „regional“ ansehen, dann dürfte man auch die mit den USA verbundenen Ungleichgewichte nicht als wirklich global klassifizieren. Denn Europa ist einerseits relativ wenig am US-Defizit beteiligt, andererseits sind es vor allem China und die OPEC-Länder, die das starke Anschwellen der US-Defizite verursacht haben.

Insgesamt sollten die europäischen Ungleichgewichte aus den folgenden vier Gründen als wichtiger und kritischer Teil der globalen Ungleichgewichte angesehen werden:

- *Verzerrte Wechselkurse und Handelsströme:* Der Außenwert des Euro ist – gemessen am Ziel außenwirtschaftlicher Gleichgewichte – für die Überschussländer der Euro-Zone zu niedrig, für die Defizitländer zu hoch. Die europäischen Defizitländer sind auch gegenüber Nicht-EU-Ländern im Defizit. Dies verzerrt den Handel mit Ländern außerhalb der Euro-Zone. Da sich viele Länder der EU-27, die den Euro noch nicht eingeführt haben, mit ihrem Wechselkurs am Euro orientieren, leiden auch sie vielfach an einer Überbewertung ihrer Währung. Dies trägt massiv zu den Handelsverzerrungen in der Weltwirtschaft bei. Hinzu kommt, dass das EU-Defizit gegenüber China in rasantem Tempo wächst, womit die europäischen Defizitländer stärker zu kämpfen haben als die Überschussländer. Mithin betrifft Chinas Überschuss ebenso wie der der Öl fördernden Länder Europa ähnlich wie die USA, er wird nur durch die Unterbewertung der europäischen Überschussländer kompensiert. Nur

wenn die Euro-Zone bzw. die EU eine wirtschaftspolitische Einheit wie eine große Volkswirtschaft wäre, wären die internen Ungleichgewichte irrelevant.

- *Europa ist „globalisiert“:* Die starke Weltkonjunktur der Jahre 1998-2008 mit – neben einigen anderen Schwellenländern – den USA und China als Wachstumslokomotiven war Voraussetzung der Überschüsse und Defizite in Europa. Dies war auch der Grund dafür, dass der Zusammenbruch der Konjunktur in den USA im Jahr 2009 sofort zu einer schweren Rezession in Europa mit massiven Folgen für die Defizitländer und auch für die exportlastigen Überschussländer führte. Noch stärker als der Handel sind die Kapitalmärkte globalisiert. Die Euro-Zone hat nur eine eingeschränkte Zins-Autonomie. Finanzkrisen sind transkontinental. Zur Globalisierung der Finanzmärkte gehört auch, dass der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar auch von dem des Renminbi gegenüber dem US-Dollar abhängt. Beispielsweise wurde mit der etwa 20-prozentigen Aufwertung des Renminbi zum US-Dollar der Euro gegenüber dem Renminbi ebenfalls um knapp 20 Prozent von Mitte 2005 bis 2008 aufgewertet, ein gravierendes Problem insbesondere für die Defizitländer in der EU.
- *Auswirkungen der „Euro-Krise“ auf die globale Wirtschaft:* Die innereuropäischen Ungleichgewichte und die daraus resultierenden Verschuldungsprobleme haben globale Auswirkungen. Die Euro-Zone bremst beispielsweise 2010 und 2011 das Wachstum der Weltwirtschaft. Kommt es zu schwerwiegenden Insolvenzkrisen in Griechenland, Irland oder anderen Mitgliedsländern, ist mit einem sinkenden Außenwert des Euro zu rechnen, während der US-Dollar steigt; zudem besteht die Gefahr der Ansteckung anderer Defizitländer. Spekulationen über das mögliche Auseinanderbrechen der Europäischen Währungsunion haben mit großer Wahrscheinlichkeit schwerwiegende globale Auswirkungen auf andere Defizitländer sowie auf andere Ansätze monetärer Kooperation in verschiedenen Regionen der Welt.

- *Euro als zweite Reservewährung:* Seit Einführung der europäischen Gemeinschaftswährung ist der Euro zur zweiten Reservewährung neben dem US-Dollar avanciert. Eigentlich sollte dies den US-Dollar als Anlagewährung für Währungsreserven entlasten und damit das US-Defizit mindern. Der Gegensatz zwischen dem US-Dollar als Weltgeld und nationales Geld würde entspannt, das sog. Triffin-Dilemma gemindert. Für die Weltwirtschaft wäre es besser, wenn die beiden zentralen Reservewährungsräume, also die USA und die Europäische Währungsunion, moderate Leistungsbilanzdefizite haben. Dies wird durch die unterbewerteten europäischen Überschussländer verhindert. Für Euroland würde dies neue Möglichkeiten, aber auch neue Pflichten schaffen.

7. Korrekturen gefährlicher Ungleichgewichte

Wie in Abschnitt 2.5 erwähnt, können durch Marktkräfte Korrekturen in den Leistungs- und Kapitalbilanzen von Volkswirtschaften mit eigenen Währungen eintreten. Meist kommen diese nach Übersteigerungen der Ungleichgewichte jedoch zu spät und krisenhaft. Die Marktkorrektur von Leistungsbilanzungleichgewichten geht vorrangig von den Defizitländern aus, abgesehen vom Reservewährungsland, erfolgt also asymmetrisch, und schadet bei starken Rückwirkungen auch den Überschussländern (wenn es sich um eine relevante Menge an stark überschuldeten Defizitländern handelt). Derartige Korrekturen wirken also wachstumsmindernd, bei Defizit- und auch Überschussländern. Schwere Währungs- und Finanzkrisen verursachen über Jahre hinweg hohe Kosten, wie das Beispiel der Asienkrise zeigt. Die Korrektur von Ungleichgewichten in einer Währungsunion ohne Wechselkursanpassung ist besonders schmerzhaft, da sie relative Lohnsenkungen erfordert. Da die Geld-, Fiskal- und Wechselkurspolitik involviert ist und hohe volkswirtschaftliche Kosten drohen, dürfte eine reine Marktkorrektur nur bei moderaten Ungleichgewichten realistisch sein. Entscheidend ist also, was die Geld-, Währungs- und Fiskalpolitik tun kann, um Korrekturen einzuleiten und schädliche Wirkungen abzufedern.

Erfahrungen mit der wirtschaftspolitischen Korrektur von Leistungsbilanzüberschüssen

Bei der Korrektur von Leistungsbilanzungleichgewichten haben die Defizitländer zweifellos die größeren Probleme. Sie sind einerseits zum „Extremsparen“ gezwungen, um Budgetdefizite zu senken und durch geringeres Wachstum und damit geringere Importe die Handelsbilanzdefizite zu mindern; falls andererseits eine reale Abwertung erfolgreich bewerkstelligt werden kann,

wirkt diese erst verzögert wachstumssteigernd (sofern die in Abschnitt 2 erläuterte Marshall-Lerner-Bedingung gewährleistet ist). Die Überschussländer zögern meistens, ihrerseits aktiv zu werden, weil sie Einbußen bei Wachstum und Beschäftigung fürchten. Dem muss aber nicht so sein. Autoren des IWF haben Korrekturen von Leistungsbilanzüberschüssen in 28 Ländern im Zeitraum 1960-2010 untersucht (IMF 2010b). Aus einer Stichprobe von 50 Ländern haben sie 28 „politikinduzierte“ Korrekturperioden genauer analysiert, in denen die Leistungsbilanzüberschüsse um mindestens zwei Prozentpunkte dauerhaft gesenkt wurden. „Politikinduzierte Korrektur“ wurde definiert als mindestens 10-prozentige nominale Aufwertung innerhalb von drei Jahren, unterstützt von Makropolitik und Strukturformen. Untersucht wurden Episoden in 13 Industrie- sowie 15 Schwellen- bzw. Entwicklungsländern. Das Resultat fassen die Autoren wie folgt zusammen:

- Im Durchschnitt der 28 Fälle sank der Überschuss um 5,1 Prozentpunkte (relativ zum BIP). Nach der Korrektur blieb der Leistungsbilanzsaldo nahe Null.
- Die Importe stiegen stark, die Exporte blieben mehr oder minder konstant.
- Die Korrekturen wurden von einer starken Zunahme des privaten Konsums (bzw. Abnahme des Sparens) und der Investitionen begleitet, die den Korrekturprozess im Durchschnitt der Stichprobe von untersuchten Ländern wachstumsneutral werden ließ. In mehr als der Hälfte der Fälle erfolgte eine deutliche nominale und reale Aufwertung von 9,2 Prozent bzw. 10,5 Prozent. Eine überschießende Aufwertung wurde nicht beobachtet.
- Dass der Abbau der Überschüsse im Durchschnitt wachstumsneutral verlief, wird teilweise durch expansive Fiskal- und Geldpolitik

erklärt. In den meisten Fällen nahm das Wachstum der nicht-handelbaren Güter deutlich zu, insbesondere des Dienstleistungssektors.

- Eine genauere Betrachtung zeigt, dass in etwa der Hälfte der Länder die Wachstumsrate gegenüber den drei vorangegangenen Jahren deutlich absackte, in der anderen Hälfte teilweise kräftig stieg. Im Durchschnitt der Länder stieg die Beschäftigung leicht an.
- Die Unterschiede in der Wachstumsperformance nach Abbau der Überschüsse werden seitens der Autoren der Studie auf folgende Faktoren zurückgeführt: besonders hohes Wachstum vor der Korrektur wirkte positiv; besonders hohe Überschüsse und überdurchschnittlich starke Aufwertung führten zu stärkeren Wachstumseinbußen; ein günstiges allgemeines wirtschaftliches Umfeld in der Region oder der Weltwirtschaft förderte das Wachstum; Strukturreformen, die dazu führten, dass Länder in der „Qualitätsleiter“ der Exporte aufstiegen, stimulierten das Wachstum.

Die Studie untersucht darüber hinaus fünf Episoden starker, erfolgreicher Korrekturen hoher Leistungsbilanzüberschüsse unter der Bedingung, dass vor der Korrektur kräftiges Wachstum vorherrschte. Dabei werden Deutschland und Japan zu Beginn der 1970er Jahre analysiert, als sich das Ende des Bretton-Woods-Systems abzeichnete, ferner Japan Mitte der 1980er Jahre nach dem Plaza-Akkord sowie Korea und Taiwan in den späten 1980er Jahren. Dringender Handlungsbedarf war in allen fünf Fällen gegeben, weil es eine starke Aufwertungsspekulation mit Kapitalzuflüssen gab, die das Geldmengenwachstum aufblähten, Inflationsgefahren signalisierten und zudem handelspolitische Konflikte entstanden waren; z. B. hatte Präsident Nixon 1971 eine 10-prozentige Importsteuer erhoben, um die Handelspartner zur Aufwertung zu drängen (sog. „Nixon-Schock“), was im Falle Japans dann 1973 geschah.

Die Überschüsse in den Leistungsbilanzen von Deutschland und Japan zu Beginn der 1970er Jahre waren zwar mit etwa 2 Prozent des BIP nicht sehr hoch, aber global bedeutsam; 1988 hatte Japan einen Überschuss von etwa 4 Prozent,

Korea gut 6 Prozent, während Taiwan 1985-1987 einen Leistungsbilanzüberschuss von 18 Prozent des BIP erreichte. Die Unterbewertung der Währungen wurde in der Studie auf 20-35 Prozent je nach Land geschätzt. In den meisten Fällen hatten die Länder ihren Wechselkurs zuvor an den US-Dollar gebunden und für die Korrektur der Leistungsbilanzungleichgewichte dann freigegeben. Während in Deutschland die reale Aufwertung bis Mitte der 1970er Jahre bei etwa 12 Prozent lag, wertete Japan nach dem Plaza-Akkord um 54 Prozent bzw. 40 Prozent nominal respektive real auf. In Taiwan lagen die Aufwertungssätze bei 57 Prozent nominal bzw. 21 Prozent real. Es waren also offensichtlich regelrechte Aufwertungsschocks. Während in Deutschland die Geld- und Fiskalpolitik nur leicht gegenüber der Vorperiode gelockert wurde, wurde in Japan in beiden Episoden stark expansiv reagiert, eher restriktiv oder teilweise neutral in Korea und Taiwan. In Deutschland stiegen die Löhne und der Konsum, das Wachstum wurde nur minimal beeinträchtigt, allerdings stieg die Inflation, verstärkt infolge der Ölpreisexplosion im Jahr 1973, ebenso wie in Japan. Japan fiel in den Jahren 1973-1975 in eine heftige Rezession, und auch nach dem Plaza-Akkord fiel das Wachstum um 2,5 Prozentpunkte, um dann allerdings infolge der extrem expansiven Geldpolitik – die zu einem wesentlichen Teil die nachfolgende Vermögenspreisinflation verursachte – wieder anzusteigen. In Taiwan und Korea sank nach den Aufwertungen ebenfalls die Wachstumsrate leicht, aber nur vorübergehend.

Auch wenn die Untersuchung des IWF nicht alle Fragen beantwortet, kann doch geschlussfolgert werden, dass selbst heftige Aufwertungsschocks nur zu moderaten und vorübergehenden Negativeffekten auf das Wachstum führten, wenn sie mit geeigneter Makropolitik kombiniert wurden. Der Königsweg ist natürlich, Unterbewertungen und entsprechende Leistungsbilanzüberschüsse von vornherein zu vermeiden. Während der Zeit des Bretton-Woods-Systems war dies weitgehend gelungen. Für die Korrektur von Leistungsbilanzungleichgewichten innerhalb einer Währungsunion gibt es hingegen kaum Erfahrungen.

„Keynes-Plan“ zur Korrektur von Leistungsbilanzungleichgewichten

Keynes entwickelte für die Nachkriegszeit im Rahmen der Verhandlungen um die Schaffung eines Nachkriegs-Weltwährungssystems den sog. Keynes-Plan (Keynes 1980; siehe auch Skidelsky 2003: 674 ff.). Der Plan, entwickelt 1941-1944, beruhte auf Keynes' Erwartung, dass es nach dem Zweiten Weltkrieg ähnlich wie nach dem Ersten Weltkrieg massive Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den westlichen Ländern geben wird. Traditionell wurde die Anpassungslast den Defizit- bzw. Schuldnerländern aufgebürdet, wie es mit Deutschland im Zuge des Versailler Vertrags passierte, während es den Überschussländern frei stand, ob sie sich an der Lösung der Probleme beteiligen. Diese Konstellation wirkt deflationär, weil die Defizitländer vermehrt sparen müssen, um Schuldendienst und Tilgung aufbringen zu können, welche den Gläubigern zufließen. Die von Keynes fokussierte Schuldner-Gläubiger-Beziehung behindert also den internationalen Handel und schwächt das Wachstum der Weltwirtschaft. Keynes ging auch davon aus, dass die Defizitländer im Verhältnis zu dem oder den Überschussländern eher klein und in einer schwachen Verhandlungsposition sind. Nach der deutschen Hyperinflation wurde das Problem notdürftig durch den Dawes-Plan (1924) gelöst, der dem Deutschen Reich vorwiegend privatwirtschaftliche Kredite gewährte, um die Reparationen zu bezahlen und die Wirtschaft wieder aufzubauen. Die Kredite wurden nie zurückgezahlt, ermöglichten Deutschland aber die sog. „goldenen 20er Jahre“. Während der Weltwirtschaftskrise kam es dann zu Kapitalflucht in Überschussländer und zum Horten von Überschüssen, was den Mangel an globaler effektiver Nachfrage verstärkte. Nach dem Zweiten Weltkrieg sollte daher eine bessere Lösung gefunden werden, zumal die USA das entscheidende Überschussland waren, bei dem Großbritannien und Frankreich hoch verschuldet waren. Keynes wollte also eine sym-

metrische Korrektur von Ungleichgewichten mit starker Beteiligung der Überschussländer erreichen.

Er schlug eine „International Clearing Union“ (ICU) vor, eine Art Weltzentralbank²⁴, die über eine neu geschaffene Währung, den sog. „Bancor“, verfügen sollte; letztere wird in seinem Vorschlag nur im Verkehr zwischen der ICU und den nationalen Zentralbanken als Verrechnungswährung verwendet. Alle nationalen Währungen sollten zu einem festen, aber anpassungsfähigen Wechselkurs an den Bancor angebonden werden; der Bancor wiederum stünde in fester Relation zum Gold, jedoch würde kein Anspruch bestehen, Bancor stets in Gold einlösen zu können. Längerfristig wollte Keynes den Bancor vom Gold sogar ablösen. Die Mitgliedsländer des Systems sollten bestimmte handelsabhängige Quoten in die ICU einzahlen, die in Bancor denominated sind. Bis zu einem festgelegten Limit könnten dann Mitgliedsländer andere Währungen kaufen oder verkaufen. Überschüsse eines Landes sollten so Defizitländern günstig zur Verfügung gestellt werden, da privatwirtschaftliche grenzüberschreitende Kapitalmobilität damals kaum existierte; Kapitalverkehrskontrollen waren – besonders während des Krieges – weit verbreitet. Für Keynes waren Kapitalverkehrskontrollen eine notwendige Voraussetzung für feste Wechselkurse und diese wiederum Voraussetzung für freien Güterhandel. Bei anhaltenden Ungleichgewichten durfte bzw. sollte eine Verpflichtung der Teilnehmerländer bestehen, die eigene Währung auf- bzw. abzuwerten. Überschussländer sollten zudem verpflichtet werden können, mit ihren Überschüssen Direktinvestitionen in Defizitländern zu tätigen. Verbleibende exzessive Überschüsse sollten notfalls am Ende eines Jahres konfisziert und einem Reservefonds zugeführt werden. Die Defizitländer sollten Gold an die ICU verkaufen und Kapitalexporte verbieten. Bei exzessiven Defiziten sollten ihnen höhere Zinsen für ausländische Kredite abverlangt werden. Am Ende eines jeden Jahres sollten dann Überschüsse und

14 Jedoch ohne Fähigkeit zur Geldschöpfung.

Defizite stets ausgeglichen sein, so dass die Überschüsse tatsächlich realwirtschaftlich – nämlich nur für Importe oder Direktinvestitionen – verwendet werden und so die weltweite Nachfrage stützen würden.

Bekanntlich wurde Keynes Vorschlag von den USA abgelehnt und stattdessen das Bretton-Woods-System etabliert. Statt des Bancor wurde der US-Dollar mit fester Goldbindung als Reservewährung eingeführt. Zwar gab es Konsens für feste, anpassungsfähige Wechselkurse, jedoch wurde Keynes entscheidender Punkt, die Überschussländer zur Lösung von Ungleichgewichten zu verpflichten, nicht realisiert. Stattdessen wurden der Internationale Währungsfonds und die Weltbank gegründet, die den Defizitländern finanziellen Beistand zur Lösung von Anpassungen sowie zur Förderung des Strukturwandels geben sollten.

Keynes Grundidee wird besser verständlich, wenn man sie in einer aktualisierten Form von Paul Davidson (2009: 134-142) betrachtet, der sie auf die Situation nach der aktuellen Finanzkrise bezieht. Davidson schlägt eine „International Monetary Clearing Union“ (IMCU) vor, über die der gesamte grenzüberschreitende Zahlungsverkehr für Güter oder Finanzprodukte global abgewickelt werden soll. Hier würden – wie in einem nationalen Zahlungssystem – alle Zahlungsvorgänge mit „Credits“ und „Debits“ verbucht und Salden ausgeglichen. Das System soll nicht nur helfen, Steuervermeidung, Kapitalflucht, Geldwäsche und Ähnliches zu überwachen, sondern es soll vor allem Sparen in Form von Währungsreserven vermindern bzw. in effektive Nachfrage verwandeln und Liquiditätsengpässe in Defizitländern vermeiden. Für Überschussländer soll es einen automatisch wirkenden Mechanismus geben, der sie zur Korrektur ihrer Überschusspositionen zwingt: Gibt es definierte „exzessive Überschüsse“, müssen die Überschussländer diese in drei verschiedenen Formen verwenden: a) Güter oder Dienstleistungen eines Defizitlandes kaufen; b) Auslandsinvestitionen in

anderen Mitgliedsländern tätigen; c) Entwicklungshilfe analog zum Marshall-Plan der USA von 1947 gewähren. Gegen Überschussländer können Sanktionen eingesetzt werden, wenn sie den Regeln nicht in einem bestimmten Zeitrahmen folgen, und zwar in Form einer 100-prozentigen Besteuerung der Überschüsse, was Keynes Vorschlag der Konfiszierung der Überschüsse gleichkommt. Defizitländer können auch Kapitalexportkontrollen einrichten.

Dieser Vorschlag beinhaltet keine Weltzentralbank und keine globale Verrechnungswährung. Er erfordert, so Davidson, auch kein Festkurssystem. Aber er folgt der Kernidee von Keynes, wie Davidson sie sieht. Die zugrunde liegende implizite Gleichgewichtsvorstellung ist, dass Leistungsbilanzen bis auf jene Defizite, die durch ausländische Direktinvestitionen oder Entwicklungshilfe²⁵ finanziert werden, im Gleichgewicht sein sollten. Auch wenn Davidson reale Aufwertungen eines Überschusslandes nicht explizit erwähnt, dürften sie die wichtigste Anpassungsform für Überschussländer darstellen. Unklar bleibt, wie Aufwertungen bei einem flexiblen Wechselkurssystem realisiert werden können.

UNCTAD und die „Stiglitz-Kommission“ der Vereinten Nationen

Die United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD 2009) hat auch eine Reihe von Vorschlägen entwickelt, die an Keynes Ideen anknüpfen, wie man mit Leistungsbilanzungleichgewichten und mit den damit verbundenen Krisen besser umgehen könnte. UNCTADs Vorschläge beziehen sich stark auf die Interessen der Schwellen- und Entwicklungsländer. Sie sind in Teilen denen der sog. Stiglitz-Kommission (UNPGA 2009) ähnlich, die vom Präsidenten der Generalversammlung der Vereinten Nationen unter Leitung des Nobelpreisträgers Joseph Stiglitz eingerichtet wurde. Ein Großteil der Probleme von Schwellenländern resultiert demnach aus starken Zuflüssen von kurzfristigem Kapital aus

25 Entwicklungshilfe in Form von Transfers („Geschenke“) wird in der Leistungsbilanz verbucht, in Form von zinsgünstigen Darlehen in der Kapitalbilanz.

entwickelten Ländern, häufig angezogen von hohen nominalen Zinsen, die zur Bekämpfung von Inflation notwendig sind. Die Zuströme können entweder zu starker Aufwertung und damit zu Leistungsbilanzdefiziten führen, bei festen Wechselkursen auch zu stark steigenden Währungsreserven und Geldschöpfung in nationaler Währung, da eine inflationsneutrale Sterilisierung nicht einfach zu realisieren ist. Starkes Anwachsen von nationalen Währungsreserven gilt als teure Versicherung gegen Währungsschocks. Mit zunehmender finanzieller Globalisierung nehmen die außenwirtschaftlichen Risiken von Entwicklungs- und Schwellenländern zu. Sie resultieren in erster Linie aus der Abwesenheit eines internationalen Regelwerks, das Leistungsbilanzungleichgewichte präventiv verhindert oder wenigstens deren Abbau moderiert. Internationale Finanzmärkte haben demnach nicht nur eine disziplinierende Funktion, sondern auch eine Wechselkurse und außenwirtschaftliche Gleichgewichte verzerrende Wirkung, die zu massiven Fehlentwicklungen führen kann. Soweit die Problemdiagnose von UNCTAD. Vorgeschlagen werden die folgenden Lösungsansätze, die allerdings nicht im Detail ausgearbeitet sind:

- Einführung einer internationalen Finanztransaktionssteuer (Tobin-Steuer);
- Etablierung nationaler Kapitalverkehrskontrollen;
- Setzen von Regeln zum besseren Umgang mit Finanzkrisen;
- Ausbau des Systems der Sonderziehungsrechte (SZR) analog den Ideen der Stiglitz-Kommission;
- Etablierung von Regeln für ein neues Weltwährungssystem.

Eine Tobin-Steuer – ursprünglich von Keynes vorgeschlagen, später vom Nobelpreisträger James Tobin aufgegriffen – auf grenzüberschreitende Finanztransaktionen könnte demnach kurzfristige spekulative Finanzströme eindämmen und damit auch sich kumulierende Wechselkursänderungen dämpfen. Voraussetzung für ihre Wirksamkeit ist jedoch, dass sie in einem relevanten Teil der wichtigsten Finanzzentren der Welt gleichzeitig eingesetzt wird. Dass sie unmittelbar

die Entstehung von Leistungsbilanzungleichgewichten vermeidet, ist unwahrscheinlich. Aber sie könnte dazu beitragen.

Eine Reihe von Schwellenländern hat denn auch nationale Kapitalverkehrskontrollen auf Kapitalzu- und/oder -abflüsse eingeführt. Am prominentesten sind die strengen Kontrollen Chinas, die mit Ausnahme ausländischer Direktinvestitionen nur in kontrolliertem Maße grenzüberschreitende Kapitaltransaktionen gestatten. Dadurch kann sich China in begrenztem Maße einen Handlungsspielraum für eine eigenständige Geldpolitik sichern und den Wechselkurs stabil halten oder kontrollieren (vgl. Priewe/Herr 2005, 198 ff.; David 2008). Allerdings nutzt China diese Möglichkeiten seit etwa dem Jahr 2000 auch zur Steigerung der Leistungsbilanzüberschüsse und damit der Währungsreserven. In Brasilien und Korea wurden nach der Finanzkrise Steuern auf exzessive Kapitalzuflüsse erhoben, die den Wechselkurs aufwerten und eine Schieflage der Leistungsbilanz bewirken können. Nach langen Jahren der Ablehnung hat auch der IWF moderate Kapitalverkehrskontrollen für bestimmte Länder empfohlen (Ostry et al. 2010). Mit Kapitalzuflusskontrollen könne zwar keine geordnete Abwertung eines Defizitlandes gesichert, aber eine weitere Aufwertung verhindert werden. UNCTAD schlägt antizyklische Kapitalkontrollen vor, da die Kapitalzuflüsse besonders in Boomphasen schädliche Auswirkungen haben können (Aufwertung, Inflation, Vermögenspreisblasen). Unter OECD-Ländern sind jedoch bislang Kapitalverkehrskontrollen tabu. Sie werden als ordnungspolitisch unzulässiger Eingriff in die freien Kapitalmärkte angesehen. Könnten sie allerdings effektiv eingesetzt werden, könnten sie erheblich zur Reduktion von Leistungsbilanzungleichgewichten beitragen. Innerhalb der EU verstoßen sie jedoch gegen das Leitbild des gemeinsamen Binnenmarktes für Güter, Dienstleistungen, Kapital und Arbeit.

Wenn Finanz- oder Zahlungsbilanzkrisen eingetreten sind, können zudem auch Regeln zum Verfahren bei „Insolvenz“ von Staaten oder bei Umschuldungen hilfreich sein. Häufig sind heute bereits bei Emissionen von Staatsanleihen sog. „Collective Action Clauses“ eingebaut, die

eine geordnete Umschuldung, ein Schuldenmoratorium und Restriktionen für einzelne Anleihebesitzer vorsehen.

UNCTAD ebenso wie die Stiglitz-Kommission fordern auch den Ausbau des seit dem Jahr 1969 bestehenden Systems der Sonderziehungsrechte (SZR). SZR sind eine künstliche Währungseinheit, die als Devisenreserve von nationalen Zentralbanken gehalten werden. Alle Mitgliedsländer des IWF halten beim IWF SZR, die in nationale Währungen umtauschbar sind. SZR sind eine Korbwährung, bestehend aus dem US-Dollar, dem Euro, dem Yen und dem Pfund Sterling. Anfang 2011 entspricht 1 Euro etwa 0,85 SZR. Länder, die Liquiditätsbedarf in harter Währung haben, können hierfür die SZR benutzen, die aufgrund des Korbcharakters eine relativ stabile Währung alternativ zum US-Dollar darstellen. Der Wert der SZR wird täglich anhand der Devisenmarktschwankungen der vier Währungen ermittelt, die Korbzusammensetzung ist über fünf Jahre konstant. Indem die SZR antizyklisch bereitgestellt werden, insbesondere für Länder mit Zahlungsbilanzproblemen, könnte die Finanzierung von prekären Leistungsbilanzdefiziten erleichtert werden. Vor allem aber könnten die Währungsreserven der Schwellenländer in einer Alternativwährung zum US-Dollar angelegt werden. Bisher wurden die SZR jedoch nur in geringem Umfang vom Gouverneursrat des IWF emittiert. Auch besteht die Gefahr, dass sie zu Geldschöpfung führen, wenn sie in nationales Geld eingelöst werden. Und nur wenige internationale Organisationen benutzen bislang SZR als Zahlungsmittel.

Für ein Defizitland ist die Nutzung von SZR nicht mit Auflagen verbunden. Dies kann u.U. sogar die Bereitschaft erhöhen, höhere Defizite zu akzeptieren. Da der Zugang zu SZR für ein Land beschränkt ist, dürfte dies aber nur eine temporäre Option sein. In einer Zahlungsbilanzkrise oder im Fall einer notwendigen Abwertung kann es daher nötig sein, mit befristeter expansiver Geld- oder Fiskalpolitik gegenzusteuern, da eine Abwertung meist erst verzögert Wirkung zeigt. Die letzte Erhöhung der SZR (nach langer Zeit der Untätigkeit) fand nach dem G-20-Gipfel in London im Jahr 2009 statt. Allerdings wurden die zuge-

teilten 250 Mrd. US-Dollar zu 45 Prozent den G-7-Ländern zugeteilt, die derzeit gar keinen Bedarf haben. Jedoch könnten sie die SZR weitergeben. Man kann die SZR letztlich als Nukleus von Keynes Bancor ansehen, als Alternative zu nationalen Währungen, die zugleich die Rolle des Weltgeldes wahrnehmen. So hatte beispielsweise auch der chinesische Zentralbank-Gouverneur Überlegungen dieser Art im Jahr 2009 unter Verweis auf Keynes Ideen vorgetragen. Die vorliegenden Vorschläge sind jedoch noch in einem frühen Stadium. Eine Überlegung ist dabei, Anleihen von multilateralen Entwicklungsbanken, die u.a. für die Anlage von Währungsreserven interessant sein könnten, in SZR zu emittieren. Für die G-20-Tagung in Paris im Jahr 2011 hat der IWF überraschenderweise eine Reihe von Optionen dargestellt, wie zukünftig SZR genutzt werden könnten (IMF 2011). Darauf kann an dieser Stelle jedoch nicht weiter eingegangen werden.

Schließlich schlägt die UNCTAD ein Weltwährungssystem vor, das sich am Leitbild fester realer Wechselkurse aller Teilnehmer orientiert. Gleichgewichtige reale Wechselkurse sollten tendenziell einen Leistungsbilanzausgleich ermöglichen. Inflationsunterschiede zwischen Ländern führen in diesem System zu nominalen Auf- oder Abwertungen. Der reale Gleichgewichtskurs würde letztlich der Kaufkraftparität der Wechselkurse entsprechen. Diese implizite Annahme liegt auch der klassischen Außenhandelsstheorie zugrunde. Damit könnten starke Abweichungen von dem „fundamentalen“ Gleichgewichtskurs durch Spekulation oder Nominalzinsarbitrage verhindert werden. So wünschenswert ein System dieser Art ist, so unklar ist, wie es erreicht werden kann. UNCTAD bleibt in diesem Punkt die Antwort schuldig. Im Prinzip wären umfangreiche Kapitalverkehrskontrollen notwendig, oder aber ein Konsens über koordinierte Notenbankinterventionen, falls eine vereinbarte Bandbreite von Wechselkursschwankungen überschritten wird. Notenbankinterventionen allein von den Zentralbanken, deren Währung abwertungsbedroht ist, haben nur begrenzte Wirkung; notwendig wäre koordinierte Interventionen verschiedener Notenbanken. Der Vorschlag beinhaltet eine Art

Neuaufgabe von Bretton Woods, möglicherweise in der Form von Wechselkurszielzonen. Insbesondere die USA und Großbritannien scheuen allerdings eine Diskussion um ein neues Weltwährungssystem. Und wie man anhand der Euro-Zone sehen kann, kann es auch innerhalb eines (nominalen) Festkurssystems massive Ungleichgewichte geben, so dass auch dieses System institutioneller Regeln bedarf, um die realen internen Wechselkurse, insbesondere bei Lohnstückkostendivergenzen, zu stabilisieren.

G-20: Vorschläge aus Pittsburgh

Im September 2009 befasste sich der G-20 Gipfel in Pittsburgh erstmalig in einigen wenigen Absätzen seines 23-seitigen Abschlusskommuniqué mit den globalen Ungleichgewichten. Darin wird anerkannt, dass die Ungleichgewichte ein ernsthaftes Problem darstellen. Die Politiker bekennen sich zu ausgewogeneren Leistungsbilanzsalden, wobei sowohl Defizit- wie Überschussländer mit Hilfe einer stärkeren Politikkoordination Maßnahmenbündel durchsetzen sollen. Es wird also eine symmetrische Verantwortung beider Ländergruppen gefordert. Ohne Beeinträchtigung offener Gütermärkte sollen Länder mit hohen Defiziten in der Leistungsbilanz Maßnahmen zur Förderung der privaten Ersparnis und zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte ergreifen sowie ihre Exportsektoren stärken. Hingegen sollen Länder mit anhaltend hohen Überschüssen – vermutlich ist hier China in erster Linie gemeint, aber auch Deutschland – ihre Binnennachfrage stärken, z. B. durch höhere Investitionen; durch Finanzmarktreflexionen Verzerrungen beseitigen; die Produktivität in Dienstleistungssektoren steigern, die normalerweise stark binnenmarktorientiert sind; soziale Sicherungssysteme ausbauen und Restriktionen für die Binnenmarktentwicklung beseitigen. Diese Vorschläge bleiben jedoch recht allgemein, aber es ist aufschlussreich, dass Wechselkurskorrekturen mit keinem Wort angesprochen werden. Auch werden europäische Ungleichgewichte nicht erwähnt, ebenso wenig einzelne Länder wie China oder die USA. Konkretere Pläne sollen in enger Kooperation mit dem IWF erarbeitet werden. Es ist allerdings beacht-

lich, dass der G-20-Gipfel überhaupt ein so gravierendes Problem für die Weltwirtschaft beim Namen nennt.

Diese G-20 Initiative setzt Aktivitäten fort, die der IWF bereits im Jahr 2006 mit seinen sog. „Multilateralen Konsultationen“ begonnen hatte. Damals wurde versucht, mit China, der Euro-Zone, Japan, Saudi-Arabien und den USA länderspezifische Maßnahmenbündel auszuhandeln, die dann koordiniert umgesetzt werden sollten (IMF 2007). Aber die Finanzkrise kam schneller, und man kann bezweifeln, ob die Vereinbarungen wirklich ernsthafte Absichtserklärungen der fünf beteiligten Regierungen waren. Die vorgeschlagenen Maßnahmen waren sehr allgemein gehalten, beschrieben überwiegend das, was ohnehin schon getan bzw. angestrebt wurde, und lassen teilweise kaum Bezug zum zu bekämpfenden Problem erkennen. Wechselkursanpassungen wurden sogar systematisch ausgeklammert. Besonders erstaunlich sind die vereinbarten Maßnahmen für die Euro-Zone, die keinen Bezug auf die Defizit- bzw. Überschussländer erkennen lassen. Jüngst hat sich auch die EZB positiv zu diesen unzulänglichen, ja untauglichen Initiativen geäußert und als Ansatzpunkte für neuerliche Schritte vorgeschlagen (EZB 2010: 104). Immerhin kann man sagen, dass schon im Jahr 2006 innerhalb des IWF und zwischen den beteiligten fünf Ländern (inklusive „Euroland“) Konsens dahingehend herrschte, dass sowohl Defizit- wie Überschussländer handeln müssen.

Für China werden von vielen Analysten umfangreiche Reformen zum Aufbau sozialer Sicherungssysteme gefordert, die das private Sparen – vermeintlich zu exzessiv wegen hoher sozialer Unsicherheit – mindern sollen, ferner Reformen im Finanzsektor, die nationales Sparen attraktiver machen und auch Ausschüttungen von Gewinnen staatlicher Unternehmen erleichtern. Dahinter steht die bereits weiter oben kritisierte Vorstellung einer privaten und unternehmerischen „Sparschwemme“ in China, die es einzudämmen gelte. Ohne Aufwertung des Renminbi würde Chinas Wachstum dann aber noch höher als in der Vergangenheit ausfallen; wie viel zusätzlich importiert würde, sei dahingestellt. Sinnvoller wären dagegen eine weitere kräftige Aufwertung

sowie eine Änderung der Einkommensverteilung zugunsten der Lohneinkommen und der landwirtschaftlichen Einkommen. So könnten verminderte Exporte durch Binnennachfrage ersetzt werden, Konsum und Investitionen würden besser ausbalanciert. In diesem Fall würde der Schwerpunkt der Anpassung auf der Exportseite liegen, nicht bei höheren Importen.

Vorschläge für Korrekturen in der Euro-Zone

Die Europäische Kommission (2010) sowie eine von EU-Ratspräsident Herman van Rompuy geleitete Task Force haben im Herbst 2010 Vorschläge vorgelegt, wie exzessive Leistungsbilanzungleichgewichte in der Euro-Zone korrigiert werden sollen. Diese Vorschläge sind im Zusammenhang mit der vorgesehenen Härtung des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) zu sehen, die prozedurale Reformen bei der Überwachung und der Einhaltung der Haushaltsdefizite vorsieht, quasi-automatische Sanktionen und die Einbeziehung der Schuldenquote bei der Bemessung der erforderlichen Senkung exzessiver Budgetdefizitquoten. Im Rahmen dieser Reformen wird auch ein dauerhafter Rettungsschirm für Mitgliedsländer mit notleidender Staatsverschuldung vorgesehen (Europäischer Krisenmechanismus). Der Schwerpunkt der vorgesehenen Reformen liegt auf der Reduktion von Haushaltsdefiziten, während privatwirtschaftlichen Quellen von Leistungsbilanzdefiziten kaum Aufmerksamkeit gewidmet wird. Offenbar liegt den Überlegungen der EU-Kommission die Vorstellung zugrunde, dass die Defizite in der Euro-Zone vorwiegend durch zu hohe Budgetdefizite zustande kommen bzw. dass Privatverschuldung im Ausland eher Privatsache der jeweiligen Schuldner und Gläubiger ist. Jedoch ist der größte Teil der Leistungsbilanzdefizite in der Euro-Zone Folge exzessiver Finanzierungsdefizite nicht-staatlicher Sektoren im Ausland.

Die EU-Kommission schlägt – über die Reform des SWP hinaus – vor, Leistungsbilanzungleichgewichte in der Euro-Zone mit Hilfe von makroökonomischen Indikatoren genau zu beobachten, notfalls Verfahren gegen Länder mit exzessiven Defiziten oder Überschüssen einzu-

leiten und im äußersten Fall Sanktionen bis zu einer Höhe von 0,1 Prozent des BIP zu erlassen. Wann Leistungsbilanzsalden als exzessiv anzusehen sind, bleibt jedoch unklar. Die Sanktionsoption scheint eher symbolischer Art zu sein. Ein Set von relevanten Indikatoren soll beobachtet werden, zu dem neben Budgetdefiziten auch Lohnstückkosten und die jeweiligen Nettovermögenspositionen gegenüber dem Ausland gehören. Der Vorschlag kann als ein erster Ansatz gewertet werden, das Problem von Leistungsbilanzungleichgewichten wenigstens zu thematisieren und als symmetrisches Problem von Überschuss- und Defizitländern zu behandeln. Allerdings ist es ein Kompromiss, der den Überschussländern nur mit Mühe abgerungen werden konnte und möglicherweise nur einen zahnloser Formelkompromiss darstellt. Endgültige Entscheidungen im Europäischen Rat werden im März 2011 erwartet und können hier noch nicht berücksichtigt werden.

Der SVR (2010: 67-135) hat zu diesen Vorschlägen Stellung bezogen und die makroökonomische Überwachung von Leistungsbilanzungleichgewichten mehrheitlich kritisiert, weil sie seiner Meinung nach eigentlich überflüssig sei. Makroökonomische Beobachtung der Wettbewerbsfähigkeit von Mitgliedsländern sei zwar positiv zu beurteilen, würde aber ohnehin schon betrieben. Soweit Defizite in der Leistungsbilanz durch Budgetdefizite verursacht sind, sollten sie durch den SWP ernsthaft und sanktionsbewehrt mit besseren Entscheidungsregeln bekämpft werden. Soweit sie privatwirtschaftlich generiert sind, würde eine einheitliche und wirksame Bankenaufsicht in der Euro-Zone ausreichen, eine übermäßige Kreditvergabe zu vermeiden bzw. Gläubiger im Fall von Kreditausfällen mit in die Haftung zu nehmen. Im Übrigen wird vom SVR auf die Vorteilhaftigkeit von Auslandsverschuldung bzw. Auslandsinvestments hingewiesen, also auf die Möglichkeit „guter“ Defizite bzw. Überschüsse. Die divergente Entwicklung von Lohnstückkosten könne dagegen nicht Gegenstand staatlicher Aufsicht sein, wenn die Tarifautonomie gewahrt werden solle.

Bereits das Minderheitsvotum des Sachverständigen Peter Bofinger widerspricht dieser

Sichtweise deutlich. Nur wenn Gläubiger Risiken vorausschauend präzise einschätzen können, also Finanzmärkte rationalen Erwartungen folgten, die auch makroökonomische Entwicklungen einbeziehen, können exzessive, privat verursachte Ungleichgewichte vermieden werden. Diese Voraussetzungen liegen jedoch in der Realität nicht vor. Bankenaufsicht und Finanzmarktrationalität sind damit überfordert. Wie erwähnt muss befürchtet werden, dass Korrekturen zu spät, also reaktiv erfolgen und zu schmerzvollen Krisen führen. Die Fokussierung auf übermäßige Budgetdefizite kann zudem eine prozyklische, wachstumsdämpfende Sparpolitik fördern oder gar deflationär wirken, wenn die Überschussländer nicht parallel auf eine expansive Fiskalpolitik umschwenken (vgl. auch Horn u. a. 2011).

Die überblicksartig dargestellten Vorschläge zur Vermeidung und zum Abbau vorhandener Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen könnten unterschiedlicher kaum sein. Das hat natürlich auch damit zu tun, dass internationale Politikkoordination von Nationalstaaten außerordentlich schwierig ist und am ehesten Chancen hat, wenn unabweisbare Probleme auftreten, die Handlungsbedarf erzwingen, oder wenn ein Land bzw. mehrere Länder eine Führungsrolle übernehmen. Die Schwierigkeiten liegen aber auch in den festgefahrenen Wachstumspfaden der einzelnen Länder begründet, denn die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte sind letztlich nur Reflex binnenwirtschaftlicher Ungleichgewichte zwischen Sparen und Investieren.

8. Schlussfolgerungen

Moderate Ungleichgewichte können im Prinzip durch eine expansivere Fiskal- und Geldpolitik in Verbindung mit stärkeren Lohnsteigerungen in den Überschussländern und entsprechend umgekehrten Maßnahmen in den Defizitländern vermindert und beseitigt werden, also ohne Wechselkursanpassungen. Überließe man die Aufgabe allein den Defizitländern, wird die Last für sie größer, politisch schwerer durchsetzbar und es könnte, wenn es sich um eine Vielzahl von Defizitländern handelt, zu anhaltender deflationärer Austeritätspolitik führen, die die Weltwirtschaft stark belastet. Dies gilt insbesondere, wenn das größte Defizitland die USA sind, die nicht nur ihr eigenes Wachstum, sondern auch das der Weltwirtschaft schwächen würden. Insofern ist die parallele expansive Politik der Überschussländer notwendig, um das Wachstum der Weltwirtschaft trotz „Sparpolitik“ der Defizitländer zu gewährleisten. Aber auch größere Überschussländer wie Deutschland, denen viele kleinere Defizitländer gegenüberstehen, müssen letztere bei notwendigen Anpassungsmaßnahmen unterstützen, wenn nicht andere zusätzliche Defizitländer an die Stelle der bisherigen treten sollen.

Schwere und persistente Leistungsbilanzungleichgewichte bedürfen weitergehender Maßnahmen. Haben sich Volkswirtschaften über längere Zeiträume auf eine exportorientierte Wachstumsstrategie ausgerichtet, die hohe Exportüberschüsse erzielen oder gar steigern soll („Neo-Merkantilismus“), und haben sich umgekehrt andere Länder auf anhaltende hohe Leistungsbilanzdefizite eingestellt, die auf privatwirtschaftliche Defizite oder Haushaltsdefizite gegenüber dem Ausland zurückzuführen sind, dann tauchen gravierende wirtschaftliche Probleme mit großem Gefahrenpotenzial auf. Selten han-

delt es sich um überwiegend „gute“ Defizite bzw. Überschüsse, die im Defizitland Investitionen und Wachstum dauerhaft steigern. In solchen Fällen sind reale Wechselkursanpassungen unvermeidlich. Wenn keine Wachstumseinbußen entstehen sollen, muss das aufwertende Land die Binnennachfrage nicht nur einmalig erhöhen, sondern die Wachstumsrate der Binnennachfrage auf Dauer steigern. In der Regel erfordert dies ein höheres Wachstum der Löhne und damit eine Veränderung der Einkommensverteilung. Dies ist beispielsweise sowohl in China als auch in Deutschland notwendig. Die Absenkung der Leistungsbilanzüberschüsse kann auch von einer expansiven Geld- und/oder Fiskalpolitik begleitet werden, aber dies wird nur vorübergehend möglich sein, wenn Inflationsgefahren vermieden werden sollen.

Überschussländer, die ihre inneren Ungleichgewichte zwischen Sparen und Investieren länger anhaltend nicht korrigieren, sondern Wachstum allein oder vorwiegend durch Exportüberschüsse erzeugen, betreiben eine „Beggar-Thy-Neighbour“-Politik, indem sie ihre Inlandsnachfrage drosseln, Nachfrage nach ihrem Exportüberschuss von den Handelspartnern erwarten und diese so in eine Defizitposition drängen. Wenn Aufwertungen in den Überschussländern ausbleiben, weil die Wechselkurse fixiert sind, Währungen also systematisch unterbewertet werden oder Wechselkursanpassungen innerhalb einer Währungsunion nicht mehr möglich sind, müssen politische Korrekturen gesucht werden. Handels- und Kapitalströme würden ansonsten systematisch und dauerhaft verzerrt. Letzten Endes schaden sich aggressive Exportüberschussländer selbst, wenn sie ausbleibende Zuwächse der Inlandsnachfrage durch Nettoexporte ersetzen wollen. Denn da das Gewicht der Nettoexporte in der

aggregierten Gesamtnachfrage im Verhältnis zur Inlandsnachfrage gering ist, wird das Wirtschaftswachstum, trotz aller Exporterfolge, schwach ausfallen.²⁶

Durch eine reale Abwertung erhalten Defizitländer bessere Exportchancen, aber nur unter zwei Bedingungen. Erstens müssen sie strukturell wettbewerbsfähig sein, d.h. Produktionsstrukturen für vorteilhaft handelbare Güter haben. Sind sie jedoch Agrarländer²⁷ oder nur wenig industrialisiert, oder aber deindustrialisiert infolge anhaltender Überbewertung ihrer Währung in der Vergangenheit, dann müssen sie erst mühsam neue wettbewerbsfähige Produktionsstrukturen aufbauen. Dies ist beispielsweise für einzelne südeuropäische Länder wie Griechenland und Portugal schwierig und langwierig, denn deren Produktionsstruktur ist in ihrer Entwicklung einerseits durch die Überlegenheit hoch entwickelter Ökonomien, andererseits durch die stärkere Wettbewerbsfähigkeit von Schwellenländern bedroht. Ähnliches gilt für manche wettbewerbschwache osteuropäische Länder. Zweitens bringt eine reale Abwertung nur dann dauerhafte Wachstumschancen für ein Land, wenn das Bruttoinlandsprodukt der Abnehmerländer wächst, d.h. wenn die Überschussländer sich erfolgreich auf stärker binnenwirtschaftlich orientiertes Wachstum umstellen. Wenn sie ihrerseits mit noch stärkerer Überschussorientierung auf die Bemühungen der Defizitländer, ihre Leistungsbilanzdefizite zu senken, reagieren, kommt am Ende ein desaströser realer Abwertungswettlauf zustande, eine deflationäre Kostensenkungskonkurrenz, die allen schadet.

Wie erwähnt sind die USA ein ganz besonderes Defizitland, weil sie das wichtigste Reservewährungsland darstellen. Insofern sind sie das

wichtigste Anlageland für Währungsreserven und damit auch für private Kapitalanlagen, weil ihr Wechselkursrisiko begrenzt ist. Damit sind die USA gewissermaßen ein „geborenes“ Defizitland. Gerät jedoch das Defizit zu groß, wird der Reservestatus der USA unterminiert und unglaubwürdig. Daher kommt man an der Frage, die 1969 von Robert Triffin und neuerdings auch von der UNCTAD und der Stiglitz-Kommission wieder aufgeworfen wurde, nicht vorbei, wie Währungsreserven in anderen Währungen als in US-Dollar angelegt werden können, etwa in Sonderziehungsrechten. Oder eine große Reform des Weltwährungssystems à la Keynes 1944 rückt ins Zentrum der Reformüberlegungen, da eine Rückkehr zum alten Bretton-Woods-System mit dem US-Dollar als alleinigem „Weltgeld“ gerade vermieden werden muss.

Die innereuropäischen Leistungsbilanzungleichgewichte sind ebenfalls besonderer Art, da nominale Wechselkursanpassungen ausscheiden. Alternative interne reale Wechselkursanpassungen über Korrekturen in der Lohnstückkostendynamik in der Währungsunion, also eine Art koordinierte Einkommenspolitik, erscheinen unvermeidlich, sind allerdings schwierig. Selbst der Ausbau der Euro-Zone zu einer Transferunion könnte diese Notwendigkeit kaum vermeiden, denn sich ausweitende Leistungsbilanzdivergenzen würden fortwährend größere Transfers in die Defizitländer verlangen.

In jüngster Zeit wurde vorgeschlagen, die ausländischen Gläubiger von Defizitländern, d.h. von privatwirtschaftlichen und staatlichen Defiziten, so in die Haftung zu nehmen, dass sie von exzessiven Kapitalexporten in Defizitländer Abstand nehmen. Die Gläubiger würden folglich von vornherein den Defizitländern eine höhere

26 In dem folgenden, stark vereinfachten Beispiel erhöht eine Steigerung der Exporte um 10 Prozent in einem stark exportorientierten Land das BIP um günstigstenfalls 3 Prozent, während eine Steigerung der konsumtiven Inlandsnachfrage der Privathaushalte und des Staates um 10 Prozent das BIP um 4,2 Prozent erhöht (freie Produktionskapazitäten in beiden Fällen unterstellt). Im Ausgangszustand seien das BIP 100, Exporte 50, Importe 40, privater und staatlicher Konsum 70, Investitionen 20 Geldeinheiten (in konstanten Preisen): $Y = C + I + X - M$ bzw. $100 = 70 + 20 + 50 - 40$. Steigt der Export von 50 auf 55, die Importe daraufhin bei konstanter Importquote von 40 Prozent um 2 (0,4x5), nimmt das BIP um 3 Prozent zu. Steigt die konsumtive Nachfrage um 10 Prozent von 70 auf 77, werden 4,2 Einheiten zusätzliche Konsumgüter im Inland produziert, 2,8 im Ausland, was den Import auf 42,8 steigert. Das BIP steigt also um 4,2 Prozent. Bleibt dabei das BIP im Ausland konstant, müsste die Exportsteigerung über eine reale Abwertung erreicht werden, wodurch die Inlandsnachfrage wegen teurerer Importe um maximal 4 (wenn keine Imports substitution eintritt) sinken und das exportgetriebene Wachstum des realen BIP am Ende deutlich schwächer als 3 Prozent ausfallen würde.

27 Es gibt nur wenige Agrarländer, die mit Agrarexporten hohes Wachstum nachhaltig erreichen konnten.

Risikoprämie bei der Kreditvergabe oder eine höhere Verzinsung von Anleihen abfordern. Dies setzt allerdings voraus, dass Finanzinvestoren von vornherein Risiken verlässlich einschätzen können und dass überdies die verbleibenden Risiken nicht systemische Risiken sind, die am Ende nur vom Staat oder der Zentralbank abgesichert werden können. Es gibt große Zweifel, ob in einer Welt, in der Zukunftserwartungen nicht immer „rational“, sondern hochgradig unsicher sind, Anlagerisiken hinreichend gut abgeschätzt werden können, zumal es sich bei Leistungsbilanzungleichgewichten ja um makroökonomische Risiken handelt. Daher erscheint es vernünftiger, diese Risiken und Unsicherheiten von vornherein zu vermeiden, indem zu hohe Leistungsbilanzungleichgewichte nicht zugelassen werden. Geordnete Insolvenzverfahren bei notleidenden Staatsanleihen ebenso wie „Collective Action Clauses“ helfen in erster Linie erst dann, wenn Überschuldungsprobleme bereits eingetreten sind.

Man könnte anstelle einer Gläubigerbeteiligung an Kreditrisiken auch eine vorbeugende Vermeidung exzessiver Kapitalexporte bzw. -importe in Form von Kapitalexport- oder -importkontrollen vornehmen (Dieter/Higgott 2010). Denn eine Kontrolle von Kapitalströmen, also staatliches „Kapitalbilanzmanagement“, hat Auswirkungen auf die Leistungsbilanz. Insbesondere Entwicklungs- und Schwellenländer wenden dieses Instrument an, beispielsweise auch Indien. Um das indische Leistungsbilanzdefizit zu begrenzen, existieren in begrenztem Umfang Kapitalexportkontrollen und selektive Kapitalimportkontrollen, wobei der Wechselkurs eher stabil gehalten wird. Zwar sind derartige administrative Kapitalimportkontrollen für das wichtigste Defizitland der Welt, die USA, schwer vorstellbar, ebenso wenig für Defizitländer in der EU, die sich zum gemeinsamen freien Binnenmarkt für Güter, Kapital und Arbeit bekennt. Gleichwohl könnten die USA durchaus indirekte Kapitalzuflussrestriktionen bei zu hohen Leistungsbilanzdefiziten institutionalisieren, indem übermäßige Gewinne im Finanzsektor, die Anreize für Kapitalimporte darstellen, besteuert oder höhere Mindestreservesätze für exzessive Kapitalzuflüsse gesetzt werden. Chile, Brasilien, Korea und verschiedene

andere Länder haben dies relativ erfolgreich praktiziert (vgl. auch seitens des IWF die neuerliche Akzeptanz von Kapitalverkehrskontrollen bei Ostry u. a. 2010).

Natürlich könnte man exzessive Leistungsbilanzdefizite im Prinzip auch durch Importsteuern mindern, wie es der Nobelpreisträger Paul Krugman vorgeschlagen hat (Krugman 2010a). Hierfür gibt es eine starke politische Unterstützung in den USA, insbesondere hinsichtlich einer Steuer auf chinesische Importgüter, sofern China seine Währung nicht aufwertet. Die Importsteuern müssten allerdings für die Exportsubventionierung verwendet werden, weil ansonsten importhaltige Exporte sinken würden, so dass keine wesentliche Verbesserung der Handelsbilanz eintreten würde. Wenn Überschussländer mit gleichgerichteten Maßnahmen reagieren würden, wäre gar nichts gewonnen. Am Ende könnte sich Handelsprotektionismus ausbreiten, der auch den Defizitländern schadet. Selbst wenn Handelsbilanzdefizite mit Importsteuern und Exportsubventionen vermindert werden könnten, könnten starke Kapitalimporte in einem Defizitland erneut Ungleichgewichte hervorrufen, die durch eine weitere Erhöhung der Importsteuer abgebaut werden müssten.

Diese Überlegungen machen deutlich, dass Korrekturmaßnahmen im Falle starker und anhaltender Leistungsbilanzungleichgewichte ohne Wechselkursanpassungen kaum wirksam sein werden (siehe auch die empirischen Untersuchungen des IWF). Allerdings müssen auch Wechselkursanpassungen von weiteren Reformen unterstützt werden, welche das interne Ungleichgewicht zwischen Sparen und Investieren in den Defizit- und Überschussländern abbauen. Wechselkurskorrekturen sind dann notwendig, wenn es schwere Verzerrungen in der Wettbewerbsfähigkeit von Volkswirtschaften gibt. Dennoch sind Wechselkursänderungen kein Allheilmittel. Ihre Wirkung auf die Leistungsbilanz kann durch Kapitalströme neutralisiert oder überkompensiert werden. Beispielsweise kann ein Defizitland, das real abwertet, durch Kapitalzuflüsse, z. B. durch ausländische Direktinvestitionen oder eine stark zunehmende Staatsverschuldung, wiederum mehr importieren und die exportsteigernde Wirkung

der Abwertung zunichte machen. Vor allem bei einer global stark divergierenden Banken- und Kapitalmarktaufsicht mit ganz unterschiedlichen Standards kann es Anreize für Kapitalströme geben, die mit Wechselkursanpassungen nicht reguliert werden können. Theoretisch könnte auch die nationale Geldpolitik genutzt werden, indem sie mittels höherer oder niedrigerer Zinsen Kapitalströme aus dem Ausland anzieht oder abstößt, Wechselkurse und damit die Kapitalbilanz und spiegelbildlich die Leistungsbilanz beeinflusst. Allerdings hat die Geldpolitik die primäre Aufgabe, Inflation zu bekämpfen, nicht aber Leistungsbilanzungleichgewichte zu vermeiden. In letzter Instanz bleiben dann in der Tat nur Kapitalverkehrskontrollen oder Abgaben auf Exporte bzw. Importe. Die Leistungsbilanz ist also nicht allein eine Funktion des Wechselkurses. Mithin ist ein größeres Maßnahmenpaket notwendig.

Insgesamt zeigt sich, dass das im deutschen Stabilitäts- und Wachstumsgesetz von 1967 verankerte wirtschaftspolitische Ziel eines „außenwirtschaftlichen Gleichgewichts“ im Sinne allenfalls moderater Abweichungen des Leistungsbilanzsaldos von Null auch in Zeiten der Globalisierung weiterhin relevant und von größter weltwirtschaftlicher Bedeutung ist. Gerade weil dank globaler Finanzmärkte die Illusion entsteht, dass selbst große Leistungsbilanzdefizite locker und auf Dauer finanziert werden können, erhöhen sich die Risiken von außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten. Deshalb bedarf es eines globalen Konsenses, dass außenwirtschaftliche Gleichgewichte im Sinne nur geringer Leistungsbilanzungleichgewichte für das Funktionieren der Weltwirtschaft notwendig sind.

Die eingangs gestellten sechs Fragen lassen sich zusammenfassend wie folgt beantworten:

1. *Unter welchen Bedingungen sind Leistungsbilanzungleichgewichte ein Problem?* Je größer und länger anhaltend die Ungleichgewichte sind, desto größer die Wahrscheinlichkeit von Gefahren, insbesondere wenn sich die Nettovermögenspositionen gegenüber dem Ausland in den Überschuss- und Defizitländern immer weiter spreizen.
2. *Gibt es „gute“ und „schlechte“ Ungleichgewichte, wachstums- und wohlförderungsfördernde einerseits*

und Krisen erzeugende andererseits? Wohlfahrtssteigernde andauernde Ungleichgewichte existieren selten – am ehesten, wenn die Defizitländer auf einem hohen Wachstumspfad nachholender Entwicklung sind, ihre Wachstumsrate größer als der Zinssatz ist und die Kapitalimporte vorwiegend ausländische Direktinvestitionen darstellen, die den Wachstumspfad erhöhen. Allerdings gibt es für diesen Entwicklungspfad nicht viele erfolgreiche Beispiele. Die meisten großen und länger andauernden Leistungsbilanzdefizite führten zu Verschuldungskrisen und/oder zu Vermögenspreisblasen, die irgendwann platzten; sie sind häufig Ausdruck neo-merkantilistischer Unterbewertungsstrategien, die andere Länder in Leistungsbilanzdefizite treiben, weil die Förderung der inländischen Nachfrage unterlassen wird. Derartige Ungleichgewichte drohen zu eskalieren, weil sie auf strukturell überlegener bzw. mangelnder internationaler Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaften beruht, die Marktanteile fortschreitend umverteilt. Schließlich gibt es im Rahmen des geltenden Weltwährungssystems unvermeidbare Defizite, die durch die Anlage von Währungsreserven in Reservewährungsländern entstehen. Diese Quelle von in jüngster Zeit stark ansteigenden Defiziten deutet auf die Notwendigkeit einer Reform des globalen Währungssystems hin.

3. *Wenn es schlechte oder gar gefährliche Ungleichgewichte gibt, wer ist schuld und damit verantwortlich für Korrekturen – das „nachlässige“ Defizitland, das „fleißige“ Überschussland oder beide?* Ursachen und Wirkungen, „Täter“ und „Opfer“ lassen sich schwer auseinander halten. Bei Ungleichgewichten in der Leistungsbilanz sind immer zwei oder mehr Länder beteiligt. Allerdings haben große und wirtschaftlich starke Länder, gleich ob Defizit- oder Überschussländer, eine besondere Verantwortung. Aber selbst Defizitländer, die eine unverantwortliche Auslandsverschuldung ihrer Haushalte zulassen, die schuldenfinanzierte Konsumbooms und Vermögenspreisblasen tolerieren oder gar fördern, bedürfen hier der aktiven Mithilfe der Überschussländer.

4. *Haben die Ungleichgewichte zur Finanzkrise in den USA beigetragen?* Zusammen mit den Fehlregulierungen der Finanzmärkte nicht nur in den USA, sondern auch in Europa, haben die Ungleichgewichte maßgeblich zur Entstehung der Finanzkrise und der nachfolgenden Weltwirtschaftskrise beigetragen. Dies gilt vor allem für das exzessive Anschwellen der Ungleichgewichte in den Jahren 2004-2008. Die massiven Kapitalexporte, einschließlich der Währungsreserven, in die USA haben die Nachfrage nach neuen, toxischen Finanzprodukten geschaffen, Risiken unterbewertet und übermäßige Liquidität bereitgestellt, die die Finanzindustrie ausgenutzt hat. Die Kapitalzuflüsse haben den exzessiven Konsum der Privathaushalte und die hohen Budgetdefizite des Staates in den USA erst ermöglicht. Ohne den Status des US-Dollars als Reservewährung mit dem damit verbundenen Vertrauensbonus wäre die Krise nicht möglich gewesen.
5. *Sind die Euro-Zonen-Ungleichgewichte Teil der globalen Ungleichgewichte?* Ja, die Länder der Euro-Zone und die anderen EU-Länder sind in globale Handels- und Kapitalströme einbezogen. Für die Überschussländer der Euro-Zone ist der reale effektive Euro-Wechselkurs massiv unterbewertet, für die Defizitländer überbewertet. Die Defizitländer haben nicht nur gegenüber den Überschussländern der Euro-Zone ein Defizit, ebenso wie die Überschussländer auch Länder außerhalb der Euro-Zone ins Defizit treiben. Ein Niedergang der Europäischen Währungsunion hätte weltweite Auswirkungen. Das derzeitige System der europäischen Ungleichgewichte bremst das Wirtschaftswachstum in der Währungsunion und der EU-27 insgesamt.
6. *Wie sehen Korrekturen für exzessive, also „schlechte“ Ungleichgewichte aus?* Märkte können bestenfalls leichte Ungleichgewichte krisenfrei heilen, Marktkorrekturen größerer und andauernder Ungleichgewichte erfolgen meist plötzlich und krisenhaft; sie können sehr hohe volkswirtschaftliche Verluste verursachen. Daher sind präventive wirtschaftspolitische Korrekturen notwendig. Es sollte allgemein anerkannte Regeln zur Vermeidung von zu großen Leistungsbilanzungleichgewichten geben. Leitbild sollte ein „außenwirtschaftliches Gleichgewicht“ sein. Sanktionen für Länder mit großen Ungleichgewichten sind notwendig. Selten können schwerwiegende Ungleichgewichte ohne Wechselkurskorrekturen bereinigt werden. Je größer die Ungleichgewichte sind, desto schwieriger werden die Korrekturen.

Literaturverzeichnis

- AMECO 2010: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission, http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm
- Bergsten, C.F. 2009: The Long-Term International Economic Position of the United States, Peterson Institute of International Economics, Washington, D.C.
- Bergsten, C.F. 2009a: The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis, in: Foreign Affairs, Bd. 88 (6), November/December.
- Bernanke, B. S. 2005: The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, Sandridge Lecture, 10. März, Richmond, VA, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>
- Bernanke, B.S. 2009: Financial Reform to Address Risk, Speech at the Council on Foreign Relations, 10. März, Washington D.C., <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm>
- Bernanke, B.S. 2011: International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States 2003-2007, in: Global Imbalances and Financial Stability, Banque de France Financial Stability Review No. 15, Paris, S. 13-26.
- Blanchard, O.; Milesi-Ferretti, G.M. 2009: Global Imbalances: in Midstream?, IMF Staff Position Note, SPN/09/29, Washington, D.C.
- Blanchard, O.; Milesi-Ferretti, G.M. 2011: (Why) Should Current Account Balances Be Reduced? IMF Staff Discussion Notes No. 11/03, Washington, D.C.
- Caballero, R. et al. 2008: An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates, in: American Economic Review, Bd. 98 (1), S. 358-393.
- CEA (Council of Economic Advisers) 2010: Report to the President 2010, Washington, D.C.
- Claessens, St.; Evenett, S.; Hoekman, B. 2010: Rebalancing the Global Economy: A Primer on Policymaking, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.
- Cooper, R.N. 2008: Global Imbalances, Globalization, Demography, and Sustainability, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 22 (3), S. 93-112.
- Cooper, R.N. 2010: How Serious Are Global Imbalances?, in: Collignon, St. u. a. (eds.): Rebalancing the Global Economy. Four Perspectives on the Future of the International Monetary System, Bertelsmann Stiftung, Gütersloh, S. 52-78.
- David, A. C. 2008: Controls on Capital Inflows and the Transmission of External Shocks, in: Cambridge Journal of Economics, Bd. 32 (6), S. 887-906.
- Davidson, P. 2009: The Keynes Solution: The Path To Global Economic Prosperity, New York.
- Deutsche Bundesbank 2010: HWWI-Rohstoffpreisindex, http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.php?first=1&open=&func=row&tr=IUW501&showGraph=1
- Dieter, H.; Higgott, T. 2010: Managing Global Imbalances: Is it Time to Consider Some Form of Sanctions?, in: Claessens, St.; Evenett, S.; Hoekman, B. (eds.): Rebalancing the Global Economy: A Primer on Policymaking, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London, S. 197-204.
- Dooley, M. P. u.a. 2003: An Essay on the Revived Bretton Woods System, NBER Working Paper No. 9971, Cambridge, Mass.

- Dullien, S. 2010: Ungleichgewichte im Euro-Raum. Akuter Handlungsbedarf auch für Deutschland, WISO Diskurs, Dezember, Friedrich-Ebert-Stiftung, Bonn.
- Eichengreen, B. 2007: *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, Cambridge, Mass./London.
- Europäische Kommission 2010: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Enforcement Measures to Correct Excessive Macroeconomic Imbalances in the Euro Area, COM2010 525/2, Brussels.
- EZB (Europäische Zentralbank) 2010: Globale realwirtschaftliche und finanzielle Ungleichgewichte und deren Abbau – ein Ausblick, in: Monatsbericht April, S. 95 - 105.
- G-20 2009: G-20 Summit: Framework For Strong, Sustainable, and Balanced Growth, http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf
- Gang, Fan 2006: Currency Asymmetry, Global Imbalances, and Rethinking of the International Currency System, in: Teunissen, J.J.; Akkerman, A. (eds.): *Global Imbalances and the US Debt Problem. Should Developing Countries Support the US Dollar?*, The Hague, S. 87 - 105.
- Goldstein, M.; Lardy, N. 2006: China's Exchange Rate Policy Dilemma, in: *American Economic Review*, Bd. 96 (2), S. 422-426.
- Goldstein, M.; Lardy, N. 2009: The Future of China's Exchange Rate Policy, Peterson Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics 87, Washington D.C.
- Gourinchas, P.-O.; Rey, H.; Govillot, N. 2010: Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty, IMES Discussion Paper Series No. 2010-E-20, Bank of Japan, Tokyo.
- Greenspan, A. 2010: The Crisis, http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2010_spring_bpea_papers/spring2010_greenspan.pdf
- Hau, H.; Rey, H. 2008: Home Bias at the Fund Level, in: *American Economic Review*, Papers and Proceedings, Bd. 98 (2), S. 333-338.
- Horn, G. et al. 2011: Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik 2011. Der Euroraum in Trümmern?, IMK-Report Nr. 59.
- IMF 2007: The Multilateral Consultation on Global Imbalances, IMF Issues Brief, Issue 07/03, Washington, D.C.
- IMF 2010: Direction of Trade Statistics (DOTS), CD-ROM, Washington, D.C.
- IMF 2010a: World Economic Outlook (WEO), April, Washington, D.C.
- IMF 2010b: Balance of Payments Statistics (BoP), CD-ROM, Washington, D.C.
- IMF 2011: Enhancing International Monetary Stability – A Role for the SDR?, January 7, Washington, D.C.
- Joebges, H. et al. 2010: Deutschlands Exportüberschüsse gehen zu Lasten der Beschäftigten, WISO Diskurs, Dezember, Friedrich-Ebert-Stiftung, Bonn.
- Keynes, J.M. 1980: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XXV, Activities 1940-1944: Shaping the Post-War World: The Clearing Union, Cambridge.
- Krugman, P. 2010: Chinese New Year, in: *New York Times*, 15. November.
- Krugman, P. 2010a: Taking On China, in: *New York Times*, 14. März.
- Lin, Justin Y. et al. 2010: US-China External Imbalance and the Global Financial Crisis, in: *China Economic Journal*, Bd. 3 (1), S. 1-24.
- Lucas, R. 1990: Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?, in: *American Economic Review*, Bd. 80 (2), S. 92-96.
- Mann, C.L. 2009: International Capital Flows and the Sustainability of the US Current Account Deficit, in: Bergsten, C.F. (ed.): *The Long-Term International Economic Position of the United States*, Peterson Institute of International Economics, Washington, D.C., S. 35-64.

- Mayer, J. 2010: Global Rebalancing: Effects on Trade Flows and Employment, UNCTAD Discussion Paper No. 200, Geneva.
- Obstfeld, M.; Rogoff, K. 2009: Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes, <http://www.econ.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf>
- OECD 2010: Economic Outlook 86 Database, Paris.
- Ostry, J. et al. 2010: Capital Inflows: The Role of Controls, IMF Staff Position Note, SPN/10/04, Washington, D.C.
- Portes, R. 2009: Global Imbalances, in: Dewatripont, M.; Freixas, X.; Portes, R. (eds.): Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London, S. 19-26.
- Portes, R. 2010: The Costs of Global Imbalances, in: Claessens, St.; Evenett, S.; Hoekman, B. (eds.): Rebalancing the Global Economy: A Primer on Policymaking, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London, S. 39-42.
- Priewe, J. 2010: What Went Wrong? Alternative Interpretations of the Global Financial Crisis, in: Dullien, S. et al. (eds.): The World Economy in Crisis – The Return of Keynesianism?, Marburg/Lahn, S. 31-62.
- Priewe, J.; Herr, H. 2005: The Macroeconomics of Development and Poverty Reduction. Strategies Beyond the Washington Consensus, Baden-Baden.
- Priewe, J.; Rietzler, K. 2010: Deutschlands nachlassende Investitionsdynamik 1991-2010. Ansatzpunkte für ein neues Wachstumsmodell, WISO Diskurs, Dezember, Friedrich-Ebert-Stiftung, Bonn.
- Servén, L.; Nguyen, H. 2010: Global Imbalances Before and After the Global Crisis, Policy Research Working Paper 5354, The World Bank, Washington, D.C.
- Skidelsky, R. 2003: John Maynard Keynes: 1883-1946: Economist, Philosopher, Statesman, London/Basingstoke/Oxford.
- SVR (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung), Jahresgutachten, verschiedene Jahrgänge, Bonn.
- Teunissen, J.J.; Akkerman, A. 2006: Global Imbalances and the US Debt Problem. Should Developing Countries Support the US Dollar?, The Hague.
- Triffin, R. 1960: Gold and the Dollar Crisis, New Haven.
- UNCTAD 2009: Trade and Development Report, Geneva.
- UNPGA 2009: Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System, <http://www.un.org/ga/president/63/PDFs/reportofexpters.pdf>
- Weltbank 2010: World Development Indicators, www.worldbank.org
- Winkler, A. 2010: Unbalanced but Converging – the Pre-Crisis Process and its Implications for the Post-Crisis Recovery, in: Internationale Politik und Gesellschaft, Heft 1, S. 45-57.
- Woo, Wing Thye 2006: China's Macroeconomic Imbalances: The Liquidity Tango Mechanism, in: Teunissen, J.J.; Akkerman, A. (eds.): Global Imbalances and the US Debt Problem. Should Developing Countries Support the US Dollar?, The Hague, S. 106-130.
- Woolridge, P.D. 2006: Veränderte Zusammensetzung von Währungsreserven, in: BIZ Quartalsbericht, September, S. 29-45.
- Yu, Yongding 2007: Global Imbalances and China, in: The Australian Economic Review, Bd. 40 (1), S. 3-23.
- Zhou, Xiaochuan 2009: Reform of the International Monetary System, Rede vom 23. März 2009, www.pbc.gov.cn

Anhang

Tabelle A1:

Salden der Leistungsbilanz (LBS), des Budgets (BS) und des Privatsektors (PSS) in % des BIP: Ausgewählte Leistungsbilanzdefizitländer

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
USA, LBS	-0,8	-1,3	-1,7	-1,5	-1,6	-1,7	-2,4	-3,2	-4,2	-3,7	-4,3	-4,7	-5,3	-5,9	-6,0	-5,2	-4,9	-3,0	-3,4	-3,7
USA, BS	-5,9	-5,1	-3,7	-3,3	-2,3	-0,9	0,3	0,7	1,5	-0,6	-4,0	-5,0	-4,4	-3,3	-2,2	-2,8	-6,5	-11,2	-10,7	-9,4
USA, PSS	5,1	3,8	2,0	1,8	0,7	-0,8	-2,8	-3,9	-5,7	-3,1	-0,3	0,3	-0,9	-2,7	-3,8	-2,4	1,6	8,2	7,3	5,7
Spanien, LBS	-3,5	-1,1	-1,2	-0,3	-0,2	-0,1	-1,2	-2,9	-4,0	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-9,0	-10,0	-9,6	-5,3	-3,8	-3,0
Spanien, BS	-4,0	-7,3	-6,8	-6,5	-4,9	-3,4	-3,2	-1,4	-1,0	-0,7	-0,5	-0,2	-0,4	1,0	2,0	1,9	-4,1	-9,6	-8,5	-7,7
Spanien, PSS	0,5	6,2	5,5	6,2	4,6	3,3	2,0	-1,5	-3,0	-3,3	-2,8	-3,3	-4,9	-8,3	-11,0	-11,9	-5,5	4,2	4,7	4,7
Griechenland, LBS	-3,2	-1,9	-1,2	-3,4	-4,6	-3,9	-2,8	-5,6	-7,8	-7,3	-6,8	-6,5	-5,8	-7,3	-11,3	-14,4	-14,6	-11,1	-10,0	-10,1
Griechenland, BS	-10,9	-11,9	-8,3	-9,1	-6,6	-5,9	-3,8	-3,1	-3,7	-4,4	-4,8	-5,7	-7,4	-5,3	-3,2	-4,0	-7,8	-12,7	-9,8	-10,0
Griechenland, PSS	7,8	10,0	7,0	5,7	2,1	2,0	1,0	-2,5	-4,0	-2,8	-2,0	-0,8	1,6	-2,0	-8,1	-10,4	-6,8	1,6	-0,1	0,0
Portugal, LBS	-0,2	0,4	-2,3	-0,1	-4,2	-5,9	-7,0	-8,5	-10,2	-9,9	-8,1	-6,1	-7,6	-9,5	-10,0	-9,4	-12,1	-9,7	-10,7	-11,1
Portugal, BS	-4,2	-7,5	-7,2	-5,0	-4,5	-3,5	-3,4	-2,8	-3,0	-4,3	-2,9	-3,0	-3,4	-6,1	-3,9	-2,7	-2,8	-6,7	-7,6	-7,8
Portugal, PSS	4,0	7,9	4,9	4,9	0,3	-2,4	-3,6	-5,7	-7,3	-5,6	-5,2	-3,1	-4,2	-3,4	-6,1	-6,8	-9,4	-3,0	-3,2	-3,4
Australien, LBS	-3,5	-3,1	-4,8	-5,2	-3,7	-2,9	-4,8	-5,3	-3,7	-2,0	-3,8	-5,4	-6,1	-5,7	-5,3	-6,3	-4,6	-4,2	-4,5	-4,0
Australien, BS	-5,5	-4,4	-4,5	-3,7	-2,4	-0,7	1,6	2,0	0,9	-0,1	1,3	1,8	1,2	1,7	1,9	1,8	1,0	-4,0	-3,5	-2,6
Australien, PSS	1,9	1,3	-0,4	-1,5	-1,4	-2,2	-6,4	-7,3	-4,7	-1,9	-5,1	-7,2	-7,3	-7,5	-7,2	-8,1	-5,6	-0,2	-1,0	-1,3
Island, LBS	-2,4	0,7	1,9	0,7	-1,8	-1,7	-6,7	-6,7	-10,1	-4,2	1,6	-4,6	-9,6	-16,0	-25,0	-15,4	-40,4	-8,1	-1,6	-1,6
Island, BS	-2,8	-4,5	-4,7	-3,0	-1,6	0,0	-0,4	1,1	1,7	-0,7	-2,6	-2,8	0,0	4,9	6,3	5,4	-13,6	-15,7	-10,1	-5,8
Island, PSS	0,4	5,2	6,6	3,7	-0,3	-1,7	-6,3	-7,9	-11,8	-3,6	4,2	-1,7	-9,6	-20,9	-31,3	-20,9	-26,9	7,5	8,4	4,3

Quelle: OECD 2010, eigene Berechnungen.

Tabelle A2:

Leistungsbilanzsaldo in % des BIP in der Europäischen Union und in OECD-Ländern

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EU-27	0,3	0,6	0,9	0,3	-0,1	-0,8	-0,3	0,2	0	0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,9	-0,5	-0,5
EU-15	0,3	0,7	1,2	0,6	0,0	-0,6	-0,1	0,5	0,3	0,6	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,3
Euro-Zone	0,5	0,8	1,3	0,6	0,3	-0,4	0,0	0,7	0,3	0,9	0,1	0,2	0,2	-0,7	-0,6	-0,4
OECD	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-1,3	-1,0	-1,1	-1,0	-0,9	-1,4	-1,6	-1,2	-1,6	-0,9	-0,8

Quelle: AMECO-Datenbank.

Tabelle A3:

Sparen und Investitionen in % des Bruttonationaleinkommens bzw. des BIP in ausgewählten Defizitländern

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
USA, Sparen	17,4	15,6	13,8	12,9	13,3	14,0	14,7	14,3	12,5
USA, Investitionen	19,9	19,1	17,9	17,9	18,1	18,9	18,9	18,0	k.A.
Spanien, Sparen	22,7	22,7	23,7	24,0	23,2	22,7	22,6	22,3	20,5
Spanien, Investitionen	25,8	25,9	26,2	27,1	28,0	29,3	30,5	30,9	29,5
Portugal, Sparen	17,7	17,5	17,4	17,3	15,9	13,5	12,8	13,6	12,6
Portugal, Investitionen	27,0	26,4	24,9	22,8	22,6	22,1	21,7	21,8	21,6
Griechenland, Sparen	12,7	13,6	12,1	13,4	14,0	12,2	12,5	10,2	7,3
Griechenland, Investitionen	21,6	21,6	22,4	23,7	22,5	21,8	22,7	22,6	19,6
Ungarn, Sparen	20,6	20,4	18,9	17,5	18,2	19,1	19,3	17,7	15,8
Ungarn, Investitionen	22,9	22,9	23,0	22,0	22,4	22,9	21,5	21,0	20,1
Australien, Sparen	27,7	26,9	27,0	28,3	27,0	28,4	29,9	31,0	32,8
Australien, Investitionen	24,1	21,3	22,2	24,1	24,7	25,0	26,0	26,0	27,0

Quelle: Weltbank, WDI 2010.

Abbildung A1: Globale Leistungsbilanzungleichgewichte 2008 – 150 Länder in Mrd. US-\$

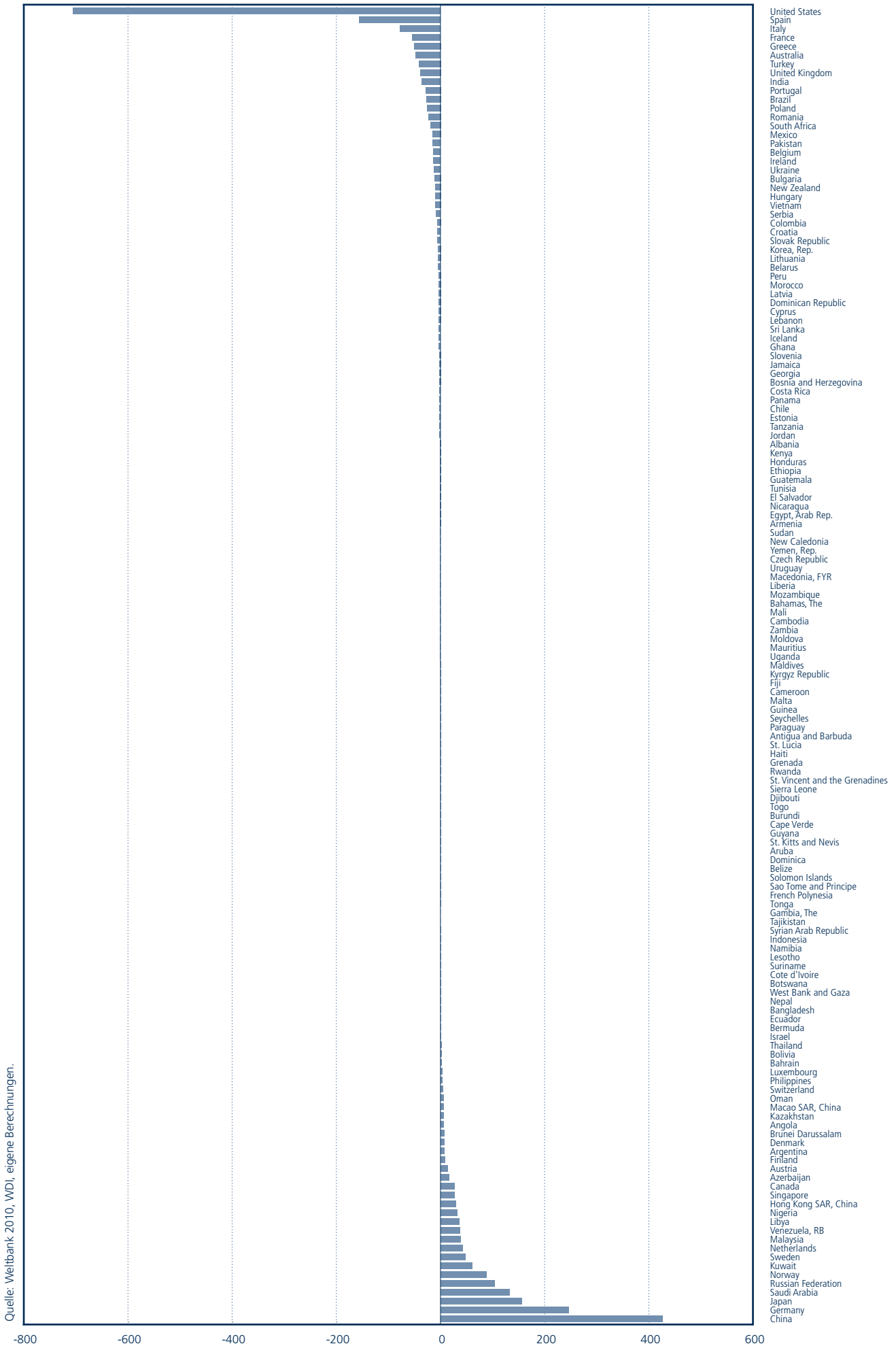


Abbildung A2:

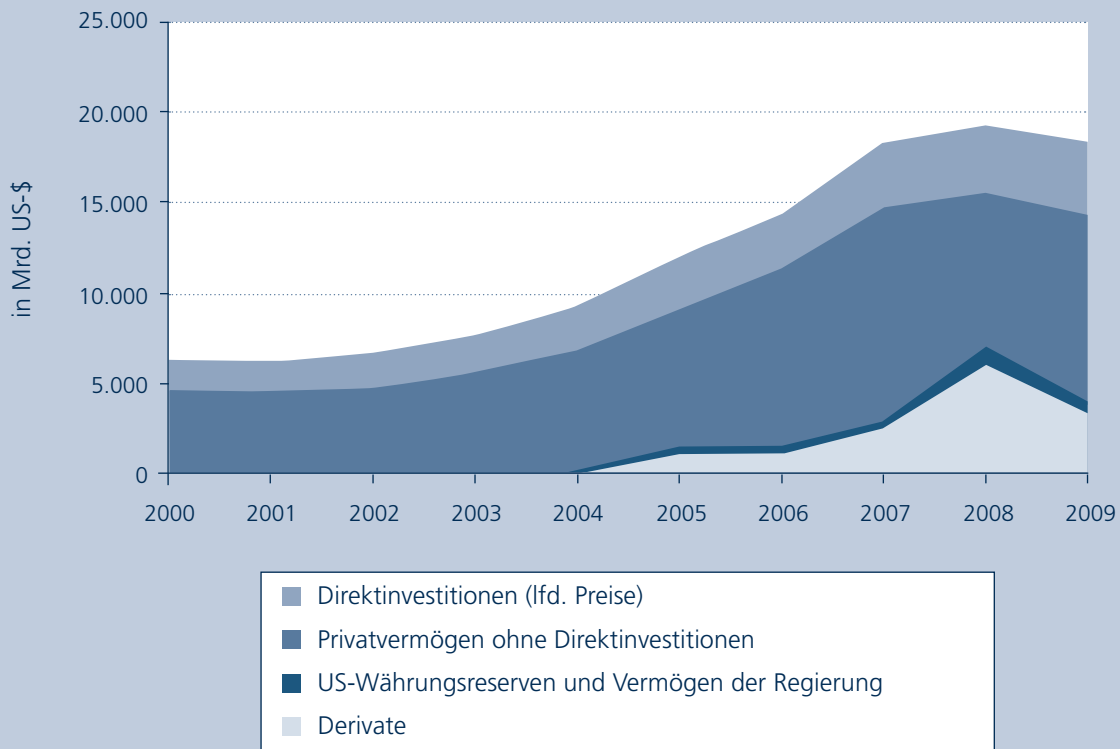
Salden der Leistungsbilanz, des Budgets und des Privatsektors in OECD-Ländern 2008



Quelle: OECD 2010, eigene Berechnungen.

Abbildung A3:

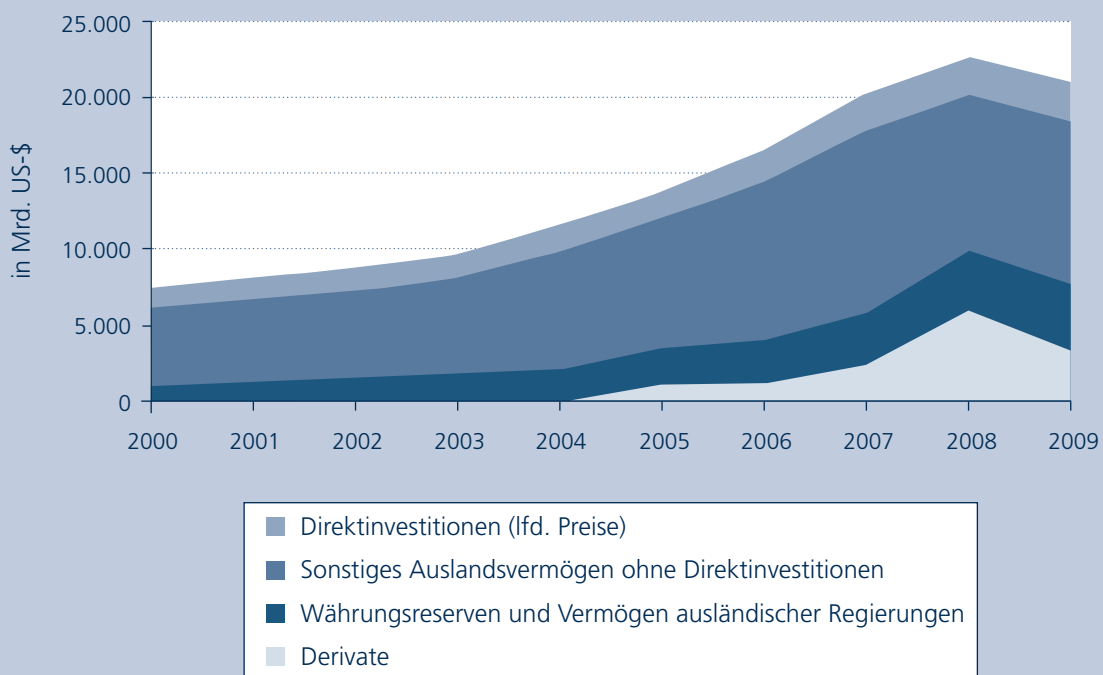
Bruttoauslandsvermögen der USA



Quelle: Bureau of Economic Analysis, eigene Berechnungen.

Abbildung A4:

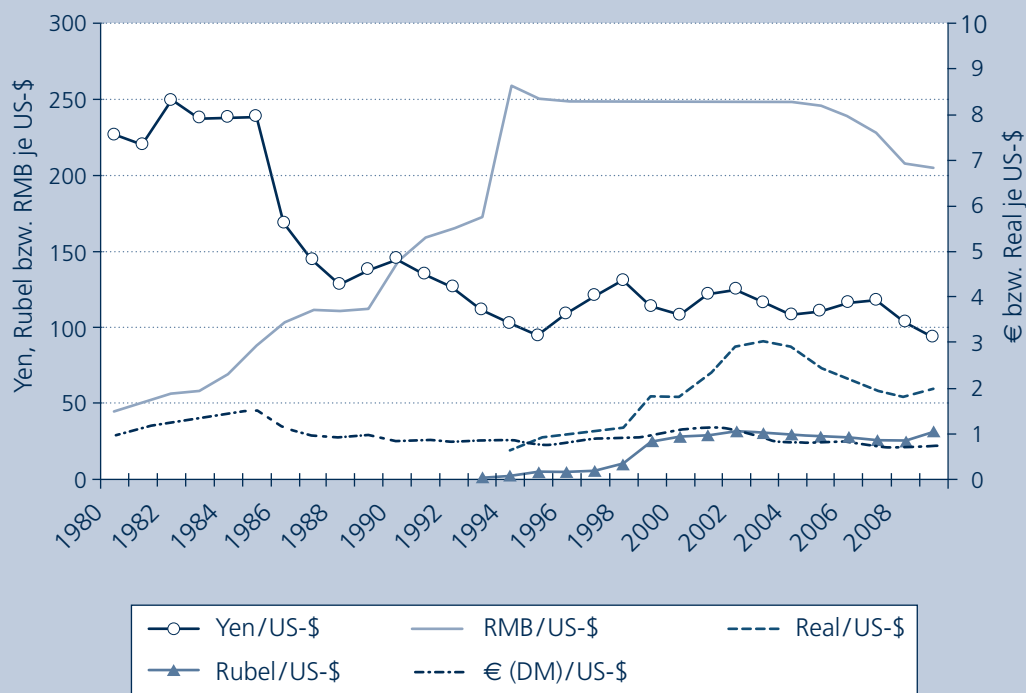
Bruttovermögen des Auslands in den USA



Quelle: Bureau of Economic Analysis, eigene Berechnungen.

Abbildung A5:

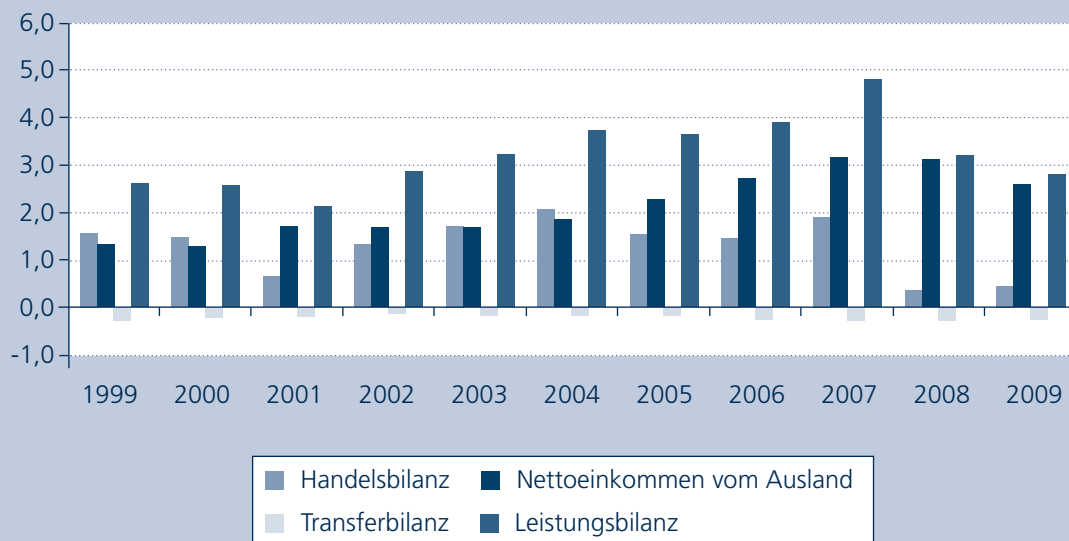
Wechselkurse – lokale Währung je US-\$



Quelle: Weltbank, WDI 2010.

Abbildung A6:

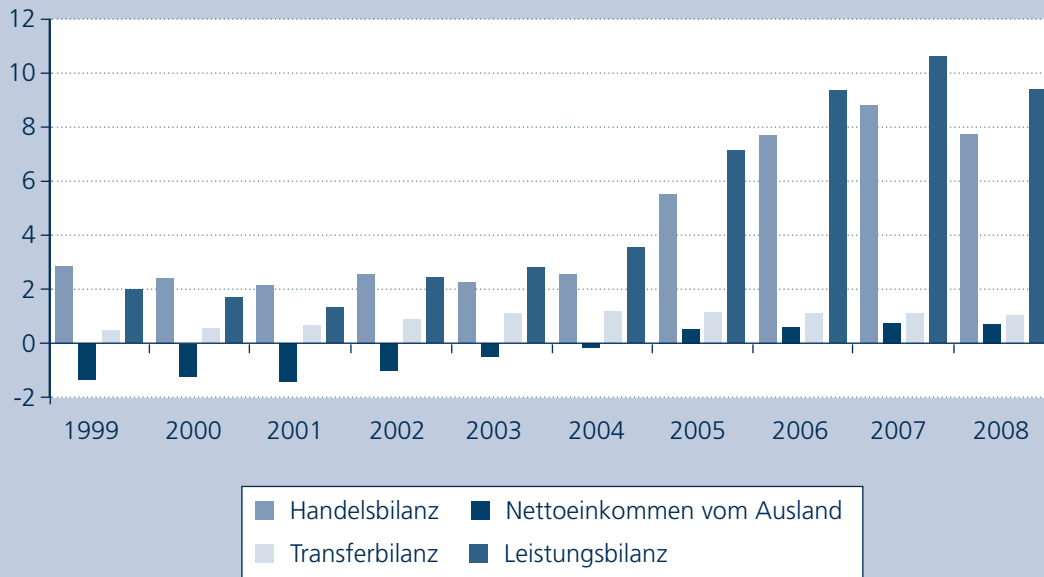
Leistungsbilanz Japans in % des BIP



Quelle: Weltbank, WDI 2010, IWF, BoP 2010.

Abbildung A7:

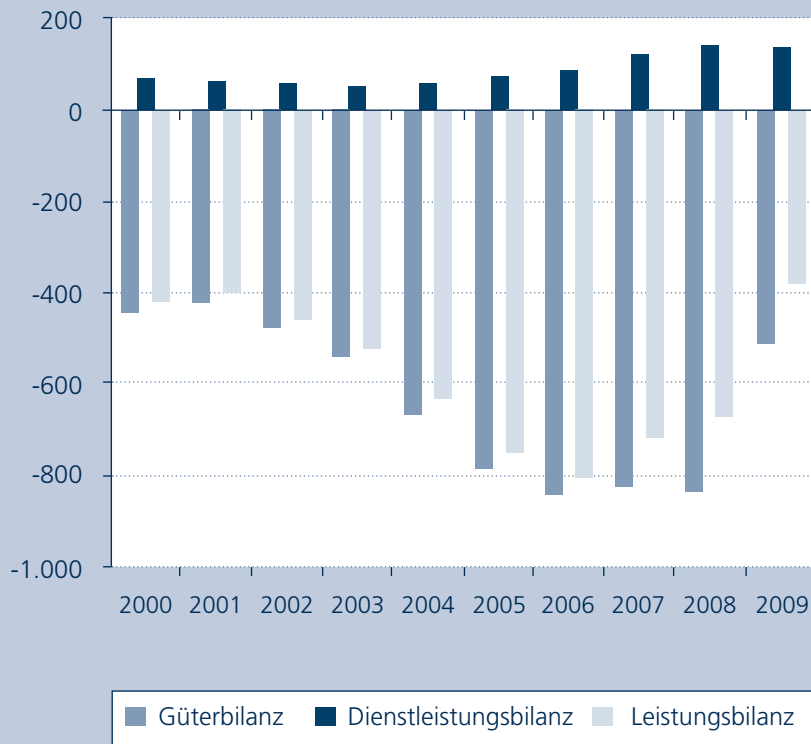
Leistungsbilanz Chinas in % des BIP



Quelle: Weltbank, WDI 2010, IWF, BoP 2010.

Abbildung A8:

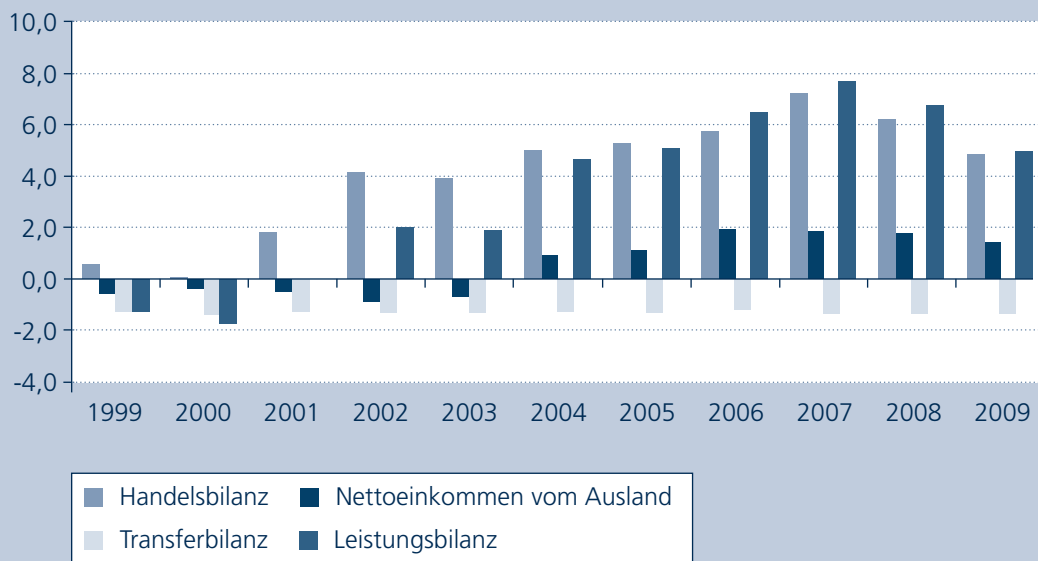
Leistungsbilanz der USA in Mrd. US-\$



Quelle: Bureau of Economic Analysis.

Abbildung A9:

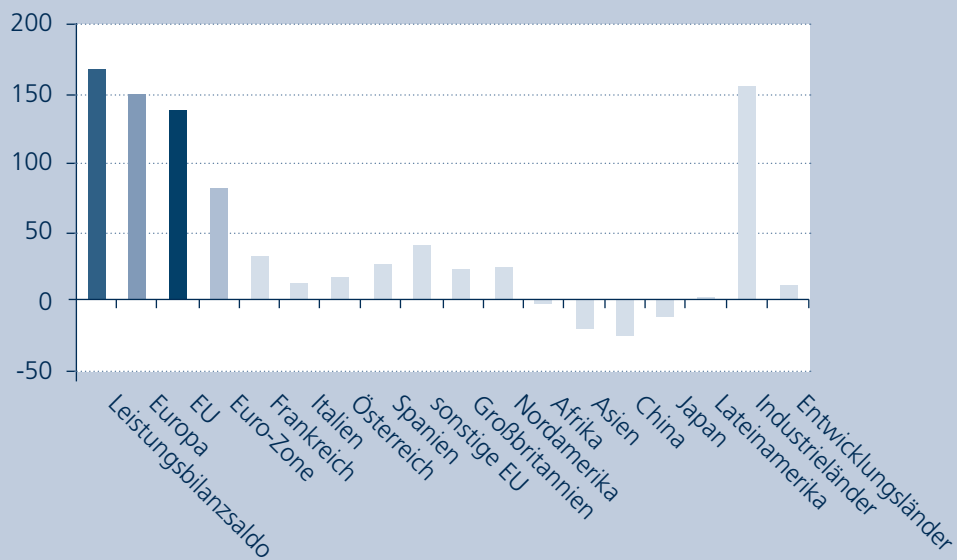
Leistungsbilanz Deutschlands in % des BIP



Quelle: Weltbank, WDI 2010, IWF, BoP 2010.

Abbildung A10:

Deutschland – regionalisierter Leistungsbilanzsaldo 2008 in Mrd. €



Quelle: Deutsche Bundesbank.

Der Autor

Prof. Dr. Jan Prieve

Professor für Volkswirtschaftslehre, insbesondere für Makroökonomie und
Wirtschaftspolitik, an der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW), Berlin



Neuere Veröffentlichungen der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik

Wirtschaftspolitik

Der Fortschritt ist bezahlbar

WISO direkt

Wirtschaftspolitik

Soziales Wachstum gegen die Schuldenkrise

WISO Diskurs

Wirtschaftspolitik

Globale Ungleichheit: 50:1 für die Reichen!

WISO direkt

Nachhaltige Strukturpolitik

Exporte um jeden Preis? Zur Diskussion um das deutsche Wachstumsmodell

WISO direkt

Europäische Wirtschafts- und Sozialpolitik

Staatsgläubigerpanik ist keine Eurokrise!

WISO direkt

Steuerpolitik

Progressive Sozialversicherungsbeiträge – Entlastung der Beschäftigten oder Verfestigung des Niedriglohnssektors?

WISO Diskurs

Arbeitskreis Mittelstand

Soloselbstständige in der Insolvenz – Zwischen Stigmatisierung und Neustart

WISO direkt

Gesprächskreis Verbraucherpolitik

Was die Verbraucherpolitik von der Verhaltensökonomie lernen kann

WISO direkt

Gesprächskreis Verbraucherpolitik

Nanotechnik im Lebensmittelsektor – Entwicklungen nicht dem Zufall überlassen!

WISO direkt

Arbeitskreis Innovative Verkehrspolitik

Reform des Personenbeförderungsgesetzes – Perspektiven für ein nachhaltiges und integriertes Nahverkehrsangebot

WISO Diskurs

Arbeitskreis Stadtentwicklung, Bau und Wohnen

Das Programm Soziale Stadt –

Kluge Städtebauförderung für die Zukunft der Städte

WISO Diskurs

Gesprächskreis Sozialpolitik

Rente mit 67? Argumente und Gegenargumente

WISO Diskurs

Gesprächskreis Sozialpolitik

Erwerbsminderungsrente – Reformnotwendigkeit und Reformoptionen

WISO Diskurs

Gesprächskreis Arbeit und Qualifizierung

Fiskalische Effekte eines gesetzlichen Mindestlohns

WISO Diskurs

Arbeitskreis Arbeit-Betrieb-Politik

Perspektiven der Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – ungerechtfertigter Stillstand auf der politischen Baustelle?

WISO Diskurs

Arbeitskreis Dienstleistungen

Dienstleistungen in der Zukunftsverantwortung – Ein Plädoyer für eine (neue) Dienstleistungspolitik

WISO Diskurs

Gesprächskreis Migration und Integration

Integrationspolitik in Nordrhein-Westfalen

WISO Diskurs

Frauen- und Geschlechterforschung

Gleichstellungspolitik kontrovers

Eine Argumentationshilfe

WISO Diskurs

Volltexte dieser Veröffentlichungen finden Sie bei uns im Internet unter

www.fes.de/wiso