

KfW Research.

No. 29, Februar 2009



MakroScope.

Globale Ungleichgewichte.

Sind sie für die Finanzmarktkrise (mit-) verantwortlich?

**KfW Bankengruppe**

Palmengartenstraße 5-9

60325 Frankfurt am Main

Telefon +49 69 7431-0

Telefax +49 69 7431-2944

[www.kfw.de](http://www.kfw.de)

Herausgeber/Redaktion:

KfW Bankengruppe, KSb Volkswirtschaft

Telefon +49 69 7431-9001 (Stephanie Schoenwald)

Telefax +49 69 7431-3503

E-mail [research@kfw.de](mailto:research@kfw.de)

Frankfurt am Main, Februar 2009

## Globale Ungleichgewichte

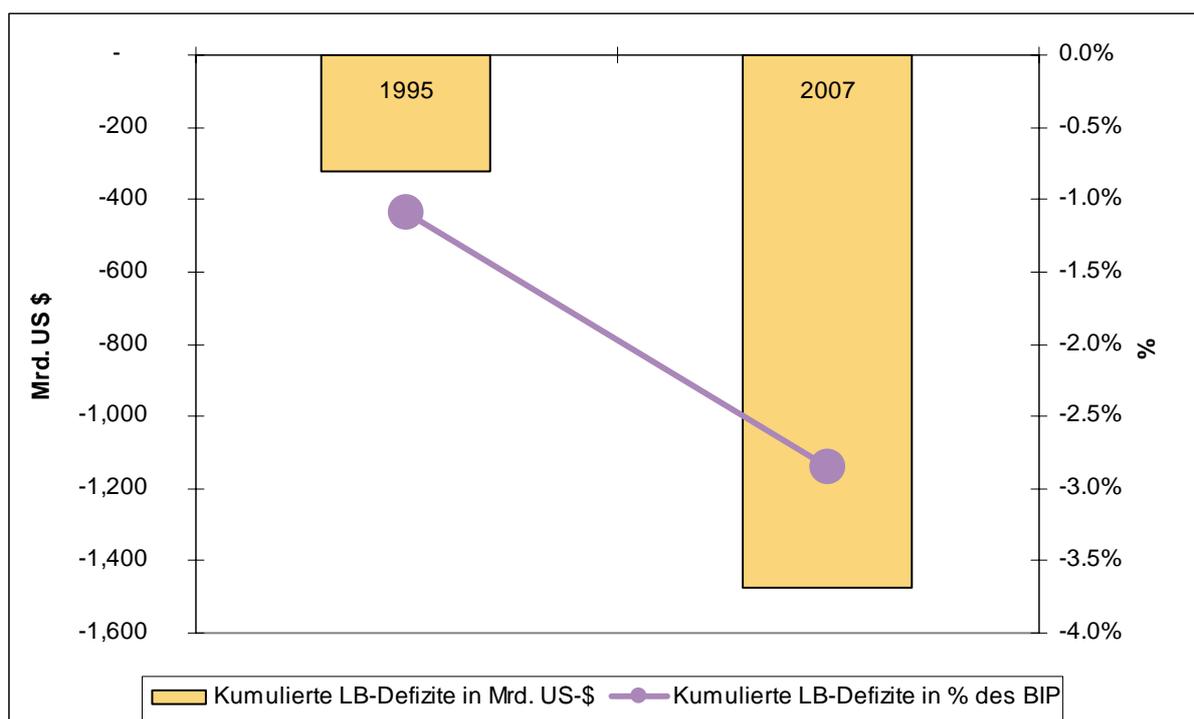
*Sind sie für die Finanzmarktkrise (mit-) verantwortlich?*

*Die Ursachen der seit dem Sommer 2007 anhaltenden Turbulenzen auf den Finanzmärkten sind in den zurückliegenden achtzehn Monaten bereits ausgiebig diskutiert wurden. Da die Krise ihren Ausgang im amerikanischen Subprime-Sektor für Hypothekenkredite nahm, richtete sich der Fokus zunächst auf die mikroökonomischen Strukturen, in denen sich die ausufernde Entstehung und Verwertung dieser einst wenig bedeutsamen Kreditart vollzog. So ist es heute unstrittig, dass insbesondere ungeeignete Anreizstrukturen entlang der Wertschöpfungskette des originate-and-distribute Modells und daraus folgend massiver struktureller moral hazard zu der Anhäufung schlechter Kreditrisiken im Bankensektor führte. Nicht unbeachtet bleiben darf jedoch, dass das makroökonomische Umfeld erst den Nährboden bereitstellte, auf dem die Kreditblase wuchs: Dauerhaft niedrige Realzinsen entlang des Laufzeitspektrums in den USA erhöhten die Kreditnachfrage der amerikanischen Haushalte und den Risikoappetit der Finanzinvestoren. Verantwortlich dafür waren einerseits die laxe Geldpolitik der Federal Reserve und andererseits die enormen Kapitalströme in die USA aus den asiatischen Emerging Markets, die das Spiegelbild der außerordentlichen Leistungsbilanzungleichgewichte sind, die die Weltwirtschaft seit Mitte der 90er Jahre zunehmend prägen. Der folgende Beitrag widmet sich den globalen Ungleichgewichten, um ihren Beitrag zur Finanzmarktkrise zu beleuchten. Dabei wird deutlich werden, dass eine Dimension der Finanzmarktkrise auch die ungeordnete Korrektur des übermäßigen US-Leistungsbilanzdefizits ist. Das informelle „Bretton Woods II – System“, in dem eine enorme Akkumulation von Devisenreserven in den asiatischen Entwicklungs- und Schwellenländern einen kreditgetriebenen Konsum- und Immobilienboom in den USA finanzierte, bricht zusammen, nachdem es in großem Maßstab zu einer Fehlallokation des Kapitals geführt hat. Daraus ergeben sich im Kern zwei Schlussfolgerungen: Erstens verschwindet mit dem Platzen der Kreditblase in den USA auch das globale Wachstumskonzept des vergangenen Jahrzehnts und zweitens ist es zentral, die internationale Reformagenda um Perspektiven für eine neue Währungsordnung zu erweitern.*

## 1 Die globalen Ungleichgewichte : Warum wir besorgt sein müssen

Bereits Ende der 90er Jahre nehmen die globalen Leistungsbilanzungleichgewichte zu. Seit dieser Zeit haben sich die Ungleichgewichte im Welthandel nicht verringert, sie sind im Gegenteil weiter gewachsen. Diese Entwicklung wurde und wird mit großer Besorgnis beobachtet und vor dem Ausbruch der Finanzmarktkrise als eine der größten Bedrohungen für die stabile Entwicklung der Weltwirtschaft eingeschätzt.<sup>1</sup> Das bloße Auftreten von Exportüberschüssen auf der einen und Importüberschüssen auf der anderen Seite allein rechtfertigt eine solche Einschätzung nicht. Denn Leistungsbilanzungleichgewichte sind an sich weder ungewöhnlich noch per se schädlich. Als Spiegelbild der Investitions- und Sparsentscheidungen einer Volkswirtschaft ermöglichen sie den Transfer überschüssiger Ersparnis von einer Ökonomie in eine andere, wo dieses Kapital zur Finanzierung von Investitionen genutzt werden kann.<sup>2</sup> So gesehen sind Leistungsbilanzungleichgewichte nichts anderes als der Ausdruck einer effizienten internationalen Kapitalallokation und der Befriedigung unterschiedlicher Spar- und Investitionswünsche.

**Grafik 1: Kumulierte globale Leistungsbilanzdefizite 1995 und 2007**



Quelle: IMF, eigene Berechnung und Darstellung.

Dennoch können Leistungsbilanzungleichgewichte eine erhebliche Bedrohung für die ökonomische Stabilität sein: Dann nämlich, wenn die internationalen Kapitalflüsse gerade nicht in die Investitionen mit den nachhaltig höchsten Renditen fließen und sich Blasen bilden. In

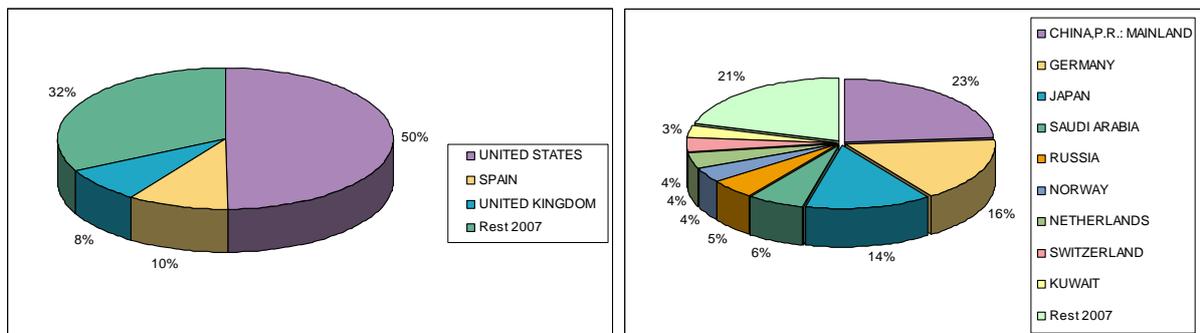
<sup>1</sup> Vgl. z.B. IMF (2002, 2005), SVR (2007).

<sup>2</sup> S. auch Kasten 1.

diesem Falle kann es zu Anpassungskrisen<sup>3</sup> kommen, die je nach Größe des vorangegangenen Ungleichgewichts die Weltwirtschaft mehr oder weniger beeinträchtigen. Die folgende Zusammenstellung von Fakten ist Indiz dafür, dass die heutigen Leistungsbilanzungleichgewichte als Gefahr gesehen werden müssen, die sich in Form der Finanzmarktkrise zu manifestieren begonnen hat.

Die Leistungsbilanzungleichgewichte sind erheblich und haben sich innerhalb nur eines Jahrzehnts aufgebaut (s. Graphik 1). So haben sich die kumulierten Leistungsbilanzdefizite von 1995 bis 2007 von rund 300 Mrd. US \$ auf über 1400 Mrd. US \$ ausgeweitet und erreichen nun etwa 3% des globalen Bruttoinlandsprodukts. Ein Abbau dieser Defizite kann nicht ohne merkliche Folgen für die Weltwirtschaft bleiben, da hierfür erhebliche Anpassungen der Nachfrage- und Angebotsstrukturen notwendig sind.

**Grafik 2: Verteilung der Leistungsbilanzdefizite und – überschüsse 2007**



Quelle: IMF, eigene Berechnung und Darstellung.

Aber nicht nur die Größe der globalen Ungleichgewichte ist bedenklich, sondern auch und gerade deren regionale Konzentration (s. Graphik 2). So entfällt 2007 die Hälfte (50%) der globalen Defizite auf die USA, mit weitem Abstand gefolgt von Spanien (10%) und Großbritannien (8%). Aufgrund dieser Konstellation gilt das US-Leistungsbilanzdefizit auch als Synonym für die globalen Handelsungleichgewichte. Die Verteilung der globalen Überschüsse ist weniger konzentriert. Die zusätzlichen Güter für die Defizitländer stellen neben den klassischen Exportspezialisten der Industrieländer, Deutschland (16%) und Japan (14%), insbesondere China (23%) und die großen Ölexporteur zu Verfügung (s. Graphik 2).<sup>4</sup> Da die globalen Ungleichgewichte nicht die Summe vieler kleiner Defizite und Überschüsse sind, sondern zu über der Hälfte darauf zurückzuführen sind, dass die USA erheblich mehr verbrauchen als sie selbst produzieren, sind die Risiken einer plötzlichen Korrektur für die Weltwirtschaft erheblich. Dies gilt nicht nur wegen des hohen Gewichts der amerikanischen

<sup>3</sup> Eine gute historische Übersicht über die Auflösung globaler Leistungsbilanzungleichgewichte geben Bracke et al.(2008). In den 90er Jahren waren im Schwerpunkt die Emerging Markets durch die ungeordnete Umkehr von Leistungsbilanzsalden betroffen, zu nennen sind in diesem Zusammenhang die „Tequila-Krise“ in Mexiko (1995), die Asienkrise (1997) und die Russland-Krise (1998).

<sup>4</sup> Es ist anzumerken, dass der Euroraum insgesamt eine in etwa ausgeglichene Leistungsbilanz aufweist. Wird der Euroraum in obiger Betrachtung als Einheit behandelt, stehen den Defiziten der USA und UK Überschüsse des asiatischen Raums und der Ölexporteur gegenüber.

Ökonomie, sondern auch wegen der wichtigen Rolle, die der Dollar als Reservewährung und für internationale Handels- und Finanztransaktionen innehat. Aufgrund dieser Konstellation ist im folgenden eine Analyse des US Leistungsbilanzdefizits geboten.

### Kasten 1: Arithmetik der Leistungsbilanz

Um die Ursachen für die Entstehung und mögliche Wege zur Beseitigung des markanten Leistungsbilanzdefizits der USA zu erkennen, ist es hilfreich, sich der Berechnung des Leistungsbilanzsaldos aus verschiedenen Richtungen zu nähern.

#### 1. Der Leistungsbilanzsaldo aus der Sicht des Güterhandels

In der Leistungsbilanz wird der grenzüberschreitende Güterhandel erfasst. Die wesentliche Komponente ihres Saldos ist der Außenbeitrag oder Handelsbilanzsaldo (NX), der die Differenz aus Exporten (X) und Importen (M) von Waren und Dienstleistungen misst. Hinzu kommt der Saldo der Faktoreinkommen (NF) aus dem bzw. an das Ausland. Mit dieser Bilanzposition werden die internationalen Einkommensströme (z.B. Löhne, Gehälter, Zinsen und Dividenden) erfasst. Der Saldo der Faktoreinkommen spielt eine entscheidende Rolle bei Überlegungen zu der Nachhaltigkeit eines vorhandenen Leistungsbilanzdefizits. So führt ein heute vorliegendes Leistungsbilanzdefizit zu einer zunehmenden Auslandsverschuldung, was in der Zukunft Zinszahlungen an das Ausland auslöst und die künftigen Leistungsbilanzsalden verschlechtert. Um dann eine ausgeglichene Leistungsbilanz herbeizuführen, reicht dann nicht mehr die Übereinstimmung von Exporten und Importen aus, sondern es ist die Erzielung eines Exportüberschusses notwendig. Schlussendlich ist der Saldo der laufenden Transferzahlungen an das/aus dem Ausland (NTR) Bestandteil des Leistungsbilanzsaldos.

$$\text{Somit gilt: } LB = (X - M) + NF + NTR \quad (x)$$

Geht man vereinfachend davon aus, dass die internationalen Einkommensströme nur aus Kapitaldiensten auf die Nettoauslandsverschuldung (NAV) der betrachteten Volkswirtschaft bestehen, so erhält man für den Leistungsbilanzsaldo

$$LB = (X - M) - NAV \cdot r^A + NTR. \quad (x)$$

Da der Nettotransfer NTR von untergeordneter Bedeutung ist, ist es für die Analyse eines Leistungsbilanzsaldos sinnvoll, sich auf den Außenbeitrag und die Vermögenseinkommensströme als dynamische Verknüpfung von Leistungsbilanzdefiziten heute und morgen zu beschränken.

#### 2. Der Leistungsbilanzsaldo aus Sicht der heimischen Vermögensbildung

Vorliegende Leistungsbilanzdefizite werden häufig auch dadurch begründet, dass die Ersparnisbildung der Volkswirtschaft (S) nicht ausreichend ist, um die Investitionsausgaben (I) zu decken. Häufig anzutreffen ist auch die Aussage, dass Ökonomien mit Leistungsbilanzdefiziten über ihre Verhältnisse leben, da sie mehr Güter verbrauchen als sie produzieren. Beides lässt sich unter Verwendung von Identitäten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zeigen. Die gesamte Produktion einer Volkswirtschaft (Y) wird entweder konsumiert (C), investiert (I) oder exportiert (NX):

$$Y=C+I+(X-M)$$

Addiert man zu beiden Seiten die Nettoeinkommensströme und Nettotransfers aus dem Ausland und reduziert diese um die Konsumausgaben, so erhält man:

$$Y+NF+NTR-C=I+(X-M)+NF+NTR$$

$$S=I+LB \text{ oder } LB=S-I$$

Zu einem Leistungsbilanzdefizit kommt es also zwangsläufig dann, wenn der Konsumverzicht einer Volkswirtschaft und damit die Ersparnis nicht ausreicht, um die Investitionsfinanzierung sicherzustellen.

Konsum und Investition wird auch unter dem Begriff der Absorption (A) als heimischer Güterverbrauch zusammengefasst. Zieht man nun die Absorption von Gleichung (XX) ab, ergibt sich

$$Y-A=(X-M).$$

Übersteigt die heimische Nachfrage die Produktion, so müssen Güter aus dem Ausland diese Lücke decken, der Außenbeitrag wird negativ. Dies geht in der Regel mit einem Leistungsbilanzdefizit einher.

### 3. Der Leistungsbilanzsaldo aus Sicht der internationalen Finanzmärkte

Die Verbindung der Leistungsbilanz zu den internationalen Finanzmärkten wird durch ihr Spiegelbild, die Kapitalbilanz (KB), deutlich. Die Kapitalbilanz erfasst die grenzüberschreitenden finanziellen Transaktionen. Sie bildet folglich die Veränderungen der Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland ab. Nehmen die Forderungen (Verbindlichkeiten) gegenüber dem Ausland zu, spricht man von Kapitalexporten KX (Kapitalimporten KM). Der Saldo der Kapitalbilanz bestimmt sich aus der Differenz von Kapitalimporten und Kapitalexporten.

Jeder Leistungsbilanztransaktion schlägt sich in der Kapitalbilanz nieder (z.B. führen Warenexporte zu zunehmenden Forderungen an das Ausland), so dass der Leistungsbilanzsaldo dem (negativen) Kapitalbilanzsaldo zzgl. der Zunahme der Devisenreserven (DR) entspricht:

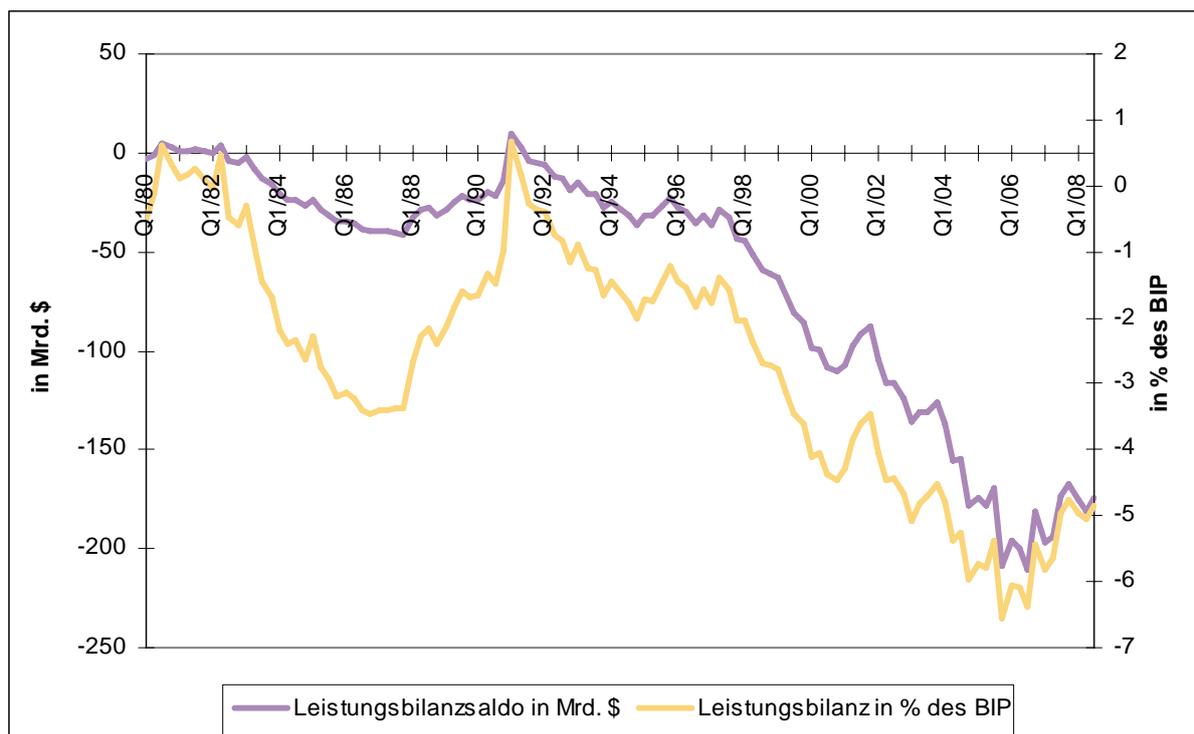
$$LB=-KB+DR$$

Diese Gleichung führt zu einer dritten Sichtweise des Leistungsbilanzdefizits. So wird ein solches hervorgerufen, wenn einer Volkswirtschaft mehr Kapital zufließt, als sie selbst im Ausland anlegt. Wird dieses Kapital nicht zum Aufbau von Devisenreserven verwendet, muss es zu Güterkäufen aus dem Ausland dienen.

## 2 Das Leistungsbilanzdefizit der USA

Das Defizit der amerikanischen Leistungsbilanz ist massiv: 2006 erreichte es mit knapp 800 Mrd. US \$ bzw. 6% des Bruttoinlandsprodukts der USA seine bisherige Rekordhöhe. Seitdem ist es um etwa 1 Prozentpunkt gefallen, bleibt aber immer noch auf hohem Niveau. Der rasche Anstieg um die Jahrtausendwende (s. Graphik 3) führte bald zu Warnungen, dass ein Defizit dieser Größenordnung nicht dauerhaft durch ausländische Investoren finanziert werden würde.<sup>5</sup>

**Grafik 3: Vierteljährlicher Leistungsbilanzsaldo USA**



Quelle: Feri.

Dazu ist anzumerken, dass aus der ökonomischen Theorie keine eindeutige, langfristig tragbare Defizitquote abzuleiten ist.<sup>6</sup> Jedoch gilt, dass Leistungsbilanzdefizite zur Anhäufung von Auslandsschulden führen. Kapitalgeber werden nur so lange bereit sein, weiter neues Kapital zur Verfügung zu stellen, wie sie überzeugt sind, dass die verschuldete Volkswirtschaft dieses inklusive Zinsen am Ende eines unendlichen Zeithorizonts zurückzahlen kann.<sup>7</sup> Dieses „Rückzahlen“ muss zwischen Volkswirtschaften über Exportüberschüsse des verschuldeten Landes erfolgen. Als praktikables Kriterium zur Bewertung der Zahlungsfähigkeit eines Landes wird die Nettoauslandsverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt herangezogen.

<sup>5</sup> Vgl. z. B. Buiter (2006), Obstfeld/Rogoff (2000, 2004), Roubini/Setser (2005), Mussa (2004), Mann (2005).

<sup>6</sup> Verschieden Ansätze stellt Gräf (2007) dar.

<sup>7</sup> Eine ausführliche Darstellung hierzu findet sich in SVR (2007).

gen. Als langfristig tolerierbar gilt eine Größenordnung von etwa 60%<sup>8</sup> des BIP. Ein nominales Wachstum von 5% p.a. vorausgesetzt ist damit ein Leistungsbilanzdefizit von 3% kompatibel.<sup>9</sup> Allerdings sollte die zunehmende Auslandsverschuldung über die anfallenden Zinszahlungen eine negative Einkommensbilanz induzieren. In diesem Falle müsste das Handelsbilanzdefizit auf etwa 1% des BIP sinken, um den Leistungsbilanzsaldo bei 3% zu stabilisieren.<sup>10</sup> Zudem sind Wachstumsraten von 5% p.a. kurz- und mittelfristig wenig realistisch.

#### Kasten 2: Konstante Schuldenstandsquote und Leistungsbilanzdefizit

**Als langfristig akzeptabel wird eine Auslandsverschuldung angesehen, die nicht mehr als 60% des BIP erreicht. Eine Stabilisierung der Schuldenstandsquote in dieser Höhe wird bei einem angenommenen nominalen Wachstum des BIP von 5% p.a. dann erreicht, wenn das Leistungsbilanzdefizit 3 % des BIP beträgt.**

**Die folgende Berechnung zeigt diesen Zusammenhang auf:**

$$0,6 = \frac{NAV_t}{BIP_t} = \frac{NAV_{t+1}}{BIP_{t+1}} = \frac{NAV_t - LB_t}{BIP_t(1 + 0,05)}$$

$$0,6 = \frac{NAV_t}{BIP_t(1 + 0,05)} - \frac{LB_t}{BIP_t(1 + 0,05)}$$

$$\Rightarrow 0,6(1 + 0,05) = 0,6 + \frac{LB_t}{BIP_t}$$

$$\Rightarrow 0,03 = \frac{LB_t}{BIP_t}$$

**Die Schuldenstandsquote liegt heute (t) und morgen (t+1) bei jeweils 60%. Das BIP morgen ist 5% größer als das von heute. Die Nettoauslandsforderung erhöhen sich (betragsmäßig) um das Leistungsbilanzdefizit  $LB_t$ . Geeignete Umformungen führen zu dem Ergebnis, dass eine Defizitquote von 3 % den Schuldenstand bei 60 % des BIP stabilisiert.**

Im Falle der USA ist jedoch ein Paradoxon zu beobachten: Obwohl die Nettoauslandsverschuldung inzwischen einen Wert von über 2,4 Bill. US \$ angenommen hat, ist die Einkommensbilanz weiterhin positiv. Das Auslandsvermögen der USA erbringt folglich eine weit höhere Rendite als an Schuldendienst für die Auslandsverbindlichkeiten anfällt. Dies ist zum größten Teil auf die bessere Performance der US-Direktinvestitionen im Ausland zurückzuführen.<sup>11</sup> Dass dies dauerhaft der Fall sein wird, ist kaum wahrscheinlich; es sei denn, man

<sup>8</sup> Vgl. Gräf (2007); es ist zudem darauf hinzuweisen, dass es die USA als große Ökonomie schwerer haben eine vergleichbare Nettoauslandsverschuldung dauerhaft zu finanzieren, da sie einen größeren Teil des globalen Vermögens benötigen.

<sup>9</sup> S. Kasten 2.

<sup>10</sup> Roubini/Setser(2005).

<sup>11</sup> Diese Beobachtung hat zur Theorie des „Savy Investor“ geführt, nach der die USA weit höhere Leistungsbilanzsalden tragen können als allgemein angenommen, hierzu z.B. Kitchen(2007). Eine Übersicht über diesen und weitere Ansätze („Dark Matter“, „New Economy“), die versuchen zu begründen, warum die USA langfristig ein höheres Leistungsbilanzdefizit tragen können, findet sich in Eichengreen (2006).

will annehmen, dass die US-Investoren systematisch bessere Investitionsmöglichkeiten im Ausland finden können.<sup>12</sup>

Eine Reduktion des Leistungsbilanzungleichgewichts ist folglich mittelfristig nicht zu vermeiden. Dies gilt umso mehr, als die USA ihre Auslandsschulden in ihrer eigenen Währung denominieren können und die ausländischen Gläubiger sich dem Abwertungsrisiko des US-Dollars aussetzen müssen. Fraglich ist, auf welche Weise und wann sich die Anpassung zum neuen Gleichgewicht vollziehen wird. Zwei grundsätzlich verschiedene Szenarien sind in diesem Zusammenhang diskutiert worden:<sup>13</sup>

#### Die weiche Landung

In diesem Szenario wird von einer frühzeitigen und graduellen Abnahme der Kapitalzuflüsse<sup>14</sup> ausgegangen, die z. B. zu einer Verbesserung der Leistungsbilanz um 0,5 Prozentpunkte im Jahr führt. Das sinkende Kapitalangebot erhöht die Zinsen in den USA und reduziert so die Binnennachfrage. Um die globale Nachfrage auf das nun in den USA vorhandene Überschussangebot zu lenken, muss der Dollar abwerten. Eine Verbesserung der Leistungsbilanz um 1 Prozentpunkt wird dabei durch eine reale Abwertung zwischen 5 - 10 Prozent erreicht.<sup>15</sup>

#### Die harte Landung

Eine harte Landung steht bevor, wenn die Kapitalzuflüsse länger anhaltend US-Defizite im Bereich zwischen 4-6% der BIP finanzieren und der Schuldenstand rasch weiter ansteigt. In diesem Fall könnten die Kapitalimporte in die USA abrupt abbrechen, eine Flucht aus dem Dollar setzt ein. Der Dollar wertet deutlich ab, die Zinsen in den USA steigen deutlich an. Die Schwächung der US-Binnennachfrage führt gemeinsam mit der Abwertung zu sinkenden Exporten in die USA. In der Folge fällt das Wirtschaftswachstum, eine Rezession ist möglich.<sup>16</sup>

Diese Anpassungsszenarien wurden zum Teil bereits zu Beginn der Periode hoher US-Leistungsbilanzdefizite entworfen.<sup>17</sup> Seit seinem Maximum Anfang 2002 ist der reale handelsgewichtete Dollarkurs bis Juli 2008 um ca. 25 % gefallen. Diese doch erhebliche Abwertung hat jedoch nicht zu einer Verringerung des Leistungsbilanzsaldos geführt. Ursächlich dafür sind andere Determinanten der Leistungsbilanz, die belastend gewirkt haben dürften:

---

<sup>12</sup> Vgl. Curcuru et al. (2008).

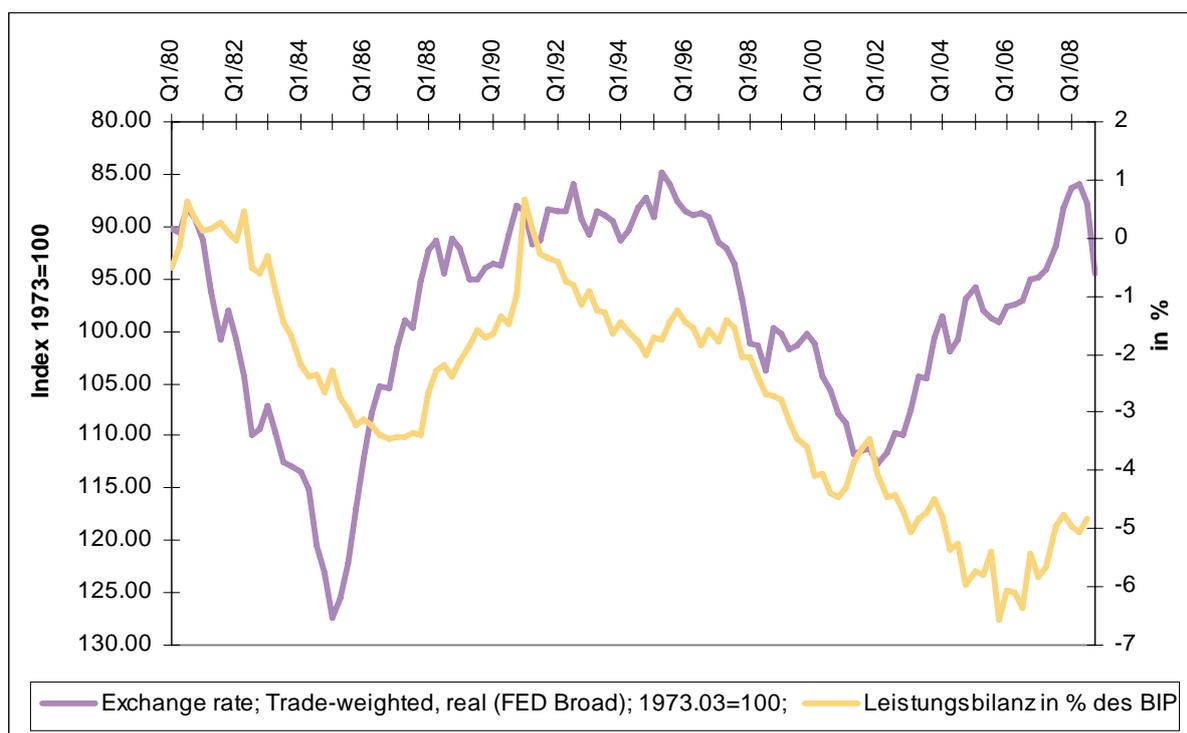
<sup>13</sup> Vgl. hierzu Faruqee et al. (2007), Dovern et al. (2006), Obstfeld/Rogoff (2000), Edwards (2006).

<sup>14</sup> Dovern et al. (2006) gehen z.B. von einem Anstieg der chinesischen Binnennachfrage aus.

<sup>15</sup> Vgl. Eichengreen (2006).

<sup>16</sup> Vgl. auch BIS (2005).

<sup>17</sup> So z.B. Obstfeld/Rogoff (2000).

**Grafik 4: Leistungsbilanzdefizit und Wechselkurs der USA**

Quelle: Feri, eigene Berechnung.

In die Zeit ab 2002 fällt der starke Anstieg des Ölpreises, der die Energieimporte der USA deutlich verteuert hat.

Die USA weisen eine größere Importelastizität als ihre Haupthandelspartner auf, d.h. bei einem um einen Prozentpunkt höheren Wachstum des BIP steigen die Importe in den USA prozentual stärker an. Dieses Phänomen wird nach ihren Entdeckern die Houthakker-Magee-Asymmetrie<sup>18</sup> genannt. Dies führt dazu, dass selbst bei identischen Wachstumsraten cet. par. das Leistungsbilanzdefizit der USA zunimmt. Verstärkend kommt hinzu, dass die USA im letzten Jahrzehnt schneller gewachsen sind als ihre wichtigsten Handelspartner insgesamt.

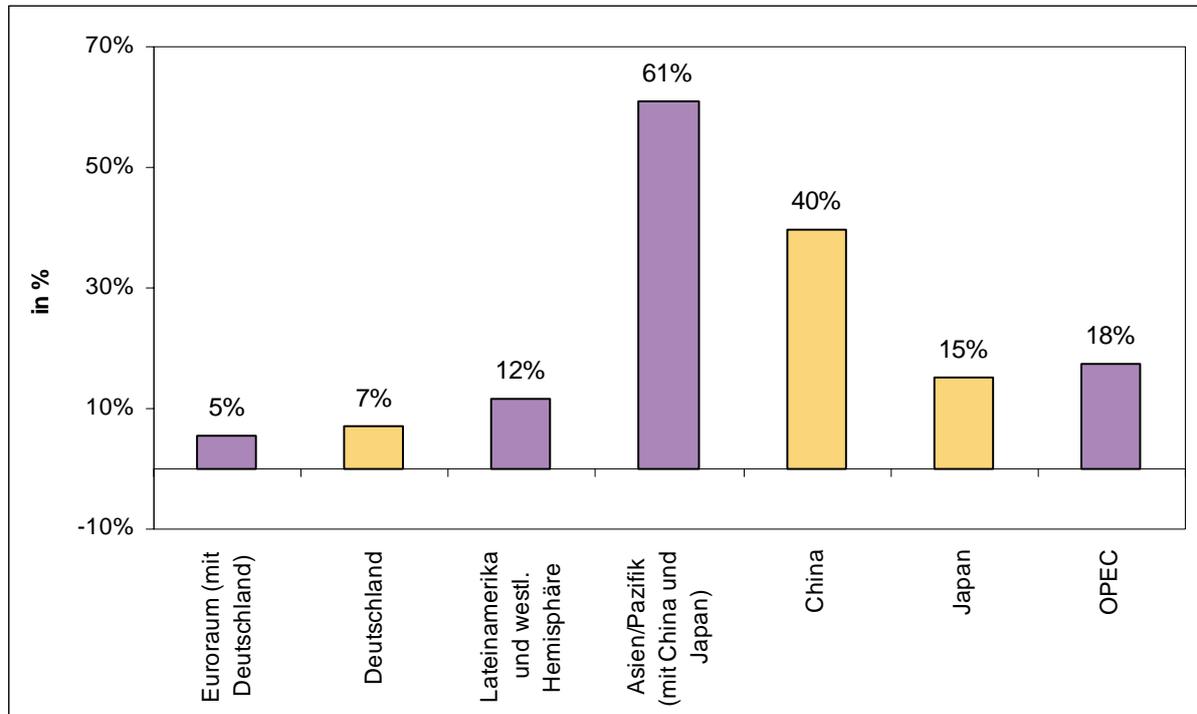
Die reale Abwertung des Dollars ist zum überwiegenden Teil auf seine Schwäche gegenüber dem Euro zurückzuführen. Im gleichen Zeitraum ist der Euro um über 40% gegenüber dem US-Dollar gestiegen. Der Löwenanteil des US-Defizits entfällt aber neben den ölexportierenden Ländern auf den asiatischen Raum (s. Graphik 5). China und Japan gemeinsam sind für 55 % des Importüberschusses der USA verantwortlich. Die Währungen beider Länder haben jedoch nicht mit einer relevanten Aufwertung<sup>19</sup> auf die bilateralen Ungleichgewichte reagiert, da beide Nationen eine exportstimulierende Unterbewertungsstrategie gegenüber dem US-Dollar verfolgen, wie auch die kleineren Schwellenländer Asiens. Während China den Ren-

<sup>18</sup> Houthakker/Magee (1969).

<sup>19</sup> Für den Yen ist einschränkend hinzuzufügen, dass sich dieser seit dem Ausbruch der Subprime-Krise erheblich nach oben bewegt hat.

minbi bis 2005 fest an den Dollar gekoppelt hat und seit dem Umstieg auf einen Währungskorb auch weiterhin nur unzureichende nominale Aufwertungen zugelassen hat, floatet der Yen offiziell frei gegenüber dem Dollar. Die Interventionen am Devisenmarkt durch die japanische Zentralbank können aber am massiven Aufbau der Devisenreserven abgelesen werden.

**Grafik 5: Regionale Verteilung des US-Leistungsbilanzdefizits**



Quelle: Bureau of Economic Analysis, eigene Berechnungen.

Der letzte Punkt weist bereits auf das seit Ende des letzten Jahrhunderts vorherrschende globale Finanzregime hin, das die Entstehung und die für viele unerwartete Persistenz des übermäßigen US-Leistungsbilanzdefizits ermöglichte und das nun betrachtet werden soll.

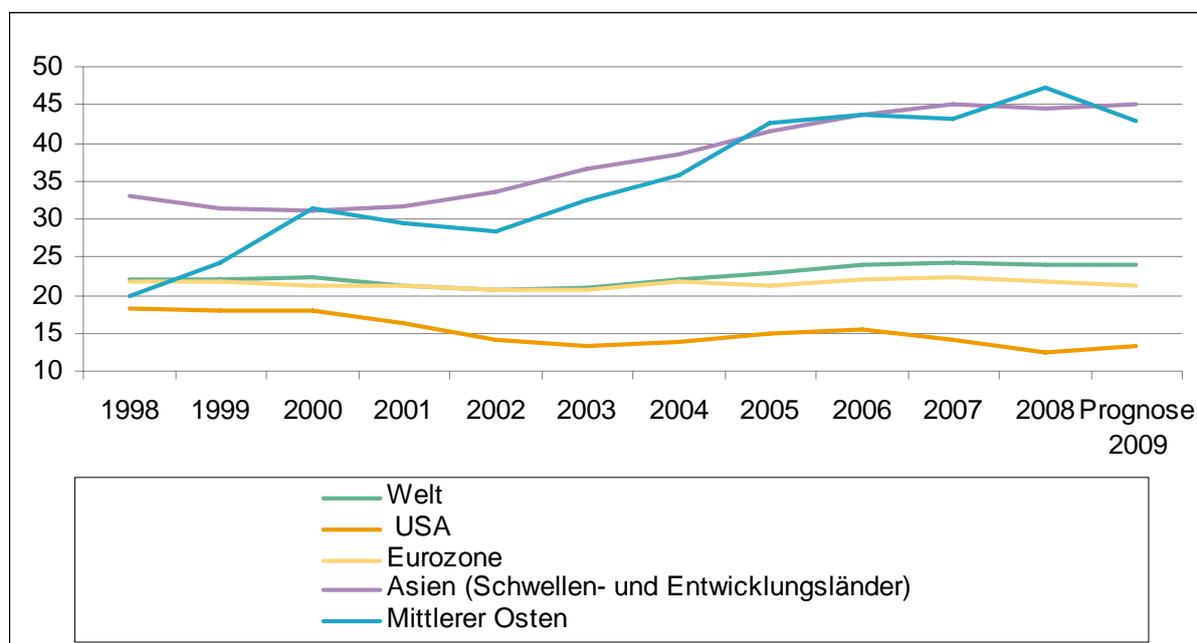
### 3 Bretton Woods II : Die Finanzierung des US-Defizits

Die erwartete Anpassungskrise zur Korrektur der globalen Ungleichgewichte ist scheinbar ausgeblieben. Statt dessen sieht sich die Weltwirtschaft mit einer seit Mitte 2007 in immer neuen Schüben eskalierenden Finanzmarktkrise konfrontiert, die völlig andere Merkmale trägt. Der Dollar hat von Juli bis Dezember 10% an realem Wert gewonnen, China hat den Renminbi faktisch wieder fix an den Dollar gekoppelt und die Zinsen auf US-Staatsanleihen erreichen historische Tiefststände. Während von einer Dollar-Krise (bislang) keine Rede sein kann, sind die Währungen vieler Entwicklungs- und Schwellenländer unter Druck geraten.

Dennoch ist diese Krise auch eine Krise des Systems, das die Finanzierung des ausufernden US-Leistungsbilanzdefizits erst ermöglichte.<sup>20</sup> Im von Dooley/Folkerts-Landau/Garber<sup>21</sup> getauften Bretton Woods II – System wählten viele asiatische Entwicklungs- und Schwellenländer – insbesondere China – eine Unterbewertungsstrategie ihrer Währung gegenüber dem Dollar. Einige Länder entschieden sich für gemanagtes Floaten, andere für einen festen Wechselkurs. Unabhängig von der konkreten Ausprägung des Wechselkurssystems führte dies zu hohen Leistungsbilanzüberschüssen und einem enormen Wachstum der globalen Devisenreserven. Diese dienten auf der anderen Seite zur Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits. Das starke globale Wachstum, das dieses System hervorbrachte, führte zu stark steigenden Energiepreisen, von denen die ölexportierenden Staaten profitieren konnten, die ab 2002 ebenfalls erhebliche Dollarreserven aufbauten.

Die Betrachtung der Finanzierungsseite bringt uns den Ursachen für das ausufernde US-Leistungsbilanzdefizit näher. Denn diese liegen nicht allein in den USA selbst, sondern ergeben sich aus der Interaktion der Spar- und Investitionsentscheidungen in den USA und der Überschussländer. Bernanke<sup>22</sup> sieht die Ursache etwas einseitig in einer globalen Ersparnisschwemme, die wegen überlegener Wachstumserwartungen in die USA fließt. Ein Blick auf die globale Sparquote bestätigt dies nicht (s. Graphik 6).

**Graphik 6: Sparquoten**



Quelle: WEO, eigene Darstellung.

Während die globale Sparquote sich seit 1998 kaum verändert hat, wird deutlich, dass dem Rückgang der Ersparnis in den USA ein eklatanter Anstieg der Ersparnisbildung in den E-

<sup>20</sup> Vgl zu dieser Position auch Hunt (2008).

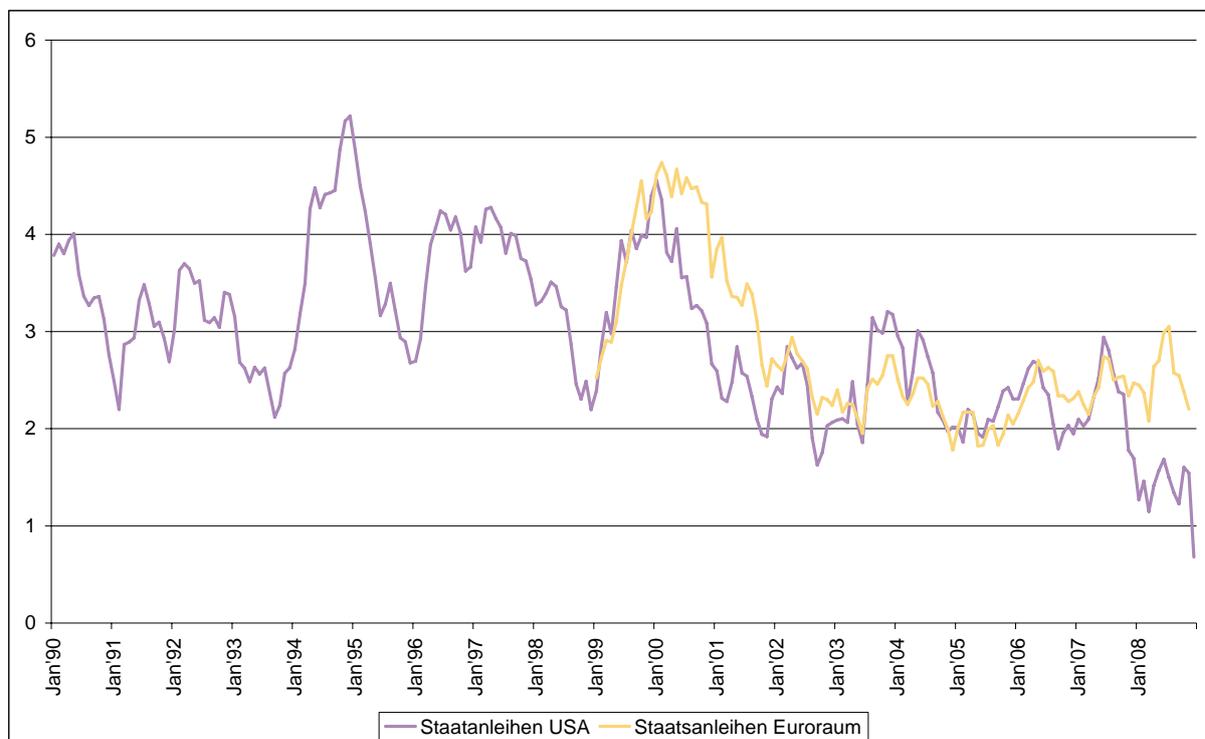
<sup>21</sup> Die erste Veröffentlichung einer ganzen Reihe von Papieren ist Dooley et al. (2003)

<sup>22</sup> Bernanke (2005).

merging Markets Asiens, darunter China, und den ölexportierenden Ländern des mittleren Ostens gegenübersteht. Der steigende relative Konsumverzicht in den Schwellenländern Asiens ist mit Vorsichtssparen aufgrund der erhöhten Risiken noch unterentwickelter Finanzsysteme und dem Mangel an sozialer Absicherung und öffentlicher Gesundheitsversorgung zu erklären. Aufgrund der unzureichenden Intermediationsleistungen des heimischen Finanzsystems flossen diese Mittel in die US-Finanzmärkte<sup>23</sup> und führten dort und global zu einem Umfeld niedriger langfristiger Zinsen, selbst nachdem die Federal Reserve ihren Zins-erhöhungszyklus begann (s. Graphik 7).

Der Rückgang der Realzinsen ist ein Beleg dafür, dass sich primär das Kapitalangebot in den entwickelten Volkswirtschaften erhöht hat und erst in der Reaktion darauf die Nachfrage in den USA rasch expandierte.<sup>24</sup>

**Graphik 7: Realzinsen (Staatsanleihen 10 Jahre)**



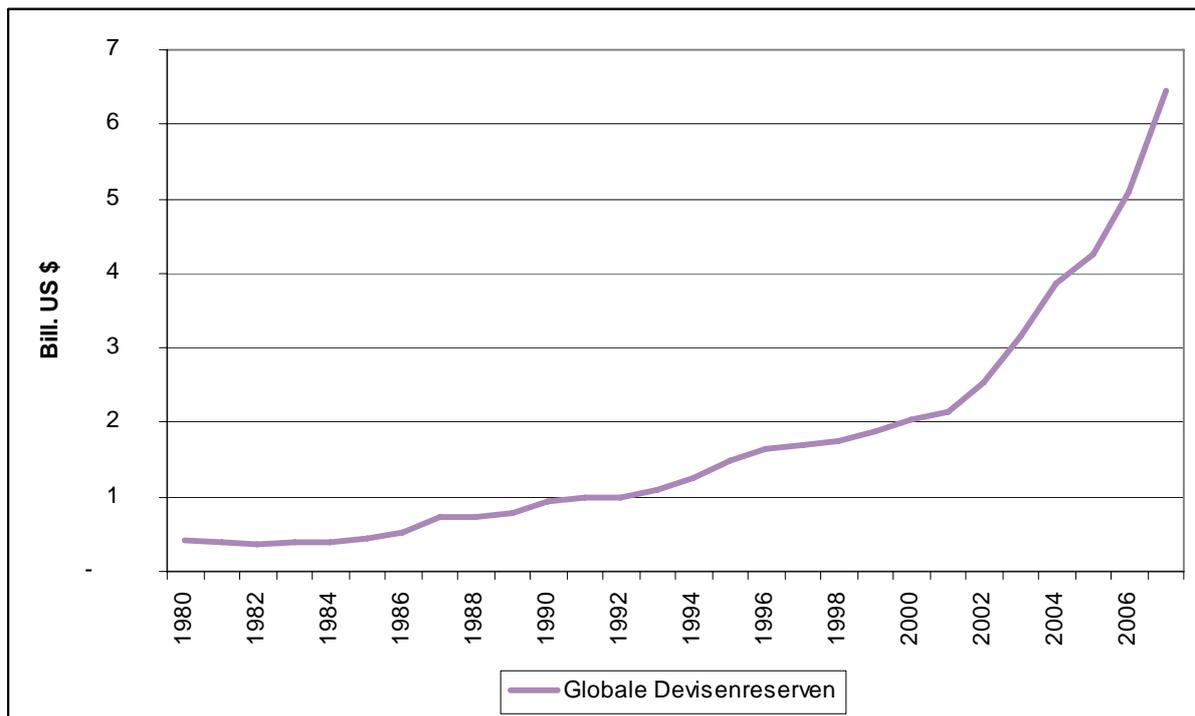
Quelle: Feri, eigene Darstellung.

Der Grund, warum die Kapitalzuflüsse in den Dollar auch dann anhielten, als das Leistungsbilanzdefizit sich ausweitete und die ausländischen Investoren bei gleichzeitig mageren Zinserträgen erhebliche Abwertungsrisiken eingehen mussten, ist in der Art der Investoren zu suchen. Denn die überschüssigen Ersparnisse wurden vermehrt über staatliche Institutionen, Zentralbanken und Staatsfonds, in die USA geschleust. Dies zeigt sich in dem enormen Anstieg der globalen Devisenreserven, die bis zum Ende 2007 auf über 6,5 Bill. US Dollar angewachsen sind (Graphik 8).

<sup>23</sup> Vgl. Valderama (2008).

<sup>24</sup> Die Auswirkungen auf den Euroraum blieben begrenzt. S. hierzu Dooley et al. (2005).

**Grafik 8: Entwicklung der globalen Devisenreserven (ohne Gold)**



Quelle: IMF, eigene Berechnung und Darstellung.

Aufschlussreich ist auch die Betrachtung der regionalen Verteilung der Reservenakkumulation. Auf die Emerging Markets Asiens entfällt die Hälfte des Zuwachses an Devisenreserven zwischen 1999 und 2007 (s. Tabelle 1), auf China allein ein Anteil von 30%. Von Bedeutung sind ebenso Japan und die ölexportierenden Länder, darunter Russland.

**Tabelle 1: Verteilung des Zuwachses an Devisenreserven 1999-2007**

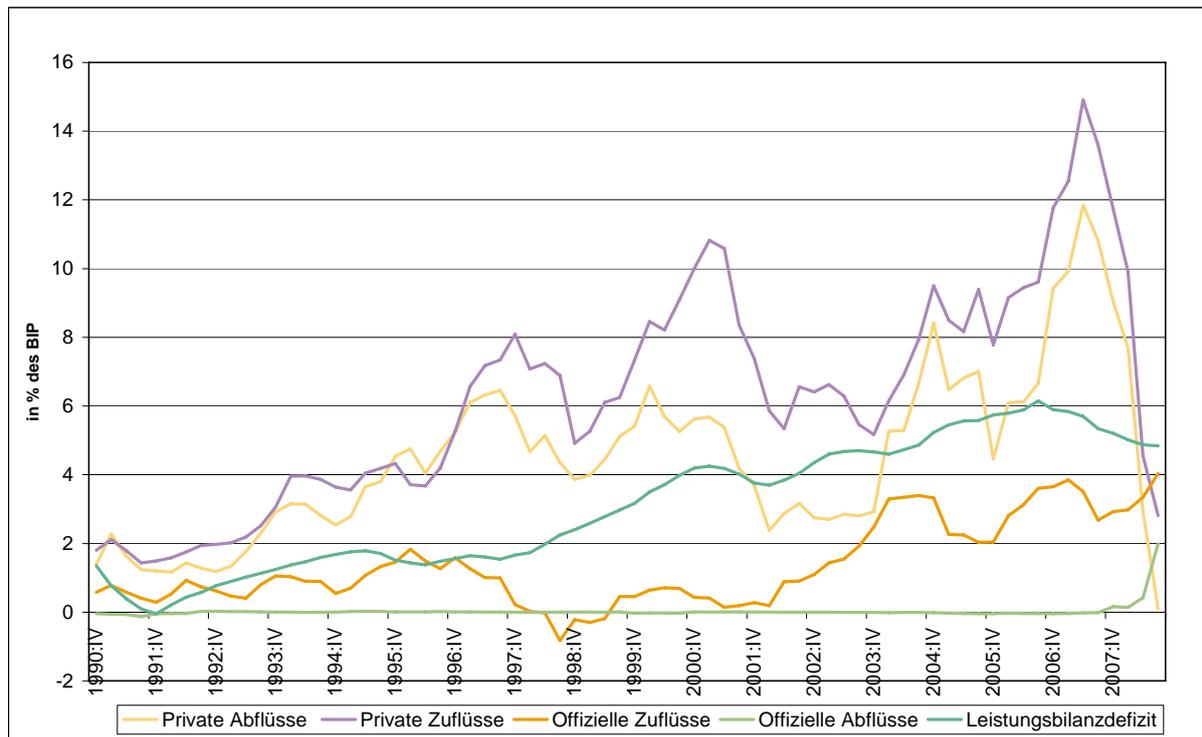
Industrielländer	16%
Japan*	15%
Entwicklungs- und Schwellenländer	84%
Asien	51%
China	30%
Russland	10%
Mittlerer Osten	5%
Lateinamerika	6%

\* Der ausgewiesene Prozentsatz bezieht sich immer auf den globalen Zuwachs an Devisenreserven.

Quelle: IMF, eigene Berechnung.

Das Ausmaß der Kapitalzuflüsse in die USA aus staatlichen Quellen wird durch diese Zahlen wahrscheinlich noch unterschätzt, da diese Statistiken lediglich die offiziellen Devisenreserven umfassen.

Die Bedeutung staatlicher Akteure für die Bereitstellung einer dauerhaften Finanzierung des US-Leistungsbilanzsaldos wird auch in der Betrachtung der Kapitalbewegungen in die USA anhand der US-Zahlungsbilanzstatistik deutlich (Graphik 9).

**Grafik 9: Kapitalbewegungen in die und aus den USA (Rollender 4-Quartalschnitt)**

Quelle: BEA, eigene Darstellung

Seit 2002 hat die Bedeutung der offiziellen Kapitalzuflüsse gegenüber den privaten Netto-Kapitalströmen für die Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits deutlich zugenommen.<sup>25</sup> Etwa die Hälfte des Leistungsbilanzsaldos wurde zwischen 2002 und heute durch die offiziellen Zuflüsse ermöglicht. Gerade in 2008 blieben die Zuflüsse aus staatlichen Quellen auf hohem Niveau, während die privaten Zu- und Abflüsse massiv zurückgingen. Dieser Rückgang ist Ausdruck der Repatriierungsflüsse in den Dollarraum auf der einen Seite und der Auflösung von internationalen Interbankengeschäften auf der anderen Seite. Um eine ausreichende Versorgung mit Dollarliquidität im internationalen Finanzsystem zu gewährleisten, musste die FED diese über die Swap-Vereinbarungen mit anderen Notenbanken bereitstellen, sichtbar am Anstieg der staatlichen Forderungen gegenüber dem Ausland am aktuellen Rand.

Die Bereitschaft der asiatischen Schwellenländer, mit dem gewaltigen Aufbau an Devisenreserven den USA anhaltend einen Importüberschuss zu finanzieren, erklärt sich durch die Wachstumserfolge, die die exportorientierte Unterbewertungsstrategie für einen erheblichen Zeitraum garantierte. So gelang es China Jahr für Jahr einen weiteren Teil seines Arbeitskräfteangebots in die globale Ökonomie zu integrieren.<sup>26</sup> Nach der Asienkrise 97/98 und der Rubelkrise 98 hielten es außerdem viele Schwellenländer für geboten, sich ein dickes Re-

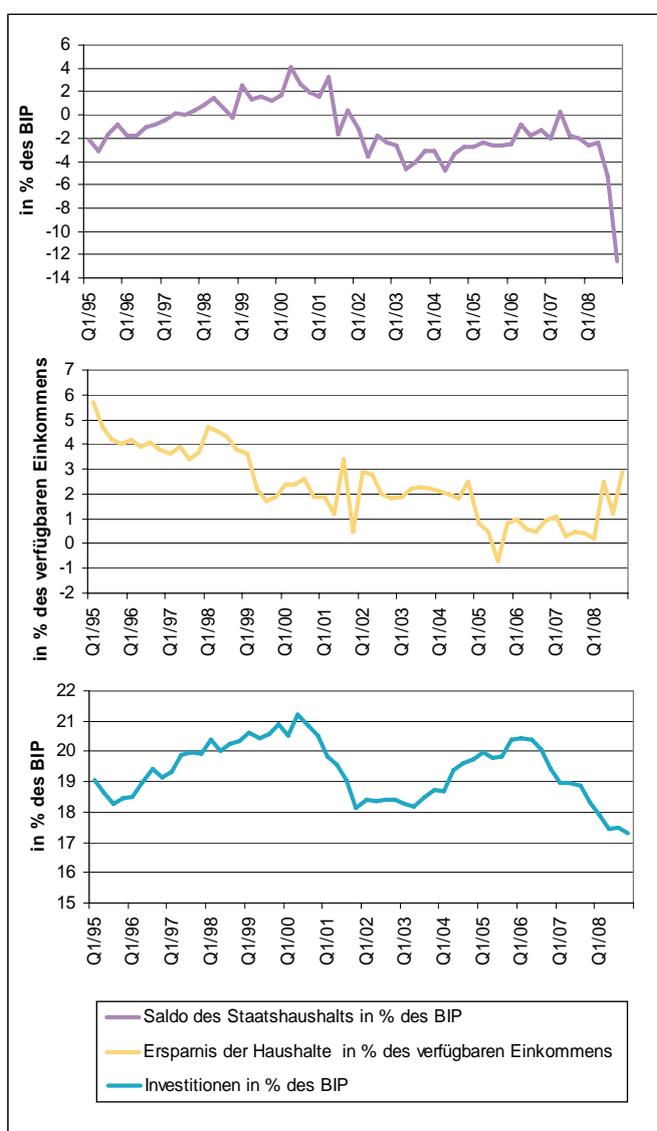
<sup>25</sup> Auch die amerikanische Zahlungsbilanzstatistik unterschätzt wahrscheinlich die offiziellen Zuflüsse, da diese zum Teil als private Zuflüsse abgebildet werden, wenn sie über Intermediäre erfolgen. Vgl. Feldstein (2005).

<sup>26</sup> Man geht davon aus, dass China Wachstumsraten um die 10% benötigt, um ausreichend Arbeitsplätze zur Verfügung zu stellen und soziale Unruhen zu vermeiden.

servenpolster anzulegen, um gegen Attacken gegen die eigene Währung gewappnet zu sein. Aus Sicht der Gläubigerländer der USA gab es somit keinen zwingenden Grund, die Finanzierung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits zu beenden. So gilt auch bis in die jüngste Vergangenheit hinein, dass trotz der Finanzmarktkrise die Zuflüsse aus staatlichen Quellen unvermindert hoch sind.

Die Schwachstelle des Systems Bretton Woods II lag also nicht, wie vermutet, in einem Rückgang der Finanzierungsbereitschaft der Gläubigerländer, sondern in der Verwendung der Mittel in den Vereinigten Staaten. An diesem Punkt ist auch die Verbindung zur Subprime-Krise zu sehen.

**Grafik 10: Sparen und Investieren in den USA**



Quelle: BEA, eigene Darstellung.

Aus Sicht der ökonomischen Theorie ist die Richtung des Kapitalflusses aus den asiatischen Schwellenländern in die USA bereits bedenklich. Das Kapital fließt hier „bergauf“, aus einer kapitalarmen Region in eine kapitalreiche Region. Die erzielbaren Renditen in den Schwellenländern sollten die in den Vereinigten Staaten übertreffen. Dies wird auch durch die starken Einkommensströme belegt, die die USA aus ihren Direktinvestitionen erhalten. Die mangelnde Intermediationsfähigkeit der heimischen Finanzsysteme der Entwicklungsländer hat mit dazu beigetragen, dass lohnende Investitionen im Inland nicht finanziert wurden und die Gelder den USA zu Gute kamen. Aber auch das amerikanische Finanzsystem ist bei der Allokation des injizierten Kapitals seinen ihm zugesprochenen überragenden Intermediationsmöglichkeiten nicht gerecht geworden.

Zwar investierten die ausländischen staatlichen Akteure nicht direkt in die riskanten Segmente des amerikanischen Kreditmarktes, sondern vornehmlich in Staatsanleihen und Papiere

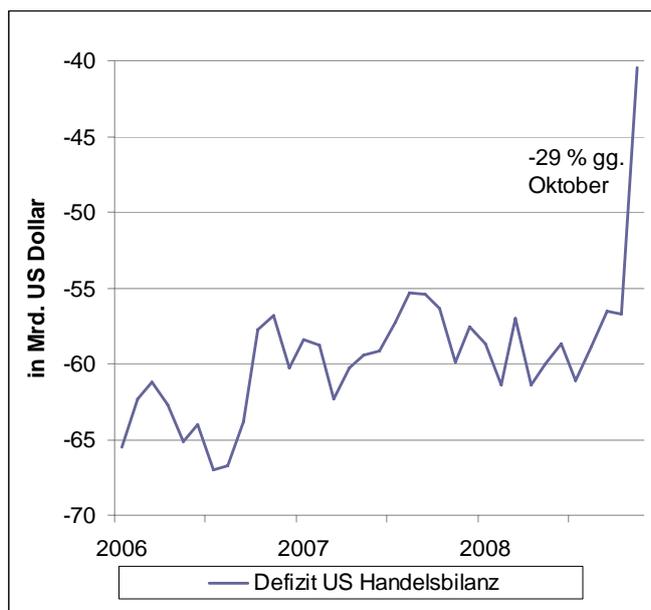
der US-Agencies (Fannie Mae, Freddie Mac). Dies setzte jedoch Kapital frei, das zu günstigen Zinsen an die US-Haushalte floss, die diese elastisch für Investitionen in Immobilien und für Konsumzwecke nutzten. Die im Zuge dieses Prozesses steigenden Immobilienpreise verstärkten den Kreditboom, in dem sie die Vermögen der Haushalte und damit den Wert der Besicherungsgegenstände erhöhte. Der private Finanzsektor der USA und Europas war bereit, das Kreditrisiko der Ausleihungen an die hoch verschuldeten Haushalte zu übernehmen, und beflügelte so anhaltend die Konsumnachfrage, die sich in das Leistungsbilanzdefizit übersetzte und Nachfrage für die Güter aus den Boomregionen Ostasiens schuf.

Diese Zusammenhänge spiegeln sich auch im Spar- und Investitionsverhalten in den USA wider, wie es in den offiziellen Statistiken erfasst ist (s. Graphik 10). Die Investitionsquote schwankte zwischen 1995 und Ende 2007 zwischen 18 und 21 Prozent des Bruttoinlandsprodukts im Rhythmus der Konjunktur und folgte dabei einem schwach abwärts gerichteten Trend. Allerdings stieg der Anteil der Investitionen in Wohnbauten an den privaten Investitionen von 26 Prozent im Jahr 2000 auf 38 Prozent im Jahr 2005. Die Ersparnisbildung der privaten Haushalte war seit 1995 betrachtet kontinuierlich rückläufig bis sie 2005 auf dem Höhepunkt des Immobilienbooms völlig zum Erliegen kam. Auch der Budgetsaldo des Staates verschlechterte sich ab Mitte 2001 rapide: Ein Budgetüberschuss um die 2% verwandelte sich in den Folgejahren zu Defiziten die zum Teil über 4% des BIP hinausgehen. Gesamtwirtschaftlich gesehen wurde der Ausbau des Wohnraums und die Steigerungen des Privat- und Staatskonsums mit aus dem Ausland zufließenden Kapital finanziert. Dies ist deswegen hoch problematisch, weil so kein Produktivkapital im Sektor handelbarer Güter geschaffen wurde, deren Export letztendlich zur Begleichung der Auslandsschulden hätte dienen können.

Letztendlich hat das Bretton Woods II – System also zu einer Fehlallokation von Kapital in riesigem Ausmaß geführt. Dies wurde durch die seit Ende 2007 tobende Finanzmarktkrise deutlich. Die Sparvermögen der Schwellenländer haben zu der Ausbildung einer enormen Kreditblase beigetragen.

#### **4 Was nun kommt und kommen sollte**

Eine Komponente des Bretton Woods II – Systems ist in der Finanzmarktkrise zusammengebrochen: Die Transformation der Kapitalzuflüsse in neue Kreditströme an die US-Haushalte, die diese wiederum zu Konsumzwecken einsetzen, ist zum Erliegen gekommen. Die Schwierigkeiten des Bankensektors verteuern und verknappen die Kredite, auf der anderen Seite steigt die Sparneigung der Haushalte, die sich mit einer scharfen Rezession und Vermögensverlusten konfrontiert sehen. So steigt die persönliche Sparquote im vierten Quartal 2008 bereits auf knapp 3 % des verfügbaren Einkommens.

**Grafik 11: Sparen und Investieren in den USA**

Quelle: BEA, eigene Darstellung

Diese Prozesse deuten auf eine schmerzhafteste Korrektur des Leistungsbilanzdefizits durch einen kräftigen Rückgang der US-Nachfrage hin. Bereits im November 2008 ist das Defizit der US-Handelsbilanz um 29% gg. Oktober geschrumpft (Graphik 11). Gemindert wird der Abbau, der den Rest der Welt empfindlich trifft, durch die Bereitschaft der US-Regierung durch ein großes Konjunkturprogramm an die Stelle der privaten Schuldner und Nachfrager zu treten.<sup>27</sup> Dennoch werden die

staatlichen Ausgabenprogramme die schwächere Nachfrage des privaten Sektors nicht in Gänze und nicht langfristig kompensieren können. Zu einem geringeren Importüberschuss beitragen werden auch die niedrigeren Ölpreise. Insgesamt wird gemäß der Prognosen des IWF der US-Leistungsbilanzsaldo schon 2009 nur noch bei etwa 3% des BIP liegen.

Bei den Überschussländern ist bislang nicht zu erkennen, dass ihre Bereitschaft zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits der USA nachgelassen hat. Offizielle Stellen aus dem Ausland investieren weiter in Dollarpapiere; die Nachfrage nach Staatstiteln ist gar so groß, dass die realen Renditen zum Teil ins negative abgerutscht sind. Es sind bereits mahnende Stimmen zu hören, die hier die nächste Vermögenspreisblase vermuten, die platzen wird, wenn sich die Einschätzung der Marktteilnehmer über die relative Sicherheit der Staatsanleihen verändert. Hinzu tritt das Verlustrisiko aus einer zu erwartenden Abwertung des Dollars. Dieser hat zwar seit Oktober real noch einmal um knapp 10% an Wert gewonnen, dies wurde getrieben von Repatriierung der Geldvermögen wie auch der Flucht aus als riskant eingestuften Schwellen- und Entwicklungsländern. Dieser Trend schwächt sich jedoch bereits ab und die extrem niedrigen Zinsen wie auch das noch immer hohe Defizit sprechen mittelfristig gegen den US-Dollar. Auch aus dieser Sicht gibt es folglich Anreize für die Wachstumsländer Asiens, sich mittelfristig von Exportstrategie und staatlich verordneter Unterbewertung zu verabschieden.

Das globale Wachstumskonzept des vergangenen Jahrzehnts war gekennzeichnet durch starkes Produktionswachstum insbesondere in den asiatischen Schwellenländern, das in der starken Nachfrage der amerikanischen Haushalte absorbiert wurde. Durch die Bindung der

<sup>27</sup> Vgl. Graphik 10: Die Defizitquote des US-Haushalts steigt im 4. Quartal 2008 rapide auf über 12% des BIP an.

Währungen an den Dollar wurde diese Unterbewertung zementiert und die eigene Nachfrage blieb deutlich hinter der eigenen Produktion zurück. Dieses Wachstumsmodell kann nicht fortbestehen.

Daher ist es wichtig, die Diskussion über die Konsequenzen aus der Finanzmarktkrise nicht allein auf die notwendigen Reformen der Finanzmarktregulierung zu beschränken. Darüber hinaus muss auch auf breiter internationaler Basis über den Beitrag des Bretton Woods II – Regimes zur Krise und die Perspektiven für eine neue Währungsordnung gesprochen werden.

Abgeschlossen: 10. Februar 2008

Autor: Stephanie Schoenwald, (069) 7431-9001

**Literaturverzeichnis**

- Bernanke, Ben S. (2005): "The Global Savings Glut and the US current account deficit", BIS review 16.
- BIS (2005): "75<sup>th</sup> Annual Report", Basel.
- Bracke, Thierry, Bussière, Matthieu, Fidora, Michel & Straub, Roland: "A Framework for Assessing Global Imbalances", ECB Occasional Paper No. 78, Frankfurt a.M.
- Buiter, Willem (2006): "Dark Matter or Cold Fusion?", Global Economics Paper No:136, Goldman Sachs Economic Research.
- Curcuro, Stephanie E., Dvorak, Tomas & Warnock, Francis E. (2008): "Cross-Border Returns Differentials", The quarterly journal of economics, Vol. CXXIII, 4, S. 1495-1530.
- Dooley, Michael P., Folkerts-Landau, David & Garber, Peter M. (2003): "An essay on the revived Bretton Woods system", NBER Working Paper 9971, Cambridge (MA).
- Dooley, Michael P., Folkerts-Landau, David & Garber, Peter M. (2005): "Savings Gluts and Interest Rates: The Missing Link to Europe", NBER Working Paper 11520, Cambridge (MA).
- Dovern, Jonas, Meier, Casten-Patrick & Scheide, Joachim (2006): "Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten: Ein Risiko für die Weltwirtschaft und für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland?", Kieler Diskussionsbeiträge 432/433, Kiel.
- Edwards, Sebastian (2006): "The U.S. Current Account Deficit: Gradual Correction or Abrupt Adjustment?", Journal of Policy Modeling 28, S. 629-643.
- Eichengreen, Barry (2006): "Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savy Investor and the Standard Analysis", Journal of policy modeling, Bd. 28, 6, S. 645-652.
- Faruqee, Hamid, Laxton, Douglas, Muir, Dirk & Pesenti, Paolo A. (2007): "Smooth Landing or Crash? Model-Based Scenarios of Global Current Account Rebalancing", in: Clarida, R.H. (Hrsg.), "G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment", Chicago.
- Feldstein, Martin S. (2008): "Resolving the Global Imbalance: The Dollar and the US Saving Rate", NBER Working Paper 13952, Cambridge (MA).

- Feldstein, Martin S. (2005): "Monetary Policy in a Changing International Environment: The Role of Global Capital Flows", NBER Working Paper 11856, Cambridge (MA).
- Gräf, Bernhard (2007): "US Current Account Deficit: No Reason to Panic!", DB Research, International Topics - Current Issues, Frankfurt a.M.
- Houthakker, H. S., Magee, Stephen P. (1969): "Income and price elasticities in world trade", The review of economics and statistics 51, 2, S. 111-125.
- Hunt, Chris (2008): "Financial Turmoil and Global Imbalances: the End of Bretton Woods II?", Reserve Bank of New Zealand Bulletin, Vol. 71, No. 3, S. 44-55.
- IMF (2002): "How Worrisome are External Imbalances", Chapter II, World Economic Outlook – September 2002.
- IMF (2005): "Globalization and External Imbalances", Chapter III, World Economic Outlook – April 2005.
- Kitchen, John (2007): "Sharecroppers or Shrewd Capitalists? : projections of the US current account, international income flows, and net international debt", Review of international economics 15, S. 1036-1061.
- Mann, Catherine L. (2005): "Breaking up is Hard to Do: Global Co-Dependency, Collective Action, and the Challenges of Global Adjustment", CESifo Forum, Vol. 6, No. 1, S. 16-23, München.
- Mussa, Michael (2004): "Exchange Rate Adjustments Needed to Reduce Global Payments Imbalances, in: Bergsten, Fred C., Williamson, John: "Dollar adjustment", S. 113-138, Washington, DC.
- Obstfeld, Maurice, Rogoff, Kenneth (2004): "The Unsustainable US Current Account Position Revisited", NBER Working Paper No. 10869, Cambridge (MA).
- Obstfeld, Maurice, Rogoff, Kenneth (2000): "Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for US Current Account Adjustment", in: Federal Reserve Bank of Kansas City, "Global Economic Integration: Opportunities and Challenges", Symposium Series, S.169-208, Kansas City.
- Roubini, Nouriel, Setser, Brad (2005): "The Sustainability of the US External Imbalances", CESifo Forum, Vol. 6, No. 1, S. 8-15, München.
- Sachverständigenrat (2007): "Globale Ungleichgewichte: Abbau zeichnet sich ab", Drittes Kapitel, Jahresgutachten 2006/2007.

Valderrama, Diego (2008):" Are Global Imbalances Due to Financial Underdevelopment in Emerging Economies?", FRBSF Economic Letter 2008-12, San Francisco.