

Pohl, Rüdiger

Article — Digitized Version

Internationale Finanzmärkte und US-Leitungsbilanzdefizit

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Pohl, Rüdiger (1985) : Internationale Finanzmärkte und US-Leitungsbilanzdefizit, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 65, Iss. 4, pp. 202-205

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136032>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Internationale Finanzmärkte und US-Leistungsbilanzdefizit

Rüdiger Pohl, Hagen

Die wachsenden amerikanischen Leistungsbilanzdefizite erforderten in den letzten Jahren beständig steigende Netto-Kapitalimporte der USA. Professor Rüdiger Pohl analysiert die Auswirkungen auf die internationalen Finanzmärkte.

In der Öffentlichkeit lösen die amerikanischen Leistungsbilanzdefizite vor allem wegen ihrer finanziellen Konsequenzen immer wieder Besorgnisse aus. Zur Finanzierung der Defizite sind die Amerikaner auf Netto-Kapitalimporte angewiesen, und dies würde – so eine verbreitete These – den internationalen Finanzmärkten Mittel in Milliardenhöhe entziehen und somit die Zinsen in die Höhe treiben. Diese Argumentation trifft jedoch nicht den Kern des Problems. In der Tat sind nämlich nennenswerte globale Belastungen der internationalen Finanzmärkte durch die amerikanische Leistungsbilanzfinanzierung nicht zu registrieren und auch nicht zu erwarten. Der entscheidende Punkt liegt vielmehr in den bislang weitgehend vernachlässigten strukturellen Auswirkungen: Die finanzielle Kompensation der US-Defizite belastet die einzelnen Segmente des internationalen Finanzsystems in unterschiedlicher, von Jahr zu Jahr wechselnder und damit schwer zu prognostizierender Weise. Dies verstärkt die Unsicherheit an den internationalen Finanzmärkten. Der folgende Beitrag soll die Aufmerksamkeit von der globalen zur strukturellen Komponente der amerikanischen Leistungsbilanzfinanzierung lenken.

Aus dem Überschuß der amerikanischen Leistungsbilanz von 6,3 Mrd. US-Dollar im Jahre 1981 ist bis 1984 ein Defizit in der Größenordnung von 105 Mrd. US-Dollar geworden. Auch 1985 wird das Defizit kaum kleiner sein. Obwohl das amerikanische Leistungsbilanzdefizit durch Netto-Kapitalimporte aus der übrigen Welt kompensiert wird, entstehen dadurch an den internationalen Finanzmärkten keine globalen Finanzierungslücken. Zwar entziehen die Netto-Kapitalimporte der USA für

sich genommen der übrigen Welt Finanzierungsmittel. Doch über das Leistungsbilanzdefizit fließen auch wieder Finanzierungsmittel aus den Vereinigten Staaten in die übrige Welt. Beides gleicht sich aus.

Hierzu ein Beispiel: Ein deutscher Automobilhersteller liefere PKWs in die USA. Dadurch steigt unter sonst gleichen Umständen das amerikanische Leistungsbilanzdefizit. Bezahlt werden die PKWs vom amerikanischen Importeur mit US-Dollar. Der deutsche Unternehmer kann mit diesen Dollar amerikanische Wertpapiere kaufen. Dann steigt der Kapitalimport der USA. Insgesamt gesehen hat die gleichzeitige Zunahme der US-Leistungsbilanzdefizite und des US-Kapitalimports den deutschen Finanzmarkt nicht belastet: Dem Dollarabfluß durch Wertpapierkäufe in die USA steht ein Dollarzufluß durch PKW-Exporte in gleicher Höhe gegenüber. An dieser kompensatorischen Wirkung ändert sich nichts, wenn der Automobilhersteller die im Export verdienten Dollar an seine Bank oder an private Haushalte weiterverkauft, die dann ihrerseits US-Wertpapieranlagen tätigen. Selbst wenn sich Leistungsbilanzdefizit und Netto-Kapitalimporte der USA verdoppelten, bliebe dies in der übrigen Welt insgesamt gesehen ein liquiditätsneutraler Vorgang.

Probleme für den Ausgleich der amerikanischen Zahlungsbilanz würden allerdings entstehen, wenn der Rest der Welt nicht mehr zu weiteren Kapitalanlagen in den USA bereit wäre. Dann würden über das Leistungsbilanzdefizit weiterhin Dollar in die übrige Welt fließen, aber nicht über Kapitalanlagen in die USA zurückfließen. Die überschüssigen Dollar würden an den Devisenmärkten angeboten und dort den Dollarkurs drücken. Ein Mangel an US-Kapitalimporten würde also durch eine Dollarabwertung signalisiert. Doch ist dies nicht die aktuelle Lage.

Der Dollar wertete, wenn auch unter Schwankungen, seit 1981 um 30 % auf. Das ist ein Zeichen dafür, daß

Prof. Dr. Rüdiger Pohl, 40, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre an der Fernuniversität Hagen. Seine Hauptarbeitsgebiete sind Geld und Währung sowie Konjunkturanalyse.

die Kapitalanleger größere Dollarbeträge in den USA anzulegen wünschen, als über das Leistungsbilanzdefizit in der Welt verfügbar werden. Aus der Sicht des internationalen Kapitalverkehrs und mit Blick auf den hohen Dollarkurs ist das amerikanische Leistungsbilanzdefizit eher noch zu niedrig. Ein höheres Defizit würde mehr Dollar verfügbar machen und der relativen Dollarknappheit entgegenwirken.

Strukturelle Wirkungen

Durch das amerikanische Leistungsbilanzdefizit und die damit verbundenen US-Netto-Kapitalimporte entsteht also außerhalb der Vereinigten Staaten keine globale Finanzierungslücke. Dennoch gibt es an den internationalen Finanzmärkten Auswirkungen, und zwar struktureller Art. Die zum Ausgleich der wachsenden US-Defizite erforderlichen Kapitalströme beanspruchen die einzelnen Marktsegmente des internationalen Finanzsystems unterschiedlich. Hinter „den“ Kapitalströmen verbirgt sich eine Vielzahl von Kapitaltransaktionen, die sich hinsichtlich der zugrunde liegenden Finanzierungsinstrumente, der Fristigkeit, der beteiligten Sektoren und Regionen unterscheiden lassen. Es ist festzustellen, daß sich die Struktur dieser Kapitalströme durch anschwellende Leistungsbilanzdefizite verändert.

Die folgende Analyse bezieht sich vornehmlich auf den Zeitraum 1981 bis 1983, in dem die US-Leistungsbilanz eine Passivierungstendenz aufwies und für den vollständige statistische Angaben vorliegen. Tabelle 1 listet die Aktivierungs- und Passivierungstendenzen der amerikanischen Zahlungsbilanz in dieser Zeit auf. Die Tabelle gibt über die Zahlungsbilanzdynamik Auskunft. Es werden also nicht die einzelnen Zahlungsbilanzposten selbst, sondern deren Änderungen erfaßt. So gibt der Wert – 47,8 Mrd. US-Dollar in der letzten Zeile an, daß sich die US-Leistungsbilanz im angegebenen Zeitraum um diesen Betrag verschlechtert, also passiviert hat (d. h. er gibt nicht etwa die Summe der Leistungsbilanzsalden in dieser Zeit an). Eine solche dynamische Zahlungsbilanzanalyse ist erforderlich, weil nicht ein Leistungsbilanzsaldo selbst, sondern nur seine Veränderung die Struktureffekte im angesprochenen Sinne auslöst.

Nun zu den Ergebnissen. Die Passivierung der US-Leistungsbilanz um 47,8 Mrd. US-Dollar wurde in erster Linie durch eine Anpassung der Forderungen der US-Banken gegenüber dem Ausland kompensiert. Die US-Banken haben ihren Erwerb von Auslandsforderungen um 55,8 Mrd. US-Dollar reduziert, oder anders ausgedrückt: die Passivierung der US-Leistungsbilanz wurde in finanzieller Hinsicht dadurch ausgeglichen, daß die

US-Banken weniger Kredite an das Ausland vergeben haben. In weitem Abstand folgt an zweiter Stelle eine Aktivierungstendenz durch verstärkte ausländische Wertpapierkäufe in den USA in Höhe von 7,2 Mrd. DM. Bemerkenswerterweise haben jedoch die ausländischen Direktinvestitionen in den USA im gleichen Zeitraum um 11,9 Mrd. US-Dollar abgenommen.

Drei Punkte sind festzuhalten. Erstens hat es mit der Passivierung der US-Leistungsbilanzen 1981-1983 einen deutlichen Strukturimpuls an den internationalen Finanzmärkten gegeben. In bezug auf das Finanzierungsinstrument war in erster Linie der Markt für Kredite und Darlehen betroffen. In sektoraler Hinsicht haben Anpassungen der US-Banken dominiert. Zweitens ist hervorzuheben, daß der Umfang des Kapitalverkehrs zwischen den USA und dem Ausland parallel zur Lei-

Tabelle 1
Aktivierungstendenzen (+) und Passivierungstendenzen (–) in der amerikanischen Zahlungsbilanz 1981-1983
(in Mrd. US-Dollar)

Posten	1981-1983	zum Vergleich 1975-1978
Aktivierungstendenzen im Kapitalverkehr¹		
Änderungen der privaten US-Bankforderungen gegenüber dem Ausland	+ 58,8	– 20,4
Private ausländische Wertpapierkäufe in den USA	+ 7,2	+ 0,1
Änderungen der privaten US-Bankverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland	+ 6,9	+ 16,2
Private US-Direktinvestitionen im Ausland	+ 4,8	+ 1,1
Öffentlicher US-Kapitalexport einschließlich Änderung der offiziellen Reserven	+ 4,1	+ 0,3
Öffentlicher US-Kapitalimport	+ 0,3	+ 27,1
Passivierungstendenzen im Kapitalverkehr²		
Private US-Wertpapierkäufe im Ausland	– 2,0	+ 2,8
Änderung der privaten US-Nichtbankenverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland	– 2,2	+ 1,4
Änderung der privaten US-Nichtbankforderungen gegenüber dem Ausland	– 4,2	– 0,9
Private ausländische Direktinvestitionen in den USA	– 11,9	+ 3,0
Restposten der US-Zahlungsbilanz	– 14,1	+ 6,0
Ergibt per saldo eine Aktivierungstendenz im Kapitalverkehr der USA	+ 47,8	+ 34,4
Entspricht der Passivierungstendenz in der US-Leistungsbilanz	– 47,8	– 34,4

¹ Abnahme der US-Kapitalexporte oder Zunahme der US-Kapitalimporte.

² Zunahme der US-Kapitalexporte oder Abnahme der US-Kapitalimporte.
Quelle: Berechnet nach Zahlenangaben im Federal Reserve Bulletin.

stungsbilanzpassivierung abgenommen hat (rückläufige US-Bankkreditgewährung an das Ausland).

Das widerspricht der vielfach zu hörenden Einschätzung, ein Anschwellen der Auslandsanlagen in den USA hätte das zunehmende Leistungsbilanzdefizit kompensiert. Die internationalen Anleger haben sich zu wesentlich verstärkten Engagements jedenfalls nicht durchringen können, ein Zeichen dafür, daß die Risiken von US-Anlagen nicht gering geschätzt werden. Im Zusammenhang damit ist drittens auf die Änderung des Anlageverhaltens hinzuweisen, die verstärkten ausländischen Wertpapieranlagen bei gleichzeitig verringerten Direktinvestitionen. Die hohen amerikanischen Wertpapierzinsen scheinen vornehmlich nur diesen Umschichtungseffekt, per Saldo aber keine Mittelzuflüsse in die USA bewirkt zu haben. Das kann als ein Beleg dafür bewertet werden, daß die in den USA erzielbare Sachkapitalrendite – in der Sicht ausländischer Investoren – nicht mehr ohne weiteres mit den hohen Wertpapierzinsen konkurrieren kann. Damit zeigt sich, daß eine Hochzinspolitik, die um verstärkter Kapitalimporte willen betrieben wird, an Grenzen stößt.

Unterschiedliche Strukturimpulse

Tabelle 1 enthält zum Vergleich noch das Reaktionsmuster der Kapitalströme im Zeitraum 1975 bis 1978, in dem die US-Leistungsbilanz ebenfalls eine kräftige Passivierungstendenz um 34,4 Mrd. US-Dollar aufwies. Damals kam der finanzielle Ausgleich durch Zunahme der öffentlichen US-Kapitalimporte um 27,1 Mrd. US-Dollar und Abnahme der US-Direktinvestitionen im Ausland um 16,2 Mrd. US-Dollar zustande. Es standen also andere Finanzierungsinstrumente (vor allem US-Treasury-Wertpapiere, Direktinvestitionen) und andere Sektoren (Staat, Unternehmen) im Vordergrund. Der Umfang der Kapitalströme zwischen den USA und dem Ausland nahm in dieser Passivierungsphase etwas zu.

Es gibt, so zeigt dieser Vergleich, kein einheitliches Reaktionsmuster des Kapitalverkehrs bei einer Leistungsbilanzpassivierung, und damit können auch die Strukturimpulse von Phase zu Phase unterschiedlich sein. Dieser Eindruck wird noch verstärkt, wenn die Reaktionen in kürzeren Zeiträumen untersucht werden. Tabelle 2 enthält die Aktivierungs- und Passivierungstendenzen ausgewählter Posten der US-Kapitalbilanz in dem Zeitraum 1981/82, 1982/83 sowie auf Halbjahresbasis 1983/84. Ausgewählt wurden Posten, bei denen die Richtungsänderungen besonders ausgeprägt waren. So hat beispielsweise die Kreditgewährung der US-Banken an das Ausland nur 1982/83 die finanzielle Kompensation des zunehmenden Leistungsbilanzdefizits getragen, 1981/82 und 1983/84 dagegen die Passi-

Tabelle 2
Aktivierungstendenzen (+) und Passivierungstendenzen (-) ausgewählter Posten der amerikanischen Zahlungsbilanz von 1981 bis 1984
(in Mrd. US-Dollar)

Posten ¹	1981/82	1982/83	1983 (2. Hj.) 1984 (1. Hj.)
Änderung privater US-Bankforderungen gegenüber dem Ausland	- 26,9	+ 85,7	- 11,1
Änderung privater US-Bankverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland	+ 23,8	- 16,9	- 6,6
Private US-Direktinvestitionen im Ausland	+ 14,4	+ 9,6	+ 3,8
Sonstige Positionen	+ 9,5	- 23,6	+ 19,6

¹ Aktivierungstendenz (+): Abnahme der US-Kapitalexporte oder Zunahme der US-Kapitalimporte; Passivierungstendenz (-): Zunahme der US-Kapitalexporte oder Abnahme der US-Kapitalimporte.
Quelle: Berechnet nach Zahlenangaben im Federal Reserve Bulletin.

Tabelle 3
US-Bankforderungen gegenüber Ausländern
(in Mrd. US-Dollar)

Region und Land	Bestand Sept. 1984	Aktivierungstendenz (+) Passivierungstendenz ¹ (-) 1982/83
Alle Länder	392,7	+ 68,5
Lateinamerika und Karibik	202,5	+ 32,3
Europa	97,6	+ 30,0
Großbritannien	53,0	+ 20,5
Frankreich	9,1	+ 1,7
Italien	7,8	+ 1,0
Belgien/Luxemburg	6,2	+ 1,8
Spanien	3,4	+ 1,7
Schweden	2,6	+ 1,4
Deutschland	1,2	+ 1,6
Sonstige ²	14,3	+ 0,3
Asien	65,8	+ 4,1
Kanada	16,6	+ 1,9
Sonstige ²	10,1	+ 0,2

¹ Aktivierungstendenz (+): Abnahme der US-Kapitalexporte; Passivierungstendenz (-): Zunahme der US-Kapitalexporte.

² Als Rest ermittelt.
Quelle: Berechnet nach Zahlenangaben im Federal Reserve Bulletin.

vierungstendenzen noch verstärkt. Umgekehrt haben die US-Direktinvestitionen im Ausland gewirkt. Hieraus folgt, daß der strukturelle Effekt, der bei der finanziellen Kompensation der anschwellenden Leistungsbilanzdefizite entsteht, von Jahr zu Jahr unterschiedlich ist.

Regionale Anpassungen

Neben den strukturellen Auswirkungen auf die Finanzierungsinstrumente und die Sektoren interessieren auch die regionalen Struktureffekte. Dies soll für das wichtigste Finanzierungsinstrument, die US-Bankforderungen gegenüber Ausländern, untersucht werden. Ta-

belle 3 enthält zunächst die in einer regionalisierten Statistik ausgewiesenen Bestände an US-Bankforderungen gegenüber dem Ausland per Ende September 1984. Von dem Gesamtbetrag in Höhe von 392,7 Mrd. US-Dollar entfällt gut die Hälfte (202,5 Mrd. US-Dollar) auf Forderungen gegenüber Lateinamerika, ein Viertel (97,6 Mrd. US-Dollar) auf Europa, ein Sechstel (65,8 Mrd. US-Dollar) auf Asien.

Tabelle 4

Änderungen ausgewählter Posten der deutschen Zahlungsbilanz gegenüber den Vereinigten Staaten von Amerika

(Aktivierungstendenzen (+) und Passivierungstendenzen (-)
1981-1983; in Mrd. DM)

Posten	Betrag ¹
Leistungsbilanzsaldo	+ 14,5
Privater deutscher Kapitalexport in die USA	- 2,5
kurzfristige Bankkredite	+ 0,6
Finanzkredite	- 0,2
Direktinvestitionen	+ 0,1
Wertpapiere	+ 0,5
langfristige Kredite und Darlehen	- 3,6
Privater deutscher Kapitalimport aus den USA	- 0,9
Saldo der öffentlichen Kapitaltransaktionen mit den USA	- 3,8
Nicht erfaßte und nicht aufgliederbare Transaktionen	- 7,3

¹ Aktivierungstendenz (+): Zunahme des deutschen Leistungsbilanzüberschusses, Zunahme der deutschen Kapitalimporte aus den USA, Abnahme der deutschen Kapitalexporte in die USA.
Quelle: Eigene Berechnungen nach Zahlenangaben der Deutschen Bundesbank.

Im Zeitraum 1982/83 kam es bei diesen Bankforderungen zu einer Aktivierungstendenz um 68,5 Mrd. US-Dollar. Um diesen Betrag hat der Anstieg der US-Bankforderungen, also die Bankkreditgewährung, gegenüber dem Ausland im Jahr 1983 unter dem entsprechenden Wert des Jahres 1982 gelegen. Diese rückläufige Bankkreditgewährung betraf fast ausschließlich und zu gleichen Teilen Lateinamerika (32,3 Mrd. US-Dollar) und Europa (30,0 Mrd. US-Dollar). Angesichts des geringeren europäischen Anteils an den US-Bankforderungen wirkt dieser Bremseffekt hier schwerer. Innerhalb Europas trägt die Anpassungslast ganz überwiegend (20,5 Mrd. US-Dollar) Großbritannien. Die Bundesrepublik Deutschland, die ohnehin nur einen geringen Teil der US-Bankforderungen auf sich konzentriert, war mit 1,6 Mrd. US-Dollar dagegen kaum betroffen.

War die bisherige Analyse aus amerikanischer Sicht durchgeführt worden, soll nun aus deutscher Sicht gefragt werden, welche strukturellen Effekte die bilateralen kompensatorischen Kapitalbewegungen ausgelöst

haben könnten. Tabelle 4 zeigt – nun in D-Mark-Beträgen und aus der Sicht der Bundesrepublik Deutschland – eine Aktivierung der deutschen Leistungsbilanz gegenüber den Vereinigten Staaten im Zeitraum 1981 bis 1983 um 14,5 Mrd. DM. Um diesen Betrag hat sich der deutsche Leistungsbilanzüberschuß gegenüber den USA von 1981 bis 1983 erhöht. Von den erfaßten und aufgliederbaren kompensierenden Kapitalbewegungen machten öffentliche Kapitaltransaktionen mit den USA (3,8 Mrd. DM) und private langfristige Kredite und Darlehen (3,6 Mrd. DM) den größten Teil aus. So gut wie keine kompensierende Anpassung gab es bei den deutschen Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen in den USA.

Verstärkte Instabilität

Wenn anschwellende Leistungsbilanzdefizite mit Änderungen bestimmter Kapitalströme einhergehen und damit Strukturimpulse konstatiert werden, ist noch nichts über kausale Beziehungen gesagt. Die Struktur des Kapitalverkehrs kann auch durch andere Faktoren, z. B. autonome Änderungen der Ertragsrelationen oder der Erwartungen, beeinflusst sein. Belastungen internationaler Finanzmärkte durch die anschwellenden US-Leistungsbilanzdefizite lassen sich daher nur in einem eingeschränkten Maße feststellen. Sie sind aber nicht in Form von globalen Finanzierungslücken, sondern in Form von Strukturimpulsen in einzelnen Marktsegmenten des internationalen Finanzierungssystem spürbar.

Die einzelnen Finanzierungsinstrumente, Regionen und Sektoren werden in unterschiedlicher Weise getroffen. Dies hat Folgewirkungen. Die Zinsrelationen zwischen den einzelnen Segmenten der internationalen Finanzmärkte werden beeinflusst. Je nachdem, von welchem Marktsegment die Aktivitäten finanziert werden, werden dadurch Wirtschaftssektoren und Regionen belastet oder begünstigt. Hinzu kommt, daß es keine dominierenden Reaktionsmuster gibt, weder im Hinblick auf die Finanzierungsinstrumente noch im Hinblick auf die betroffenen Sektoren und Regionen. Damit werden die Strukturimpulse unsicher und schwer prognostizierbar. Für internationale Anleger wird es dadurch schwieriger, die beste Zusammensetzung ihres Portefeuilles zu finden. Das begünstigt Arbitrageprozesse, abrupte Vermögensumschichtungen und verstärkt spekulative Engagements in einzelnen Marktsegmenten mit der möglichen Folge, daß die Zins- und Wechselkurschwankungen zunehmen. Kurz: Das wachsende US-Leistungsbilanzdefizit verstärkt die Instabilität an den internationalen Finanzmärkten. Darin und nicht in seinem vermeintlichen Effekt auf die Höhe des Zinsniveaus liegt seine eigentliche Problematik.