

Hafemann, Klaus; Hüther, Michael

**Article**

## Entwicklung und Determinanten des US-Leistungsbilanzdefizits

IW-Trends - Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung

**Provided in Cooperation with:**

German Economic Institute (IW), Cologne

*Suggested Citation:* Hafemann, Klaus; Hüther, Michael (2011) : Entwicklung und Determinanten des US-Leistungsbilanzdefizits, IW-Trends - Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung, ISSN 1864-810X, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln, Vol. 38, Iss. 1, pp. 81-95, <https://doi.org/10.2373/1864-810X.11-01-06>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/157023>

**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.*

## Entwicklung und Determinanten des US-Leistungsbilanzdefizits

Klaus Hafemann / Michael Hüther, März 2011

**Die USA weisen seit geraumer Zeit ein Leistungsbilanzdefizit auf. Der Grund hierfür ist die enorme negative Bilanz im Warenhandel. Diese besteht mit zahlreichen Staaten, die sich in asiatische Schwellenländer, ölexportierende Staaten und Industriestaaten einteilen lassen. Den weitaus größten Außenhandelsüberschuss mit den USA hat China. China erlebt einen massiven und langanhaltenden Wirtschaftsaufschwung, befördert von starken Investitionen und hohem Exportwachstum. Der in diesem Zusammenhang vor allem in den USA geäußerte Vorwurf, Chinas Exporte seien von staatlicher Seite massiv gestärkt, ist nicht völlig von der Hand zu weisen. Die mit dem US-Leistungsbilanzdefizit einhergehenden Netto-Kapitalimporte der USA sind allerdings auch vor dem Hintergrund der über lange Zeit expansiven Geld- und Fiskalpolitik zu sehen. Der Exportüberschuss einer Reihe von Industrieländern mit den USA resultiert aus Strukturunterschieden und den damit verbundenen Spezialisierungen.**

### Entwicklung des US-Leistungsbilanzdefizits

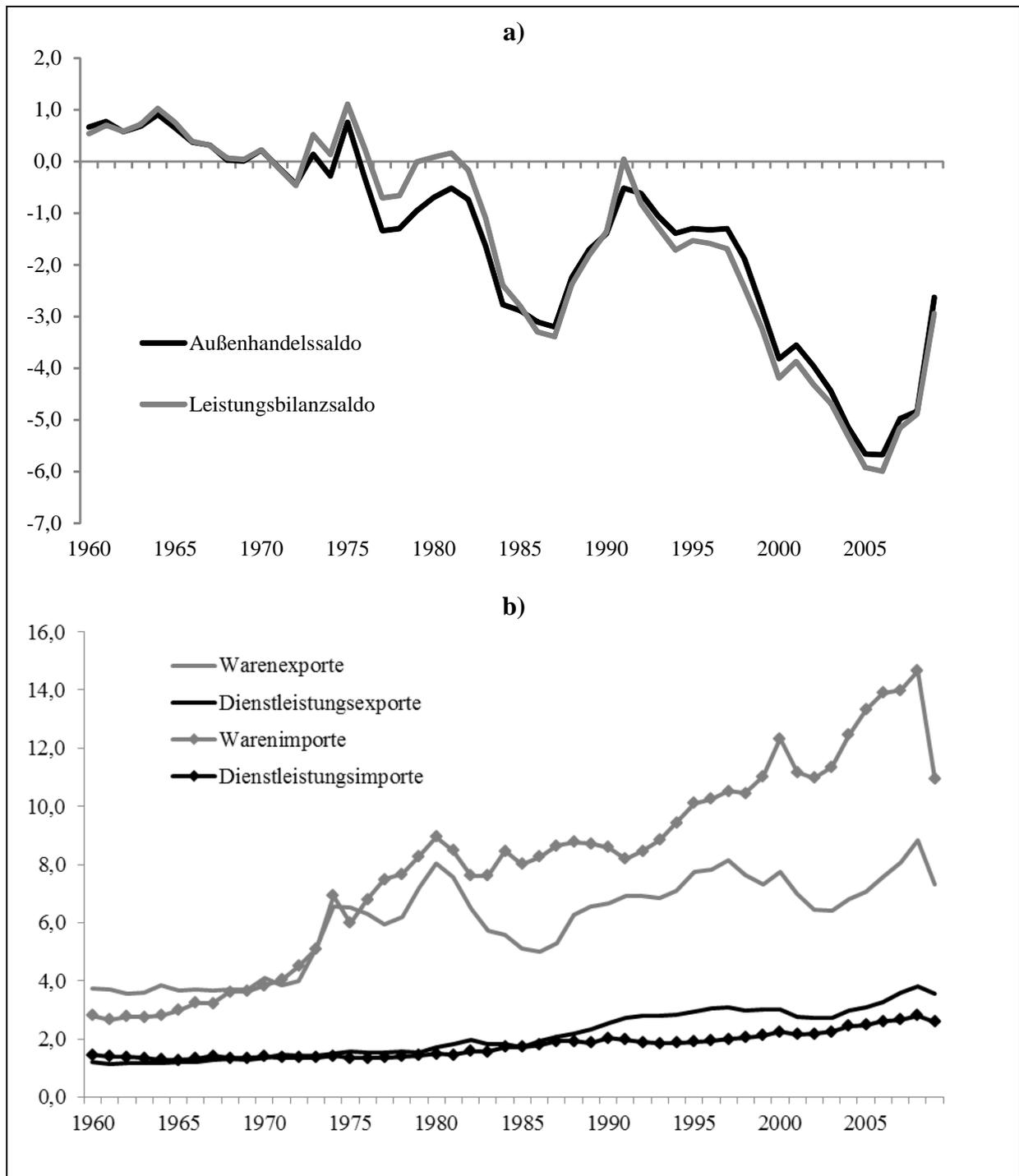
Seit fast 20 Jahren verzeichnen die USA ein immer größer werdendes Leistungsbilanzdefizit. Im Jahr 2008 betrug dieses gut 700 Milliarden US-Dollar oder 4,9 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Im Jahr 2009 gab es einen krisenbedingten, deutlichen Rückgang auf 420 Milliarden US-Dollar oder 3 Prozent des BIP. Der Handel mit Waren und Dienstleistungen, also die Außenhandelsbilanz, erfasst mit rund 90 Prozent den größten Teil der Leistungsbilanz (Abbildung 1a). Beim Handel mit Waren und Dienstleistungen importierten die USA bereits seit 1976 mehr, als sie exportierten. Im Zeitraum 1991 bis 2006 stieg das US-Außenhandelsdefizit von 0,5 Prozent auf 5,7 Prozent des BIP an.

Werden die Exporte und Importe von Waren- und Dienstleistungen getrennt betrachtet, dann zeigt sich ein eindeutiger Befund (Abbildung 1b): Das Außenhandelsdefizit ergab sich vor allem aufgrund der enorm negativen Bilanz im Warenhandel. Schon seit Mitte der 1970er-Jahre war der Warenimport der USA größer als der Warenexport. Vor allem ab Mitte der 1990er-Jahre wuchsen die Warenimporte deutlich stärker als die Exporte.

Abbildung 1

## Leistungs- und Außenhandelsbilanz der USA

Angaben in Prozent des BIP



Quellen: U.S. Census Bureau; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

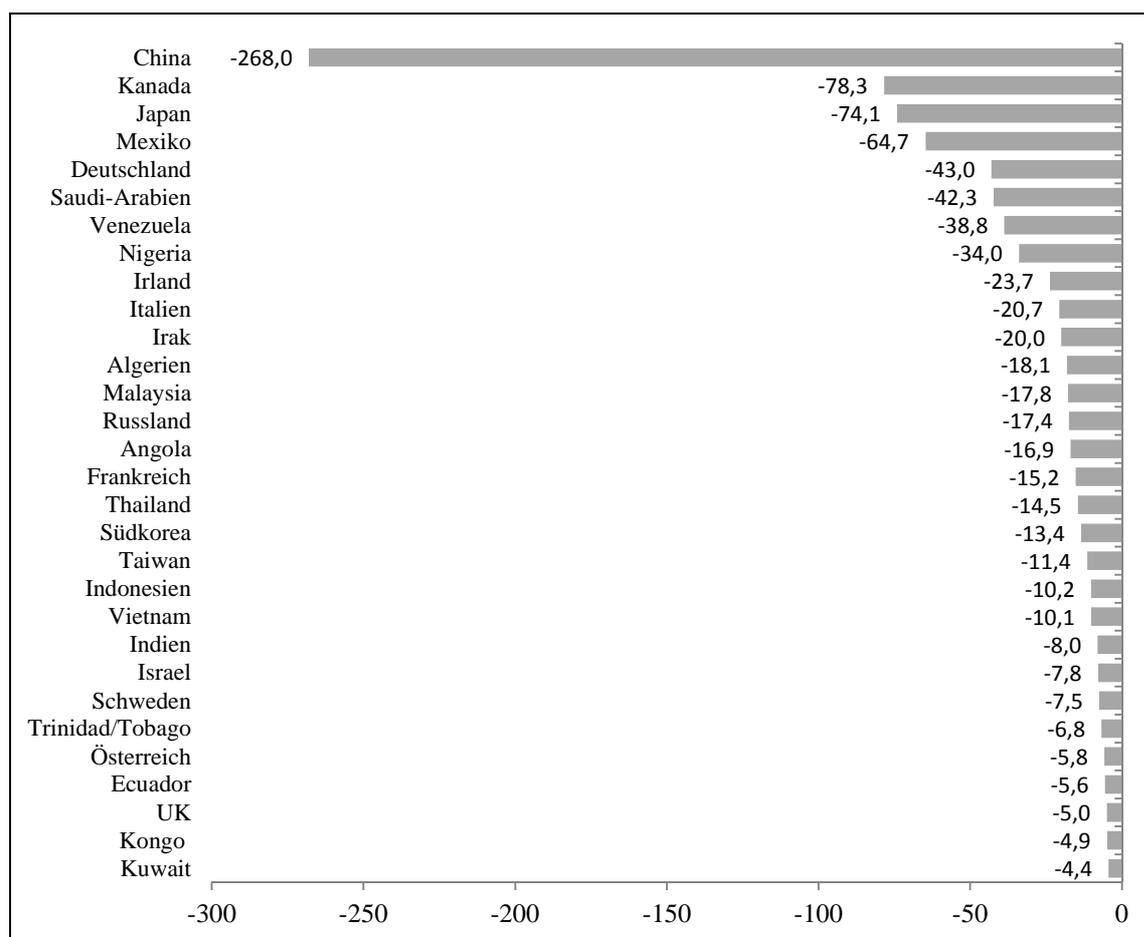
Beliefen sich die Warenimporte im Jahr 1992 noch auf 122 Prozent der Warenexporte, so waren es im Jahr 2005 bereits 189 Prozent. Während der Wirtschaftskrise 2009 lag der ent-

sprechende Wert bei 149 Prozent. Demgegenüber konnten die USA beim Dienstleistungshandel erhebliche Überschüsse erzielen. Lagen Dienstleistungsexporte und -importe im Jahr 1985 noch gleichauf, so übertrafen die Exporte die Importe im Jahr 1996 um 36 Prozent. Zuletzt pendelten sie sich bei rund 125 Prozent der Dienstleistungsimporte ein. Im Jahr 2008, das zur Betrachtung besser geeignet ist als das Krisenjahr 2009, lag der Importüberschuss beim Warenhandel bei 840 Milliarden US-Dollar und der Exportüberschuss beim Dienstleistungshandel bei 144 Milliarden US-Dollar. Gemeinsam mit einem positiven Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen in Höhe von 116 Milliarden US-Dollar und laufenden Nettoübertragungen in das Ausland in Höhe von 128 Milliarden US-Dollar ergibt dies ein Leistungsbilanzdefizit in Höhe von 706 Milliarden US-Dollar.

Abbildung 2

## Bilaterale Handelsbilanzdefizite der USA

Angaben für das Jahr 2008 in Milliarden US-Dollar



Quellen: U.S. Census Bureau; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

## Länderstruktur der US-Handelsbilanz

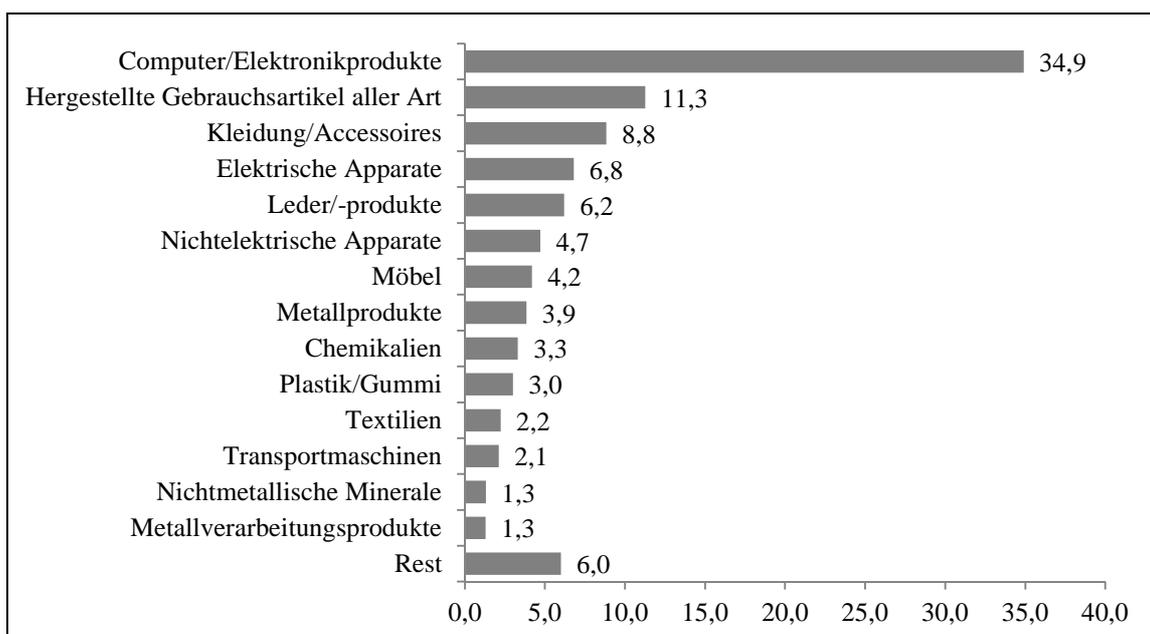
Bilaterale Außenhandelsüberschüsse mit den USA erzielen eine Reihe von Volkswirtschaften. Abbildung 2 zeigt die 30 wichtigsten der insgesamt 91 Staaten der Welt, die im Jahr 2008 mehr Waren in die USA exportierten, als sie von dort importierten. Demgegenüber standen 137 Staaten, die mehr Waren aus den USA bezogen als dorthin lieferten. Ihr kumuliertes Handelsbilanzdefizit mit den USA betrug insgesamt 146 Milliarden US-Dollar. Die Volksrepublik China sticht in dieser Darstellung stark heraus. Mit 268 Milliarden US-Dollar hat China einen höheren Handelsbilanzüberschuss mit den USA als die vier nachfolgenden Staaten zusammen aufweisen.

Aufgrund dieser exponierten Position werden zunächst China und dessen Handelsbeziehungen mit den USA näher untersucht. Es folgt eine weitergehende Betrachtung der US-Handelsposition mit anderen ausgewählten Volkswirtschaften. Abbildung 3 zeigt die Zusammensetzung der chinesischen Exporte in die USA. Hierbei handelt es sich vor allem um eine breite Palette an Gebrauchsgütern und in einem geringeren Maß um Vorleistungsgüter und Rohstoffe. In ökonomischen und politischen Analysen wird vor diesem Hintergrund oftmals die relativ hohe Konsumtätigkeit in den USA mit den US-Importen aus China thematisiert.

Abbildung 3

## Struktur der chinesischen Exporte in die USA

Anteil an den Gesamtexporten in Prozent; Angaben für 2009



Quellen: U.S. Census Bureau; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

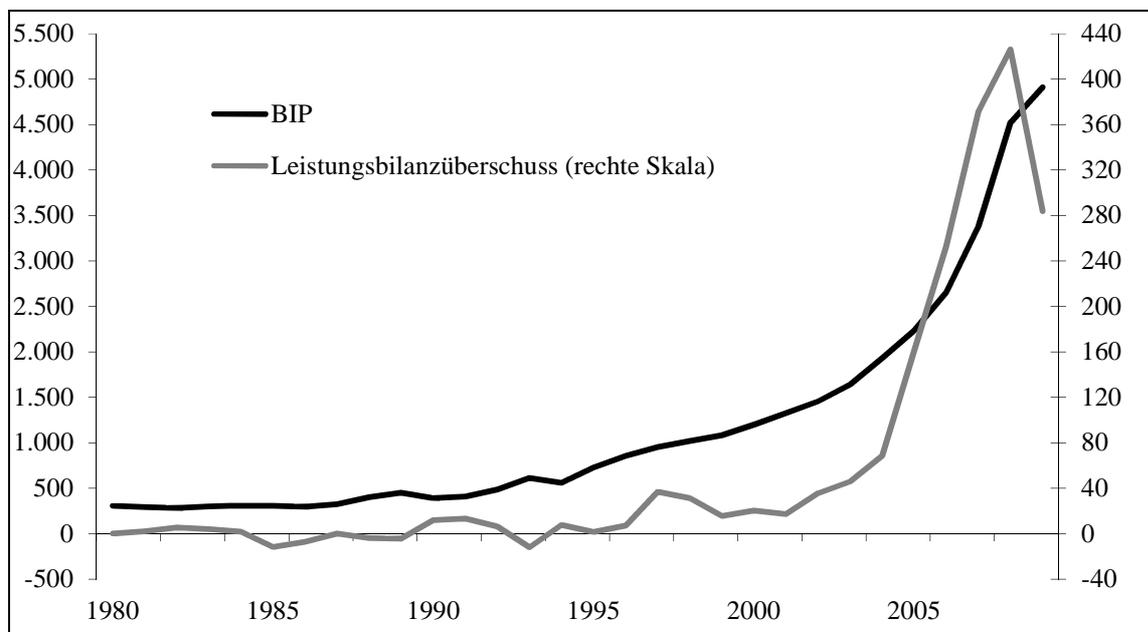
## Chinas Außenhandelsposition

Die Volksrepublik China erlebte in den vergangenen 20 Jahren einen gewaltigen ökonomischen Aufstieg. In dieser Zeit wuchs ihr Anteil am globalen BIP von rund 4 auf rund 12 Prozent an. Das ökonomische System Chinas befindet sich seit gut 30 Jahren in einem langsamen, aber beständigen Reformprozess, der sich in der Transformation von einer reinen Planwirtschaft in eine stärker von marktwirtschaftlichen Elementen geprägten Wirtschaftsordnung ausdrückt. Die Reformen waren insofern erfolgreich, als das BIP seitdem um durchschnittlich fast 10 Prozent pro Jahr zulegte. Das BIP je Einwohner expandierte um rund 9 Prozent pro Jahr.

Abbildung 4

### BIP und Leistungsbilanzüberschuss von China

Angaben in Milliarden US-Dollar



Quellen: IWF; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

Es waren zwei Zugpferde, die das chinesische Wirtschaftswachstum derart rasant beschleunigten: Zum einen wirkten die hohen Investitionen durch privilegierte Staatsunternehmen und neu gegründete private Unternehmen kleiner und mittlerer Größe. Direktinvestitionen aus dem Ausland gaben dem Wachstum durch ihren Transfer von Kapital, Technologie und Management-Know-how einen weiteren Schub. Zum anderen war die besondere Exportorientierung Chinas bedeutsam (Guo/N'Diaye, 2009). Die Exporte und Importe beliefen sich im Jahr 1980 insgesamt auf rund 10 Prozent des BIP. Derzeit liegt der Wert bei über 60 Prozent des BIP. Trotz der Exportorientierung dauerte es bis Mitte der 1990er-Jahre, bis China einen anhaltenden Leistungsbilanzüberschuss erzielen konnte

(Abbildung 4). Seit dem Jahr 2003 sind die Leistungsbilanzüberschüsse deutlich gewachsen, von 46 Milliarden US-Dollar auf 426 Milliarden US-Dollar im Jahr 2008. Der Überschuss entspricht knapp 10 Prozent des chinesischen BIP.

China ist jedoch nicht nur ein starker Exporteur, sondern zugleich ein Importeur von erheblichen Mengen an Vorleistungsgütern. Es hat trotz seiner hohen Überschüsse in der Leistungsbilanz gegenüber anderen asiatischen Ländern ein hohes Handelsbilanzdefizit (Lum/Nanto, 2007). Chinesische Unternehmen nehmen somit innerhalb Ostasiens eine Brückenfunktion ein: Sie beziehen Vorprodukte aus Vietnam, Bangladesch und anderen ostasiatischen Staaten, verarbeiten diese in China zu höherwertigen Produkten und exportieren sie dann. Dieser Bezug der Vorprodukte aus anderen Staaten begrenzt die inländische Fertigungstiefe bei gut 50 Prozent der chinesischen Exporte erheblich.

### **Wechselkurspolitik und Geldpolitik in China**

Vor dem Hintergrund der stark expandierenden Exporte von China in die USA wurde die chinesische Wechselkurspolitik bereits vor der globalen Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise in den Blick genommen. Die Wechselkurspolitik war zunächst von vorsichtigen Liberalisierungen gekennzeichnet. Ausgehend von einem Regime vollständiger Devisenbewirtschaftung erlaubte die chinesische Regierung ab 1985 einen zweiten, flexiblen Wechselkurs neben dem offiziellen Umtauschverhältnis. Dieser flexible Wechselkurs wurde immer marktmächtiger, sodass im Jahr 1994 beide Wechselkurse vereinheitlicht wurden, indem der offizielle dem flexiblen Tauschkurs angepasst wurde. Ab dem Jahr 1994 wurde er in einem festen Tauschverhältnis von 8,28 Renminbi je US-Dollar an die amerikanische Währung gebunden. Auch während der Asienkrise von 1997/98 behielt China den festen Wechselkurs bei (Abbildung 5).

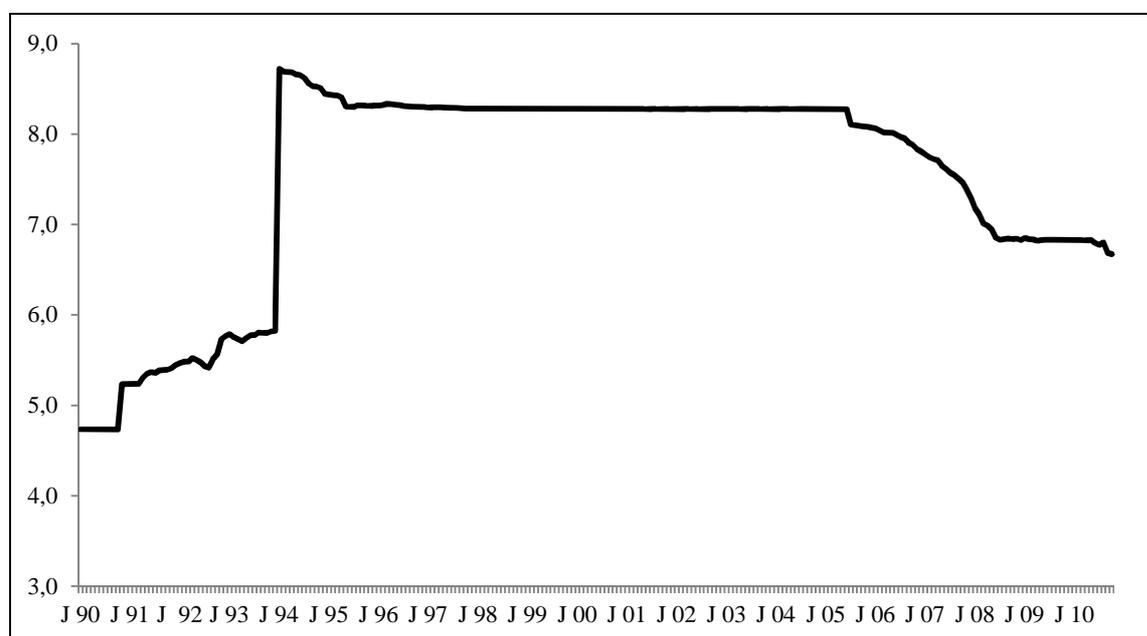
Mit der Zeit riefen die steigenden Exportüberschüsse die Aufmerksamkeit der USA hervor. China wird seit Jahren aufgefordert, seine Währung aufzuwerten. Dem wurde im Jahr 2005 in gewissem Maß nachgegeben, und der Renminbi wurde um gut 2 Prozent gegenüber dem US-Dollar aufgewertet. Gleichzeitig wurde die Bindung an den US-Dollar durch eine Bindung an einen Währungskorb mit internationalen Leitwährungen – zum Beispiel US-Dollar, Euro und Yen – ersetzt. Zudem stimmte die Chinesische Zentralbank – People's Bank of China (PBoC) – täglichen Schwankungen von 0,3 Prozent zu (Eichengreen, 2006). Im Zeitraum 2005 bis 2008 wertete der Renminbi ohne offizielle Verlautbarungen graduell um 21 Prozent gegenüber dem US-Dollar auf. Ebenso stillschweigend erfolgte 2008 die Wiedereinführung eines festen Wechselkurses von 6,83 Renminbi je US-Dollar, der bis Juni 2010 eingehalten wurde. Im Sommer 2010 sprach sich der chinesische Notenbankchef

für eine maßvolle Aufwertung der Landeswährung Renminbi aus. Dies galt als ein Signal der Entspannung gegenüber den USA. Eine rasche Aufwertung kam allerdings nicht in Frage. Tatsächlich wertete der Renminbi leicht bis auf 6,64 Renminbi je US-Dollar im Dezember 2010 auf. Diese Aufwertungen des Renminbi reduzierten die chinesischen Leistungsbilanzüberschüsse weniger, als es von manchem Beobachter erwartet wurde. Ein Grund dafür dürfte die angesprochene begrenzte Fertigungstiefe innerhalb Chinas bei vielen Exportprodukten sein. Die Aufwertung des Renminbi müsste hoch ausfallen, um die Preise dieser Produkte merklich zu beeinflussen.

Abbildung 5

## Wechselkurs der chinesischen Währung

Renminbi je US-Dollar



Quellen: Bloomberg; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

Infolge der hohen Leistungsbilanzüberschüsse Chinas würde unter sonst gleichen Bedingungen die umlaufende Geldmenge in Renminbi steigen. Die Käufer der chinesischen Produkte zahlen zum Beispiel für diese Produkte in US-Dollar, die die chinesischen Exporteure bei der PBoC wieder in Renminbi eintauschen wollen. Die PBoC würde bei diesem Ankauf ihre Dollarreserven erhöhen, und gleichzeitig stiege damit das Renminbi-Volumen, das auf dem nationalen Geldmarkt verfügbar ist. Dies zöge Preissteigerungen und unter gewöhnlichen Bedingungen Lohnsteigerungen nach sich. Da der Wechselkurs fixiert ist, würde sich somit die Wettbewerbsfähigkeit der chinesischen Exportwirtschaft vermindern. Die PBoC schafft es jedoch, eine Aufwertung des realen Wechselkurses zu vermeiden, indem sie die aus dem Leistungsbilanzüberschuss resultierende zusätzliche Liquidität ab-

schöpft. Erleichtert wird dies durch eine Kontrolle des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs. Um die Liquiditätsentwicklung, die durch die steigenden Devisenreserven entsteht, im Zaum zu halten, hat die PBoC im Jahr 2004 mit der Ausgabe von Zentralbankbonds begonnen. Sie dämmt die in Renminbi vorhandene Liquidität durch die Ausgabe von Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit ein und neutralisiert damit teilweise den Kapitalzufluss. Dadurch weist die Bilanz der PBoC US-Staatsanleihen als Aktiva und die begebenen Staatsanleihen in Renminbi als Passiva auf (Bernoth/Fisher/Stier, 2010). Dieses Vorgehen senkt zwar die Geldmenge, aber zum Preis steigender Zinsen in China. Daher zwingt die Zentralbank die Käufer ihrer Bonds, diese zu Zinsen zu halten, die unter den Marktzinsen liegen. Zudem erhöhte die PBoC die ebenfalls niedrig verzinsten Mindestreservesätze der chinesischen Geschäftsbanken von 6 Prozent im Jahr 2003 auf 17,5 Prozent im Jahr 2008. Ein Teil der Mindestreserve ist zudem in US-Dollar zu halten. Damit entzieht die Zentralbank dem Markt ebenfalls erhebliche Liquidität (McKinnon/Schnabl, 2009). Mithilfe dieser Sterilisierungsaktivitäten schafft es die PBoC, den geldmengenerweiternden Effekt der steigenden Devisenreserven spürbar einzudämmen. Somit bleibt die Inflation in China tendenziell niedriger. Da gleichzeitig die Produktivität in China ansteigt, wertet der Renminbi bei einem fixierten nominalen Wechselkurs real ab, was wiederum die chinesische Exporttätigkeit begünstigt.

Eine Folge dieser Geldmengenbegrenzung ist, dass die aggregierten Investitionen in China gedämpft werden. Führt dies zu einem positiven Saldo von inländischem Sparen und Investitionen, dann kann sich dies in einem wachsenden Kapitalbilanzdefizit und einem spiegelbildlichen Leistungsbilanzüberschuss niederschlagen. Durch den staatlich kontrollierten Bankensektor wird das Kapitalangebot in den beschäftigungsintensiven Exportsektor gelenkt. Der chinesische Exportsektor dürfte deshalb nicht nur durch die reale Wechselkursstabilisierung, sondern auch aufgrund niedriger Zinsen subventioniert und möglicherweise überdimensioniert sein. Im Ergebnis ist es nicht nur die steigende Produktivität bei niedrigen Löhnen, die den Exporterfolg Chinas ankurbelt, sondern auch der von der PBoC gesteuerte Wechselkurs, verbunden mit einer inflationssenkenden Geldmengenstabilisierung der PBoC.

### **Weitere Überschussländer**

Abbildung 2 zeigt, dass die USA nicht nur mit China ein erhebliches Handelsbilanzdefizit aufweisen. Im Jahr 2008 waren es 90 weitere Staaten, die mehr Waren in die USA exportierten, als sie von dort importierten. Ihr zusammengefasster Handelsbilanzüberschuss mit den USA betrug 695 Milliarden US-Dollar und damit das 2,7-Fache des Handelsbilanzüberschusses Chinas mit den USA. Für eine weitergehende Analyse der US-

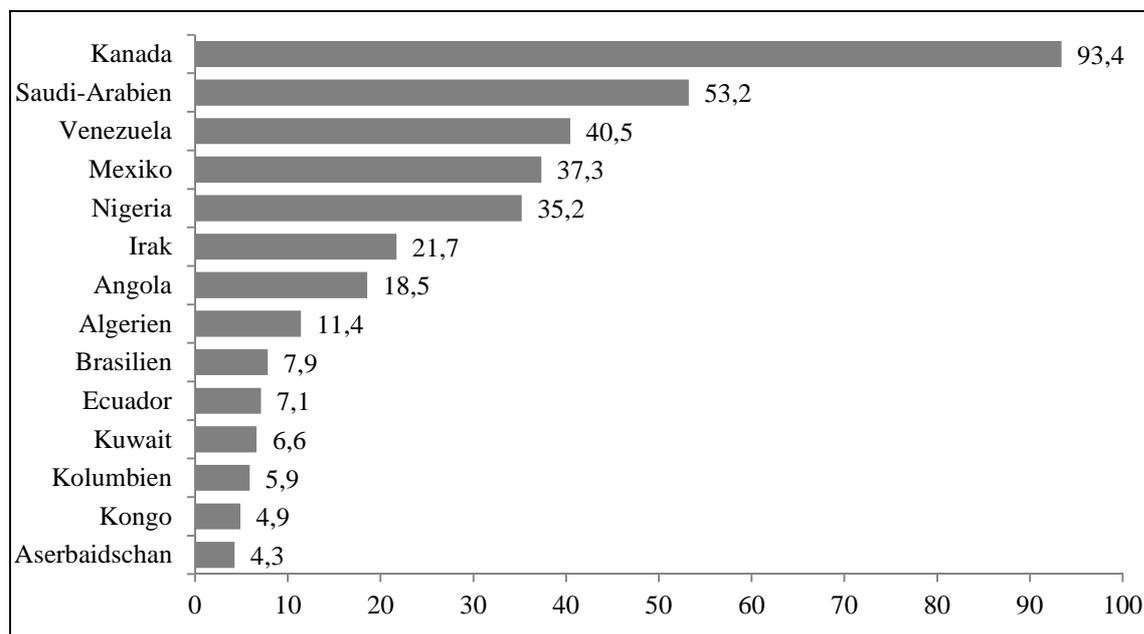
Handelsbilanzdefizite kann eine Einteilung dieser Staaten in drei Kategorien – asiatische Schwellenländer, ölexportierende Staaten und Industriestaaten – zielführend sein.

Zu den **asiatischen Schwellenländern** mit einer aufstrebenden Industrieproduktion gehören im Jahr 2008 neben China Malaysia, Thailand, Südkorea, Taiwan, Vietnam und Indien mit einem Handelsbilanzüberschuss mit den USA von insgesamt knapp 89 Milliarden US-Dollar. Nach dem Ende der Asienkrise haben die Leistungsbilanzüberschüsse Chinas und anderer asiatischer Schwellenländer stark zugenommen. Letztgenannte befinden sich den USA gegenüber in einer ähnlichen Position wie China. Auch sie exportieren in die USA vor allem preisgünstig produzierte Gebrauchsgüter. Nicht nur China, sondern auch andere ostasiatische Staaten betreiben ein „schmutziges Floating“ gegenüber dem US-Dollar, vermeiden also auf diesem Weg die Aufwertung ihrer Währungen (Dooley/Folkerts-Landau/Garber, 2003).

Abbildung 6

## US-Importe von Öl und Gas

Angaben für das Jahr 2008 in Milliarden US-Dollar



Quellen: U.S. Census Bureau; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

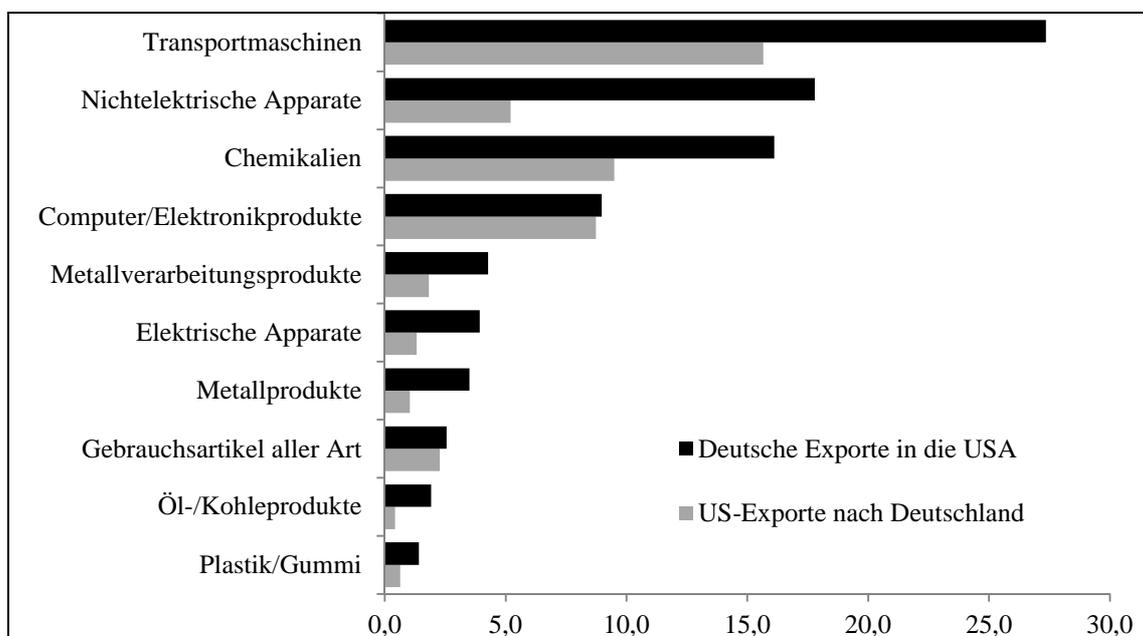
Die **ölexportierenden Staaten** sind vor allem Kanada, Mexiko, Saudi-Arabien, Venezuela, Nigeria, Irak, Algerien, Russland, Angola, Kuwait und Kongo. Diese Länder erzielten im Jahr 2008 mit den USA einen Handelsbilanzüberschuss von insgesamt 340 Milliarden US-Dollar. Abbildung 6 zeigt die Herkunftsländer der US-Importe von Öl und Gas im Jahr 2008. Die USA verbrauchten im Jahr 2008 insgesamt 900 Millionen Tonnen Erdöl, wovon

sie nur etwa ein Drittel selbst produzierten. Die Ölförderländer konnten daher aufgrund gestiegener Energiepreise erheblich gesteigerte Leistungsbilanzüberschüsse mit den USA erzielen. Besonders die arabischen Ölstaaten verfolgen die Strategie, die Einnahmen aus ihren Ölverkäufen zum großen Teil nicht konsumtiv, sondern investiv zu verwenden, um den ihnen zukommenden Zahlungsstrom über das Ende der Ölförderung hinaus zu verstetigen. Diese Strategie senkt ihren Konsum und damit unter sonst gleichen Bedingungen ihren Import von Gütern aus den USA. Einschränkend muss aber bedacht werden, dass einige Industriestaaten wie Kanada und Schwellenländer wie Mexiko neben dem Ölhandel auch bei anderen Gütern Exportüberschüsse mit den USA erzielen.

Abbildung 7

## Warenhandel zwischen Deutschland und den USA

Exporte im Jahr 2008 in Milliarden US-Dollar



Quellen: U.S. Census Bureau; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

 Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

Für den Handel mit den USA sind die wichtigen **Industriestaaten** vor allem Japan, Deutschland, Irland, Italien, Frankreich, Israel, Schweden, Österreich und das Vereinigte Königreich. Diese Länder können insgesamt rund 203 Milliarden US-Dollar des US-Handelsbilanzdefizits im Jahr 2008 erklären. Vor allem das erhebliche Defizit im Warenhandel mit den Industriestaaten fällt auf. Die Industriestaaten haben keine nennenswerten Rohstoffe, die sie in die USA exportieren können, und sie verfügen auch nicht über erhebliche Lohnkostenvorteile wie die Schwellenländer. Ebenso wenig nutzen die EU-Staaten eine exportstimulierende Währungsmanipulation. Der intraindustrielle Handel – zum Beispiel zwischen Deutschland und den USA – ist von einem erheblichen Exportüberschuss

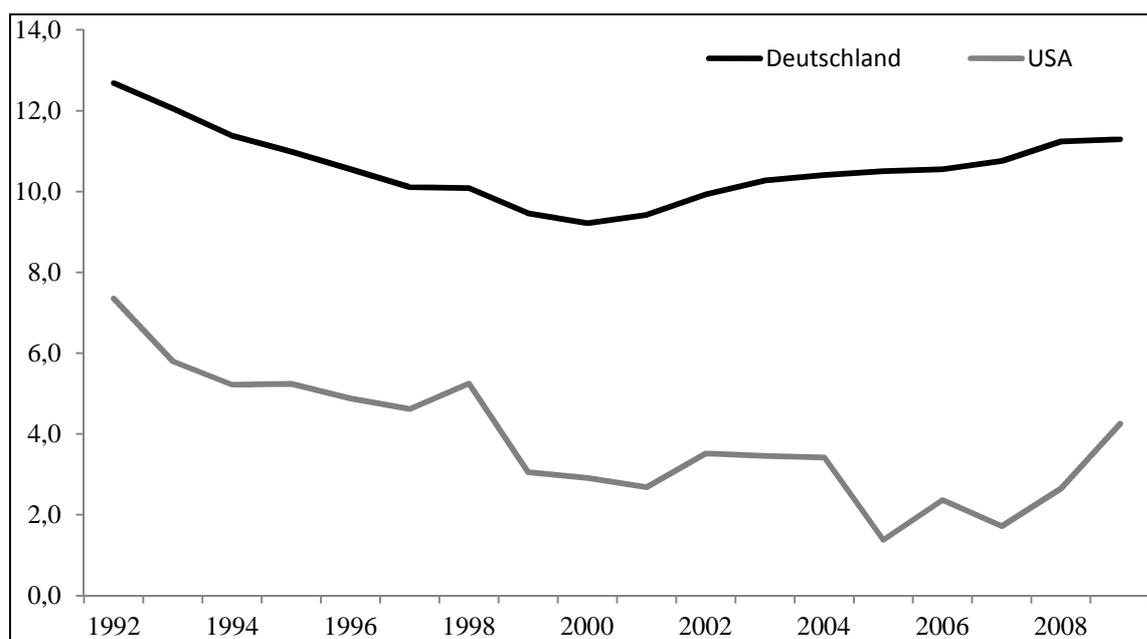
Deutschlands geprägt. Dies gilt für die zehn wichtigsten Güterklassen, die rund 90 Prozent des Warenhandels zwischen beiden Ländern abdecken (Abbildung 7). Dies weist darauf hin, dass sich die bestehenden Strukturunterschiede zwischen den Ländern – in Deutschland die Spezialisierung auf moderne um Dienstleistungen ergänzte Industrie-güter – auch in den Handelsströmen niederschlägt.

Bei Japan hingegen kann eine gewisse exportstimulierende Währungspolitik beobachtet werden. Die japanische Zentralbank bemüht sich – bei schwacher Inlandskonjunktur und hoher Staatsverschuldung – um einen niedrigen Außenwert des Yen. Dies ist angesichts der bereits nahe null liegenden Zentralbankzinsen und der mittlerweile extrem hohen Staatsverschuldung für Japan eine Form, Arbeitsplätze im Exportsektor zu schaffen.

Abbildung 8

## Sparen der Haushalte in Deutschland und in den USA

Nettosparen der privaten Haushalte in Prozent des Verfügbaren Einkommens



Quellen: OECD; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

## Kapitalzuflüsse in die USA

Das Spiegelbild der Leistungsbilanz ist die Kapitalbilanz. Das US-Leistungsbilanzdefizit wird durch Nettokapitalzuflüsse aus den Partnerländern finanziert, also durch einen gleich hohen Überschuss in der Kapitalbilanz. Diese Kapitalzuflüsse finden in vielfältiger Form statt: als Wertpapierkäufe in den USA, als ausländische Direktinvestitionen in den USA, als Kredite an amerikanische Kreditnehmer und als Käufe von US-Staatsanleihen. Vereinfacht und zugespitzt formuliert, bedeutet dies, dass die genannten Länder mit einem Über-

schuss im US-Handel exportieren und sparen, die USA dagegen importieren und konsumieren. Die Sparquote in den USA ist seit langem ausgesprochen niedrig (Abbildung 8). Investoren, Konsumenten und der Staat sind daher auf Kapitalzuflüsse von außen angewiesen, gleichzeitig fließt dadurch weniger Kapital von den USA ins Ausland.

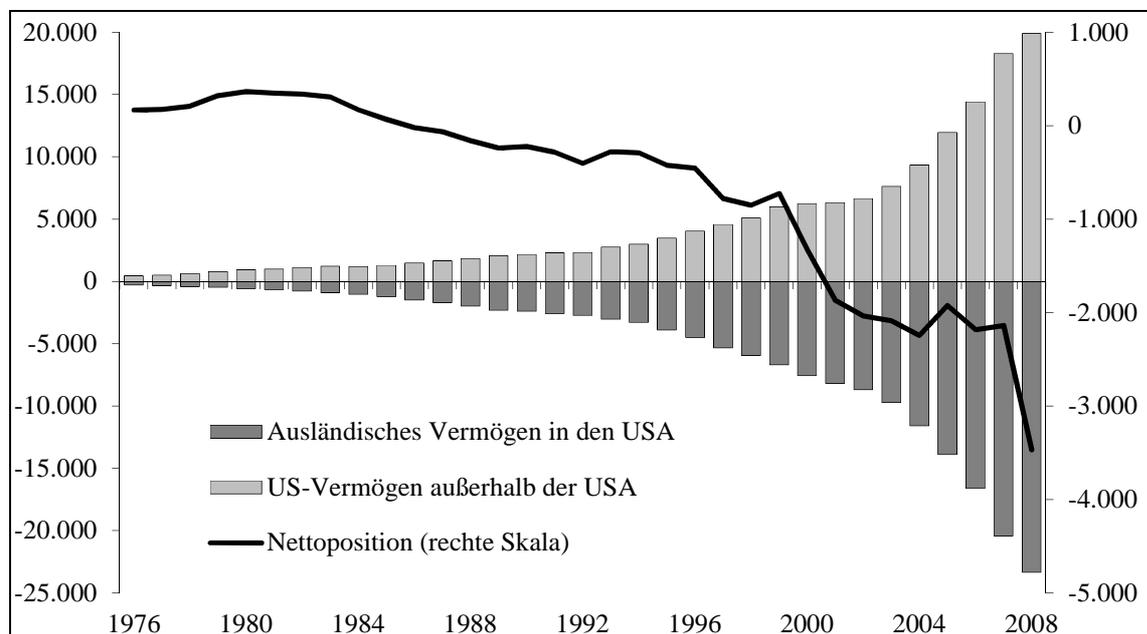
Als eines der reichsten Länder der Welt attrahieren die USA in einem hohen Maß Netto-Kapitalzuflüsse aus dem Rest der Welt, und zwar zunehmend aus Schwellenländern wie China. Da in großem Umfang US-Dollar infolge der chinesischen Leistungsbilanzüberschüsse nach China fließen, die dort in nationale Währung umgetauscht werden, entstehen hohe Devisenreserven der PBoC. Diese Dollarreserven werden zum Teil in den USA in festverzinslichen Anleihen (zumeist in Staatspapiere) angelegt, zuletzt vermehrt auch in Staatsanleihen europäischer Länder. Da die PBoC zunehmend weniger mit den Zinseinkünften zufrieden war, die sie aus dem Halten von ausländischen Staatspapieren erzielen konnte, finanzierte sie im September 2007 mit rund 200 Milliarden US-Dollar den chinesischen Staatsfonds Chinese Investment Corporation (CIC). Dieser konzentriert sich auf renditestärkere Anlageziele – auch in den USA. Ebenso suchen andere Länder mit hohen Reserven, wie zum Beispiel Russland und die arabischen Länder, alternative Anlageformen. In der Form von Staatsfonds wird das gesamte Anlagespektrum einschließlich des Kaufs von Aktien und Grundstücken ausgeschöpft, was die Investitionsmöglichkeiten und Wachstumsbedingungen in den Zuflussländern begünstigen kann (Hüther, 2008).

Infolge ihrer anhaltenden Leistungsbilanzdefizite und der entsprechenden Kapitalbilanzüberschüsse sind die USA mittlerweile das Land mit der höchsten negativen Netto-Auslandsvermögensposition. Im Jahr 2008 betrug sie 3.469 Milliarden US-Dollar und damit rund ein Viertel des US-BIP. Wie in Abbildung 9 zu sehen ist, hat sie sich seit Mitte der 1980er-Jahre kontinuierlich erhöht. Angesichts des anhaltenden Bevölkerungswachstums in den USA kann dies – in Grenzen – vertretbar sein. Die US-Bevölkerung wird voraussichtlich bis 2050 von derzeit gut 300 Millionen auf über 400 Millionen Personen anwachsen. Die mit einer negativen Netto-Auslandsvermögensposition einhergehenden Zins- und Tilgungsverpflichtungen können von einer wachsenden Bevölkerung leichter bedient werden. Hinzu kommt, dass Länder mit alternder Bevölkerung wie Deutschland nach Anlagemöglichkeiten suchen, um diese positive Netto-Auslandsvermögensposition in Zukunft zu liquidieren und damit den Lebensstandard der dann zahlreichen Rentner zu finanzieren.

Abbildung 9

## Auslandsvermögenspositionen der USA

Angaben in Milliarden US-Dollar



Quellen: U.S. Census Bureau; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

Die Ströme der Kapitalbilanz sind somit nicht allein eine passive Reaktion auf die Ströme der Leistungsbilanz (Greenspan, 2004). Internationale Investoren legen aufgrund moderner elektronischer Kommunikationsmöglichkeiten und erleichterter Kapitalanlagebedingungen weniger den Fokus auf ihren Heimatmarkt. Sie erwerben Anlagevermögen in den USA deshalb, weil sie von der Rendite und Sicherheit dieser Anlage im Vergleich mit Alternativen überzeugt sind. Dies gilt für Direktinvestitionen und Portfolioinvestitionen. Zeitgleich mit dem ansteigenden US-Leistungsbilanzdefizit gab es in den USA zwei – im Nachhinein nicht nachhaltige – Investitionsbooms. Der erste Boom fand während der sogenannten New-Economy-Periode in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre statt und der zweite am US-Immobilienmarkt nach der Jahrtausendwende. Das skizzierte Muster des internationalen Handels kann auch als die Folge der Suche der weltweiten finanziellen Ressourcen nach ihrer effizientesten Verwendung interpretiert werden. Demnach kann das Handelsbilanzdefizit der USA auch durch Kapitalflüsse mitverursacht werden. Solche Kapitalzuflüsse stärken den Außenwert des US-Dollar, was Importe erleichtert und Ausfuhren erschwert. Dies begünstigt ein Leistungsbilanzdefizit (Coughlin/Pakko/Poole, 2006). Es ist nicht eindeutig zu erkennen, wie stark die Kapitalflüsse die Warenflüsse antreiben und umgekehrt.

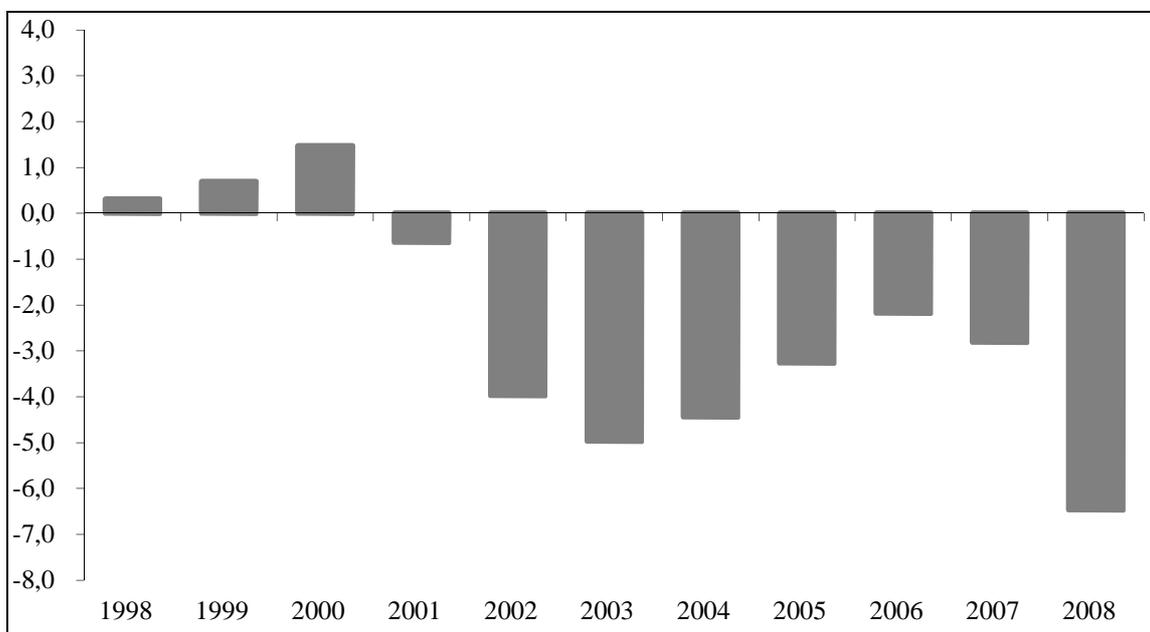
## US-Leistungsbilanz und Wirtschaftspolitik

Ein Grund für das US-Leistungsbilanzdefizit und die entsprechenden Kapitalzuflüsse ist auch, dass die USA in den letzten Jahren eine ausgesprochen expansive Geld- und Fiskalpolitik verfolgt haben (SVR, 2006). Diese Konjunkturpolitik wirkte wie ein globales Konjunkturprogramm. Die US-Notenbank mit ihren niedrigen Leitzinsen und die US-Regierung mit ihren hohen Budgetdefiziten stimulierten Importe und trugen somit zum Leistungsbilanzdefizit der USA bei. Abbildung 10 zeigt die Entwicklung des US-Haushaltsdefizits im Zeitraum 1998 bis 2008.

Abbildung 10

## Staatsdefizit in den USA

Staatliches Haushaltsdefizit in Prozent des BIP



Quellen: OECD; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

Die US-Geldpolitik habe, so die Analyse des Sachverständigenrats, dazu geführt, dass vor allem der Wohnungsbau und der Private Konsum erheblich stiegen, und zwar in solchem Maß, dass zu ihrer Finanzierung eine ausländische Finanzierung benötigt wurde (Fernández-Villaverde/Guerrón-Quintanaz/Rubio-Ramírez, 2010). Neben der Inflationsbekämpfung habe die Stimulierung der Konjunktur in der US-Geldpolitik seit Ende der 1980er-Jahre eine höhere Bedeutung erlangt (Greenspan, 2007). Allerdings haben die laxen Zinspolitik der US-Zentralbank und die erhebliche Ausweitung der Dollarmenge nicht zu einer hohen am Verbraucherpreisindex gemessenen Inflation geführt. Bedeutsam war die Rolle des US-Dollar als internationale Reservewährung. Diese erleichtert auch eine dauer-

hafte Verschuldung der USA, da der Dollar der Reservehaltung dient und als international genutztes Zahlungsmittel außerhalb der USA benötigt wird.

## Fazit

Der Vorwurf, der chinesische Leistungsbilanzüberschuss mit den USA sei durch Manipulationen der PBoC begründet, ist nicht von der Hand zu weisen. Der Umgang Chinas mit dem unterbewerteten Renminbi wird ein zentrales Thema der kommenden Jahre bleiben. Die mittelfristigen Entwicklungsziele Chinas – vor allem die Steigerung des Binnenkonsums und der Strategiewechsel, kompetitive Vorteile verstärkt durch innovative Produkte statt durch preiswerte Massenwaren zu erringen – sollten der chinesischen Währungspolitik mehr Raum geben, um die Unterbewertung ihrer Währung zu mildern. Das Zulassen einer allmählichen Aufwertung des Renminbi kann ein Schritt sein, der sowohl ökonomisch sinnvoll ist als auch die internationalen Wirtschaftsbeziehungen entspannt. Der Überschuss Deutschlands beim intraindustriellen Handel mit den USA ist anders zu erklären und zu bewerten. Deutschland realisiert aus einer Position der industriellen Spezialisierung einen Handelsbilanzüberschuss. Bei einer weniger expansiven Geld- und Fiskalpolitik in den USA dürfte sich dieser ein Stück weit zurückbilden.

---

## Literatur

Bernoth, Kerstin / Fisher, Alexander / Stier, Olaf, 2010, Die Internationalisierung des chinesischen Renminbi: Eine Chance für China, in: DIW-Wochenbericht, Nr. 20, S. 10–15

Coughlin, Cletus C. / Pakko, Michael R. / Poole, William, 2006, How Dangerous is the U.S. Current Account Deficit?, in: The Regional Economist, Federal Reserve Bank of St. Louis, S. 4–9

Dooley, Michael / Folkerts-Landau, David / Garber, Peter, 2003, An Essay on the revived Bretton Woods System, NBER Working Paper, Nr. 9971, Washington D.C.

Eichengreen, Barry, 2006, China's Exchange Rate Regime: The Long and Short of It, URL: [www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/short](http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/short) [Stand: 2011-04-01]

Fernández-Villaverde, Jesús / Guerrón-Quintanaz, Pablo / Rubio-Ramírez, Juan F., 2010, Reading the Recent Monetary History of the U.S., 1959–2007, Working Paper, Nr. 10–15, Federal Reserve Bank of Philadelphia

Greenspan, Alan, 2004, Evolving U.S. Payments Imbalance and its Impact on Europe and the Rest of the World, in: Cato Journal, Vol. 24, S. 1–11

Greenspan, Alan, 2007, The Age of Turbulence: Adventures in a New World, Evolving U.S. Payments Imbalance and its Impact on Europe and the Rest of the World, in: Cato Journal, Vol. 24, S. 1–11

Guo, Kai / N'Diaye, Papa, 2009, Is China's Export-Oriented Growth Sustainable?, IMF Working Paper, Nr. 09/172, Washington D.C.

Hüther, Michael, 2008, Schutz vor Staatsfonds – Sicherung des Wettbewerbs oder Spirale des Protektionismus?, in: Globaler Wettbewerb und nationale Wettbewerbsordnungen, FIW-Schriftenreihe, Heft 220, Köln

Lum, Thomas / Nanto, Dick K., 2007, China's Trade with the United States and the World, CRS Report for Congress RL31403, Washington D.C.

McKinnon, Ronald / Schnabl, Gunther, 2009, The Case for Stabilizing China's Exchange Rate: Setting the Stage for Fiscal Expansion, in: China & World Economy, Vol. 17, Nr. 1, S. 1–32

SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2006, Widerstreitende Interessen – Ungenutzte Chancen, Jahresgutachten 2006/07, Wiesbaden

\*\*\*

## Development and Determinants of the US Current Account Deficit

The US have been showing a current account deficit for some time. The reason is the enormously negative trade balance caused by net imports from many countries, including emerging markets in Asia, oil exporting countries and industrialized countries. By far the biggest net exporter of goods to the US is China, which experiences a massive and enduring economic boom fueled by strong investment and high export growth. In this context, some voices, mainly in the US, accuse the Chinese government of heavily boosting the country's exports. There is some truth to these charges. However, the net capital import into the US which accompanies its current account deficit must be understood in the light of its long-lasting expansive monetary and fiscal policies. The net export of goods of a number of industrialized countries into the US is a result of structural differences and economic specialization.