

Dovern, Jonas; Meier, Carsten-Patrick; Scheide, Joachim

## Article

# Muss das hohe US-Leistungsbilanzdefizit zu einer massiven Aufwertung der europäischen Währungen führen? Eine andere Sicht

Aussenwirtschaft

## Provided in Cooperation with:

University of St.Gallen, School of Economics and Political Science, Swiss Institute for International Economics and Applied Economics Research

*Suggested Citation:* Dovern, Jonas; Meier, Carsten-Patrick; Scheide, Joachim (2007) : Muss das hohe US-Leistungsbilanzdefizit zu einer massiven Aufwertung der europäischen Währungen führen? Eine andere Sicht, Aussenwirtschaft, ISSN 0004-8216, Universität St.Gallen, Schweizerisches Institut für Aussenwirtschaft und Angewandte Wirtschaftsforschung (SIAW-HSG), St.Gallen, Vol. 62, Iss. 2, pp. 233-254

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/231127>

### 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.*

## **Muss das hohe US-Leistungsbilanzdefizit zu einer massiven Aufwertung der europäischen Währungen führen? Eine andere Sicht**

Jonas Dovern, Carsten-Patrick Meier und Joachim Scheide  
Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

Das Leistungsbilanzdefizit der USA ist in seiner gegenwärtigen Höhe von 6 ½ Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf Dauer nicht tragfähig. Viele Beobachter sehen es als nahezu unausweichlich an, dass sich dieses Ungleichgewicht früher oder später korrigiert und dabei massive Probleme in der Weltwirtschaft auslöst, etwa über eine dramatische Abwertung des Dollars und eine damit einhergehende Aufwertung der europäischen Währungen. Verschiedene weltwirtschaftliche Prozesse wirken allerdings darauf hin, dass sich das Defizit auf ein tragfähiges Niveau verringert, auch wenn dies noch geraume Zeit in Anspruch nehmen kann. Nach unseren Simulationen mit einem makroökonomischen Weltmodell ist zu erwarten, dass sich die Anpassung ohne grosse Verwerfungen vollzieht. Entsprechend wäre nicht mit einer nennenswerten Beeinträchtigung der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland oder im Euroraum zu rechnen.

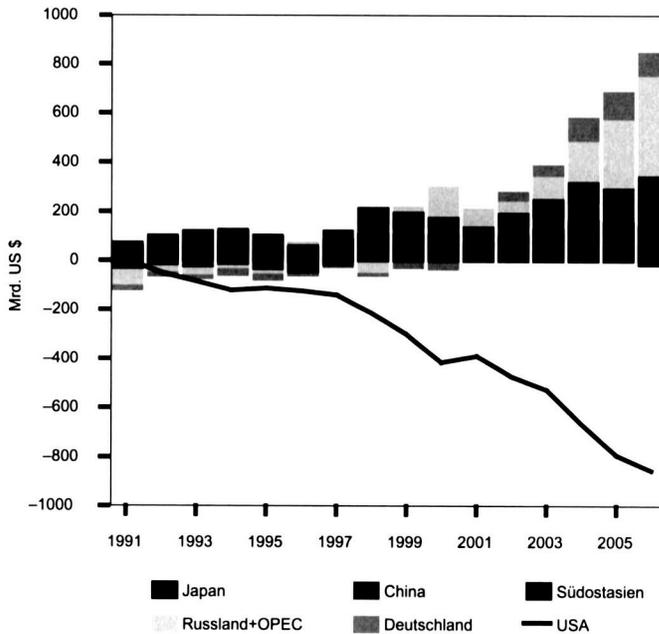
Keywords: Internationale Makroökonomik, Prognose, Simulationen,  
Leistungsbilanz

JEL Codes: F41, F47

### **1 Einleitung**

Das amerikanische Leistungsbilanzdefizit hat sich in den vergangenen 15 Jahren kontinuierlich vergrößert und erreichte im Jahr 2006 einen Stand von rund 850 Mrd. US-Dollar; das entspricht rund 6½ Prozent des Bruttoinlandsprodukts (Abbildung 1). Mit den Defiziten hat die Auslandsverschuldung der USA erheblich zugenommen. Nach den Daten des Bureau of Economic Analysis (2006) ist die Netto-Auslandsvermögensposition seit dem Jahr 1986 negativ. Ende 2005 lag die Verschuldung der USA bei rund 2,7 Bill. US-Dollar; in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sind dies rund 21 Prozent.

**Abbildung 1:** Leistungsbilanzsalden ausgewählter Länder und Regionen 1991–2006<sup>a</sup>



a 2006: teilweise geschätzt.

Quelle: NIESR (2006b); eigene Berechnungen.

Dem Leistungsbilanzdefizit der USA stehen Überschüsse in den meisten anderen wichtigen Ländern bzw. Regionen der Welt gegenüber. So lag der japanische Leistungsbilanzüberschuss seit 1991 – bedingt durch die Alterung der Bevölkerung, aber auch als Folge der Wirtschaftskrise Ende der 1980er-Jahre – gleichmässig bei rund 100–150 Mrd. US-Dollar. Der übrige südostasiatische Wirtschaftsraum wies nach 1998, dem Jahr der Asienkrise, eine Zeitlang ebenfalls positive Salden auf. Zuletzt war allerdings nur noch die chinesische Leistungsbilanz – sehr deutlich – im Plus; der Überschuss erhöhte sich von 30 Mrd. US-Dollar im Jahr 1998 auf rund 130 Mrd. US-Dollar im Jahr 2005 und für 2006 vermutlich auf bis zu 200 Mrd. US-Dollar. Ausserdem weisen Russland sowie die OPEC-Staaten infolge der stark gestiegenen Öl- und Rohstoffpreise seit dem Jahr 2000 kräftig zunehmende Überschüsse auf. War ihre Leistungsbilanz in den 1990er-Jahren noch annähernd ausgeglichen, so lag der Überschuss im Jahr 2005 bei rund 275 Mrd. US-Dollar. Und auch Deutschland verzeichnet seit dem Jahr 2000 einen positiven Leistungsbilanzsaldo, nicht zuletzt als Folge des schwachen An-

stiegs der Binnennachfrage bei gleichzeitiger starker Zunahme der Exportfähigkeit.

In dem hohen Defizit der USA sehen viele Beobachter eines der grössten Risiken für die Weltwirtschaft: Das Defizit könne nicht auf Dauer bestehen, sei also nicht nachhaltig, denn die Auslandsverschuldung könne nicht permanent steigen; früher oder später müsse eine Korrektur des «Ungleichgewichts» einsetzen, die über eine massive Abwertung des US-Dollar und/oder einen massiven Konjunkturereinbruch in den USA die wirtschaftliche Entwicklung in der übrigen Welt erheblich beeinträchtigen oder sogar zu einer Weltrezession führen könnte.<sup>1</sup>

Die Debatte über das amerikanische Leistungsbilanzdefizit wird durchaus kontrovers geführt. Auf diese Diskussion soll im Folgenden eingegangen werden.<sup>2</sup> Ausgangspunkt ist die weit verbreitete Sicht, dass das Defizit vor allem auf Entwicklungen in den USA zurückgeht, und dass daher eine Korrektur auch durch Änderungen der Defizite im Staatshaushalt sowie des Sparverhaltens der privaten Haushalte herbeigeführt werden muss. Die in Abschnitt 2 zusammengefasste Arbeit von OBSTFELD und ROGOFF (2005) dient hier als Beispiel für ein Szenario, das eine massive Abwertung des Dollars impliziert. In Abschnitt 3 wird eine globale Sicht der Problematik dargestellt und erörtert, was die mutmasslichen Gründe für das hohe Defizit sind. Viele Ökonomen betrachten das Defizit aus weltwirtschaftlicher Sicht und betonen, dass die Ersparnisse in vielen Ländern ausserhalb der USA eine bedeutende Rolle spielen. Wegen spezieller Faktoren, die in den vergangenen Jahren zusammenkamen, sind sie deutlich gestiegen, und als Konsequenz ergab sich das hohe Defizit der USA. Daneben hat der Wachstumsabstand zwischen den USA und den übrigen Industrieländern zum Anstieg beigetragen. Ausgehend von dieser Diagnose wird in Abschnitt 4 diskutiert, wie der Prozess einer Defizitverringerung aussehen könnte und welche Anpassung damit insbesondere für Deutschland und für den Euroraum verbunden ist. Dies wird mithilfe von Simulationen mit einem makroökonomischen Modell der Weltwirtschaft quantifiziert. Dabei wird

- 
- 1 Eine Extremposition vertritt beispielsweise KOTLIKOFF (2006), der eine wesentliche Ursache für das Defizit in der hohen impliziten Staatsverschuldung und in der geringen Ersparnis sieht: «... any day now, we're going to see the bond and stock markets crash, interest rates soar, the dollar plunge, and inflation take off ...».
  - 2 Die Besorgnis über das Leistungsbilanzdefizit der USA hat nicht zuletzt mit dessen schierem Ausmass zu tun. Allerdings bestreiten HAUSMANN und STURZENEGGER (2006) die Aussagefähigkeit der offiziellen Zahlen und verweisen darauf, dass die USA bis in die jüngste Zeit Nettoerträge aus den Auslandsanlagen erzielten. Für die nicht erfassten Transaktionen verwenden sie analog zur Physik den Begriff der dunklen Materie («dark matter»). Nach ihrer Berechnung sind die USA nicht Nettoschuldner, sondern sogar Nettogläubiger. BUTTER (2006) kritisiert allerdings diese Schätzungen und hält sie für weit überhöht.

in Abschnitt 4.1 darauf eingegangen, wie sich der Anpassungsprozess wahrscheinlich vollziehen wird. Im Anschluss werden in Abschnitt 4.2 Stabilitätsrisiken angesprochen. Im letzten Abschnitt werden die Ergebnisse zusammengefasst und Schlussfolgerungen für die weltwirtschaftliche Entwicklung und für die Wirtschaftspolitik gezogen.

## **2 Eine These: Massive Abwertung des Dollars notwendig**

In einer Reihe von Untersuchungen befassen sich OBSTFELD und ROGOFF (2004, 2005 und 2006) mit Szenarien einer deutlichen Reduktion des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits. In ihrem Paper aus dem Jahr 2005 kommen sie zu dem Schluss, dass sich die Anpassung letztlich über den Wechselkurs vollziehen muss. Nur so wird erreicht, dass der Konsum der Amerikaner relativ zu dem im Ausland fällt. Ein konkretes Beispiel beinhaltet: Wenn das Defizit ganz abgebaut werden sollte, würden sich die europäischen Währungen gegenüber dem Dollar real um mehr als 28 Prozent aufwerten, die asiatischen Währungen in realer Rechnung um mehr als 35 Prozent (OBSTFELD und ROGOFF 2005). Wenn die asiatischen Länder versuchten, eine Aufwertung zu verhindern, würden sich die europäischen Währungen sogar um annähernd 60 Prozent aufwerten müssen. Aufgrund dieser massiven Verschlechterung ihrer preislichen Wettbewerbsfähigkeit würden die europäischen Länder in diesem Falle sogar ein massives Defizit in ihrer Leistungsbilanz aufweisen, während sich der Überschuss der asiatischen Länder etwa verdoppeln würde.

Zwar mindert sich das Ausmass der Wechselkursänderungen, wenn man unterstellt, dass das Leistungsbilanzdefizit der USA nicht ganz verschwindet, sondern auf etwa 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt verringert wird. Doch sind selbst dann die Wechselkursbewegungen dramatisch. Dabei betonen die Autoren, dass sie das ansonsten typische «overshooting» nicht berücksichtigt haben. Zudem würden die protektionistischen Tendenzen in den USA zunehmen, wenn deutlich würde, dass die Überschüsse in den asiatischen Ländern weiter zunähmen. Alles in allen ergäben sich dramatische Konsequenzen für die Weltwirtschaft.

Zu einem ähnliche Ergebnis kommt man, wenn man unterstellt, dass die Finanzmärkte die Renditen von Anlagen in den USA überschätzen und/oder die damit verbundenen Risiken unterschätzen. Käme es zu einer Neubewertung, so würde der Kapitalzufluss in die USA möglicherweise ins Stocken geraten. Unter Umständen käme es sogar zu einer regelrechten

Flucht aus US-Anlagen, die wohl mit einem drastischen Zinsanstieg und einem ebenso drastischen Wertverlust des Dollar verbunden wäre. Dadurch würde zum einen die Inlandsnachfrage in den USA gedämpft, was für sich genommen schon mit schwächeren Exporten der übrigen Welt in die USA einherginge. Hinzu käme der Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den USA durch die Abwertung des Dollar, was ebenfalls die Konjunktur in der übrigen Welt bremsen würde. Vollzöge sich diese Entwicklung rasch und stark ausgeprägt, könnte eine weltweite Rezession die Folge sein (BIS 2006).

### **3 Eine andere These: Das Leistungsbilanzdefizit reflektiert nachvollziehbare Entscheidungen der Marktteilnehmer**

Die Tatsache, dass die USA ein sehr hohes Defizit in der Leistungsbilanz aufweisen und stark im Ausland verschuldet sind, muss nicht gleichbedeutend damit sein, dass das Defizit besorgniserregend oder ungleichgewichtig – im Sinne einer gravierenden Fehlentwicklung an den Märkten – ist. So kann das hohe Leistungsbilanzdefizit durchaus als plausibles Ergebnis der Anlageentscheidungen internationaler Sparer bzw. Investoren interpretiert werden (BERNANKE 2005; DOOLEY et al. 2006). Folgt man dieser Argumentation, liegen die «Ursachen» für das Defizit nicht oder zumindest nicht vorwiegend in den USA selbst. Vielmehr wird bei dieser Argumentation die weltweite Sicht betont, also vor allem die Allokation der weltweiten Ersparnisse, bei der die Renditeerwartungen entscheidend sind.

Eine wichtige Rolle spielt die Entwicklung in China. Der rasche Einkommensanstieg ging nicht mit einer entsprechenden Zunahme der Inlandsnachfrage einher. Möglicherweise passen sich die Ausgabegewohnheiten erst mit einiger Verzögerung an die kräftig steigenden Einkommen an. Da Rentenversicherungssysteme kaum vorhanden oder wenig verlässlich sind, sind zudem höhere Ersparnisse für den Ruhestand notwendig. Darüber hinaus sind die Finanzmärkte nur wenig entwickelt, so dass für grössere Anschaffungen oder Investitionen nicht auf Kredite zurückgegriffen werden kann, sondern das notwendige Kapital zunächst angespart werden muss (IWF 2005).

Ein wichtiger Faktor bei der Erklärung der hohen gesamtwirtschaftlichen Ersparnis in China ist darüber hinaus die Wechselkurspolitik der chinesischen Regierung. Im Ergebnis verhindert die Notenbank, dass die chinesische Binnennachfrage deutlicher zunimmt; sie fördert das Sparen und lenkt

chinesische Ersparnisse direkt auf den amerikanischen (und europäischen) Anleihemarkt, was dort zinsenkend wirkt.<sup>3</sup>

Hinzu kam in den vergangenen fünf Jahren, dass sich in den asiatischen Schwellenländern ausserhalb Chinas die Investitionsquote nach der schweren Finanzkrise 1997/98 deutlich verringerte.<sup>4</sup> Die Sparquote blieb dort dagegen hoch bzw. stieg sogar weiter – abgesehen von einer kurzen Übergangsperiode unmittelbar nach der Krise.

Aber auch ausserhalb der Wachstumsregionen Asiens blieb die Zunahme der Binnennachfrage in den vergangenen fünf Jahren vielfach hinter dem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts zurück. Die Ölexportländer, die durch den Anstieg des Ölpreises kräftig an Einkommen hinzugewannen, standen zum Teil vor ähnlichen Herausforderungen wie die asiatischen Länder. Hier kam es ebenfalls nicht sofort in vollem Umfang zu einer Anpassung der Ausgaben, auch weil die Erfahrung der achtziger Jahre gelehrt hatte, dass derartige Einkommensgewinne von kurzer Dauer sein können. Die Erdöl exportierenden Staaten legten daher einen Grossteil ihrer zusätzlichen Einnahmen am internationalen Kapitalmarkt, insbesondere in den USA, an.

Eine vergleichsweise geringe Investitionstätigkeit der Unternehmen war daneben im Euroraum und in Japan zu beobachten; der Anteil der nominalen Investitionen am nominalen Bruttoinlandsprodukt blieb trotz des sehr niedrigen Zinsniveaus und rekordhoher Unternehmensgewinne gering (BIS 2006). Schliesslich haben die Unternehmen offenbar anstelle von Sachkapitalinvestitionen im Inland verstärkt Finanzinvestitionen im Ausland vorgenommen (IWF 2006).

Insgesamt lassen sich also vier Trends ausmachen, die in der vergangenen Dekade zu einem Anstieg der Ersparnis ausserhalb der USA geführt haben: Erstens das rasche Wachstum in China in Kombination mit unzureichenden Finanzmarktinstitutionen und einer Politik der Wechselkurssteuerung; zweitens die hohen Einnahmen der Ölförderländer durch das drastische Anziehen des Ölpreises; drittens die relativ niedrige Investitionstätigkeit

---

3 Folgt man COOPER (2006), so kann diese Politik auch als weitsichtige Anlagestrategie im Dienste des chinesischen Volkes verstanden werden. Im Bewusstsein der Schwierigkeiten des chinesischen Bankensystems, eine effiziente Kapitalallokation zu gewährleisten und vor dem Hintergrund der ohnehin bereits sehr hohen Investitionsquote in China, legt die Notenbank im Zuge ihrer Währungspolitik einen Teil des Volksvermögens am amerikanischen Kapitalmarkt an, bis die chinesischen Finanzmärkte hinreichend entwickelt sind.

4 Nach Angaben des IWF (2005) verringerte sich die Investitionsquote in Ostasien (ohne China) zwischen 1995 und 2004 um 10 Prozentpunkte.

in den Industrie- und Schwellenländern mit Ausnahme Chinas und viertens der Abbau von Kapitalverkehrsbeschränkungen und die stärkere internationale Diversifizierung von Finanzanlagen.

Die überschüssigen weltweiten Ersparnisse flossen vor allem in die USA. Entscheidend hierfür dürfte gewesen sein, dass die internationalen Anleger das Rendite-Risiko-Profil von Anlagen am US-Kapitalmarkt besonders günstig einschätzen. Dies wiederum lässt sich darauf zurückführen, dass die Wachstumsaussichten der USA seit Jahren deutlich günstiger eingeschätzt werden als die vieler anderer Industrieländer, was nicht zuletzt mit dem technologiegetriebenen Produktivitätswachstum und der relativ günstigen Altersstruktur der Bevölkerung der USA zu tun hat. ENGEL und ROGERS (2006) zeigen im Rahmen eines theoretischen Gleichgewichtsmodells mit einem integrierten Weltkapitalmarkt, dass sich ein Land im Ausland verschuldet, wenn für dieses Land ein stärkerer Produktionsanstieg erwartet werden kann als für die übrigen Länder.

Grundsätzlich wäre zu erwarten, dass Kapitalanlagen in Entwicklungs- und Schwellenländern aufgrund der höheren Wachstumsraten und der Knappheit von Kapital dort weitaus höhere Renditen erwirtschaften als Anlagen in den USA. Dem stehen jedoch die erheblich grösseren Risiken von Anlagen in Schwellenländern gegenüber (LUCAS 1990), so dass im Ergebnis das Rendite-Risiko-Verhältnis von US-Anlagen vielfach günstiger sein dürfte – dies umso mehr, als eine innovative US-Finanzbranche den Anlagewünschen ihrer internationalen Kunden mit ständig neuen Produkte entgegen kommt (COOPER 2006).

Die skizzierte Entwicklung dürfte mit dafür verantwortlich gewesen sein, dass das Zinsniveau am US-Kapitalmarkt, aber auch in anderen Ländern, deutlich zurückgegangen ist und in den vergangenen Jahren einen historischen Tiefstand erreicht hat. Das niedrige Zinsniveau in den USA führte dazu, dass die privaten Haushalte dort ihren Konsum ausweiteten. Gleichzeitig stimulierten die niedrigen Zinsen die Wohnungsbauinvestitionen, und die Immobilienpreise zogen bis vor kurzem sehr kräftig an. Letzteres führte über einen «Vermögenseffekt» zu einem weiteren Impuls auf den privaten Konsum. Im Ergebnis verringerte sich die private Ersparnis deutlich, die Sparquote war zuletzt negativ. Zudem wurde die Fiskalpolitik ab 2001 wieder merklich expansiver, die Budgetdefizite stiegen wieder. Die Konsequenz auf gesamtwirtschaftlicher Ebene war, dass die Kapitalimporte anzogen und sich das Leistungsbilanzdefizit vergrösserte.

Entscheidend an dieser Sichtweise ist, dass das Leistungsbilanzdefizit der USA nicht durch exogene Änderungen in den USA, wie etwa eine Änderung der Präferenzen der privaten Haushalte, hervorgerufen wurde. Vielmehr reagierten die privaten Haushalte (und in gewissem Umfang auch die amerikanische Regierung) auf das sehr niedrige Zinsniveau, das wohl vor allem Folge des weltweiten Anstiegs des Kapitalangebots war. Das Leistungsbilanzdefizit der USA ist somit weitgehend das Resultat nachvollziehbarer Entscheidungen privater Sparer und Investoren, dessen Ursachen in erster Linie ausserhalb der USA zu suchen sind (BERNANKE 2005; STOCKMAN 2005).

#### **4 Marktkräfte wirken auf ein langfristig tragfähiges Leistungsbilanzdefizit hin**

Der oben dargestellten Hypothese folgend, nach der das Leistungsbilanzdefizit der USA vornehmlich auf den Anstieg der Ersparnis in der übrigen Welt zurückzuführen ist, liegt dann primär dort – und nicht allein in den USA – der Schlüssel zu einer Verringerung des Defizits. Speziell bedarf es Veränderungen der oben genannten Ursachen für die hohe Sparrate der übrigen Welt.

Hinsichtlich der hohen Ersparnisse in den Wachstumsregionen Asiens kann erwartet werden, dass sich diese im Laufe der Zeit verringern. Die privaten Haushalte dürften ihre Ausgaben tendenziell an das höhere Einkommensniveau anpassen. Mit steigenden Einkommen ist zudem zu erwarten, dass sich die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte verbessert und die Unsicherheit nachlässt. Bei einem höheren Entwicklungsstand im Allgemeinen und im Finanzsektor im Besonderen wird die chinesische Regierung ihren Widerstand gegen eine Aufwertung der chinesischen Währung aufgeben, so dass auch von dieser Seite ein Anstieg der Inlandsnachfrage begünstigt wird. Wie lange es dauert, bis diese Anpassungsprozesse hinreichend an Gewicht gewonnen haben werden, ist allerdings schwer zu sagen. Es scheint unplausibel, dass sie innerhalb der nächsten Jahre abgeschlossen sein werden.<sup>5</sup>

Ähnliches gilt prinzipiell für die Ersparnisse der Ölförderländer, auch wenn der Zeithorizont bis zu ihrer Abnahme möglicherweise kürzer ist. Bereits

---

<sup>5</sup> Vgl. speziell zur Wechselkurspolitik DOOLEY et al. (2006). Die Autoren gehen davon aus, dass die chinesische Regierung solange sie kann an der Wechselkursbindung gegenüber dem US-Dollar festhalten wird.

heute legen die Länder die zusätzlichen Einnahmen nicht nur am Kapitalmarkt an, sondern nutzen einen Teil auch, um ihre Wirtschaftsstruktur zu diversifizieren und die Abhängigkeit von der Ölproduktion zu verringern. Dieser Prozess dürfte sich fortsetzen, gleichzeitig dürften die Konsumausgaben weiter steigen. Das zukünftige Ausmass der Ersparnisse wird allerdings nicht zuletzt von der weiteren Entwicklung des Ölpreises abhängen.

Schwieriger sind die Aussichten für die Spar- und Investitionstätigkeit der Unternehmen zu beurteilen. Der Internationale Währungsfond (IWF 2006) rechnet damit, dass die Rekord-Ersparnisse im Unternehmenssektor keinen Bestand haben werden. Tatsächlich hat sich zuletzt die Inlandsnachfrage in Deutschland und Japan von ihrer ausgesprochenen Schwäche erholt.

Unklar ist bei all dem freilich, in welcher Höhe das «langfristig tragfähige Leistungsbilanzdefizit» der USA überhaupt anzusetzen ist. Unter anderem dürfte dies von der Höhe des Potentialwachstums abhängen. Vor allem ist es erforderlich, dass die Verschuldung auf einem Niveau liegt, welches das Ausland auch zu finanzieren bereit und in der Lage ist. Dies wird wiederum davon beeinflusst, für wie risikoreich die Anlage in dem Defizitland gehalten wird und wie stark die Finanzmärkte integriert sind (EDWARDS 2005). Gängige Werte für das langfristig tragbare Leistungsbilanz in Relation zum Bruttoinlandsprodukt liegen daher bei drei bis vier Prozent (MUSSA 2004; EDWARDS 2005). Bei dieser Quote dürfte sich die Auslandsverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt annähernd stabilisieren.<sup>6</sup>

#### **4.1 Wie könnte eine «geordnete» Anpassung an ein langfristig tragfähiges Defizit aussehen?**

Alles in allem ergibt sich je nach zugrunde liegenden Annahmen ein mehr oder weniger grosser Anpassungsbedarf in der Welt, um eine langfristig tragbare Defizitrelation der USA zu erreichen. Ist das Leistungsbilanzdefizit in erster Linie als Konsequenz der hohen Ersparnis ausserhalb der USA zu sehen, so wird es zu dieser Anpassung früher oder später auch kommen

---

<sup>6</sup> Allerdings gibt es auch andere Berechnungen. ENGEL und ROGERS (2006) kalibrieren ihr theoretisches Gleichgewichtsmodell mit aktuellen Daten und zeigen, dass sogar das gegenwärtige Leistungsbilanzdefizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in Höhe von fast 7 Prozent unter nicht allzu unplausiblen Annahmen als «optimal» angesehen werden kann. Entscheidend ist die Annahme, dass das Wachstumstempo der USA jenes der übrigen Industriestaaten in den kommenden 25 Jahren in etwa demselben Ausmass übersteigt wie in den vergangenen 25 Jahren.

müssen, da eine Reihe von Kräften auf einen Abbau der hohen Sparraten hinwirken.

Im Folgenden soll näher auf die möglichen Anpassungspfade eingegangen werden. Um abschätzen zu können, welche quantitativen Auswirkungen alternative Anpassungsprozesse auf Deutschland und den Euroraum hätten, werden Simulationen mithilfe eines makroökonomischen Modells durchgeführt. Dabei wird auf NiGEM zurückgegriffen, ein umfangreiches strukturelles makroökonomisches Modell der Weltwirtschaft. Ein wesentlicher Vorteil von NiGEM ist, dass es nicht nur die internationalen Verflechtungen zwischen den Industrieländern beschreibt, sondern auch die wichtigsten Schwellenländer bzw. -regionen berücksichtigt, darunter China und die erdölexportierenden Länder.<sup>7</sup>

Die in diesem Abschnitt beschriebenen Kräfte wirken nicht sehr rasch. Wir unterstellen, dass die Anpassung sich über einige Jahre hinziehen wird. Sicher ist eine graduelle oder «geordnete» Anpassung an ein langfristig tragbares Leistungsbilanzdefizit freilich nicht. Daher wird im nächsten Abschnitt auf mögliche Risiken eingegangen, die derzeit im Zusammenhang mit dem Defizit bestehen.

#### 4.1.1 *Auswirkungen eines Rückgangs des Sparvolumens in der Welt*

Käme es zu einer Normalisierung des Sparvolumens ausserhalb der USA, so hätte dies eine Abnahme der Kapitalzuflüsse in die USA zur Folge, mit der Konsequenz, dass die Realzinsen dort stiegen und der Dollar effektiv abwertete (BLANCHARD et al. 2005). In der Folge würde die US-Binnennachfrage gedämpft; die Dollar-Abwertung würde nicht nur die Exporte stimulieren, sondern auch das Auslandsvermögen der USA und die Erträge daraus aufwerten. Gleichzeitig würde die Binnennachfrage in Asien, in den Ölförderländern und möglicherweise auch in anderen Industrieländern ra-

7 Das NiGEM-Modell ist ein umfangreiches strukturelles makroökonomisches Weltmodell, das auf vierteljährlichen Datenreihen basiert. Es besteht aus jeweils miteinander verbundenen Modellen mit kompletter Nachfrage- und Angebotsseite für alle wichtigen Industrieländer und Regionen sowie für eine Reihe von grossen Schwellenländern. Alle übrigen Regionen der Welt sind in aggregierter Form erfasst und in das Modell integriert. Durch die detaillierte Abdeckung der wichtigen Länder und Regionen ist NiGEM sehr umfangreich. In der aktuellen Version umfasst es ungefähr 3700 Gleichungen (NIESR 2006a). Da NiGEM zu den wenigen Modellen gehört, die die gesamte Weltwirtschaft und alle wichtigen internationalen Transmissionskanäle abbilden, lassen sich Fragestellungen mit globalem Bezug wie die weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte unter Berücksichtigung aller wichtigen Interdependenzen analysieren. Der Modellaufbau folgt dem neu-keynesianischen Ansatz, der sich in den vergangenen Jahren als Konsens in der wissenschaftlichen Debatte herausgebildet hat (CLARIDA et al. 1999).

scher expandieren und die Währungen der asiatischen Länder und der Ölförderländer würden aufwerten (DOOLEY et al. 2006). Alle drei Anpassungsprozesse wirken darauf hin, dass sich das US-Leistungsbilanzdefizit verringert.

Die Konsequenzen dieser Anpassungsprozesse für den Euroraum und Deutschland hängen von einer Reihe von Faktoren ab. In der Literatur steht häufig der Wechselkurs des US-Dollar im Zentrum der Aufmerksamkeit (vgl. z.B. OBSTFELD und ROGOFF 2005; EDWARDS 2005; BLANCHARD et al. 2005). Doch ist dieser nur ein Parameter unter mehreren, deren Zusammenspiel die Gesamtwirkung bestimmt. Relativ sicher ist, dass die Ausfuhr des Euroraums in die USA gedämpft würde, und zwar sowohl durch eine Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit durch die Abwertung des Dollar, als auch durch eine schwächere US-Binnennachfrage.<sup>8</sup> Dagegen könnten die deutsche und die europäische Ausfuhr in die asiatischen Wachstumsregionen und in die Ölförderländer durchaus an Fahrt gewinnen, wenn dort die Binnennachfrage anzöge, zumal eine reale Abwertung des Euro gegenüber den Währungen der Länder dieser Regionen zu erwarten wäre (DOOLEY et al. 2006). Dämpfend auf die Binnennachfrage würde die Abwertung des Auslandsvermögens des Euroraums wirken.

Das Vorzeichen des Gesamteffekts auf die Konjunktur im Euroraum und in Deutschland lässt sich ohne Kenntnis der empirischen Zusammenhänge nicht bestimmen. Um die Effekte zu quantifizieren, simulieren wir mit NiGEM ein Szenario, bei dem sich die Ersparnis sowohl in China als auch in den OPEC-Ländern verringert. Dabei unterstellen wir jeweils, dass das reale Bruttoinlandsprodukt in China bzw. bei den Ölexporteurs in den kommenden Jahren so wächst, wie es etwa dem derzeitigen Konsensus entsprechen dürfte,<sup>9</sup> dass sich der Anteil der Binnennachfrage aber erhöht.

---

8 Die Abwertung des Dollar wird bei sonst gleichen Rahmenbedingungen umso geringer ausfallen, je stärker die beiden anderen Anpassungsprozesse wirken, d.h. je stärker die Binnennachfrage durch den Zinsanstieg gedämpft wird und je stärker sich die Nettoerträge aus dem Ausland durch die Abwertung erhöhen. Durch eine geringere Abwertung des Dollar würde die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums zwar weniger leiden, dem stünde aber die stärkere Dämpfung der Exporte in die USA durch die schwächere US-Binnennachfrage gegenüber. Zu einer Dämpfung der Exporte des Euroraums in die USA wird es in jedem Fall kommen.

9 Als den Simulationen zugrunde liegendes Basisszenario haben wir die NIESR Prognose in Version 3.06 von NiGEM gewählt. Darin konvergieren sowohl die reale Trendwachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts des Euroraumes als auch jene der Vereinigten Staaten zu rund 2,5 Prozent. Das reale Wachstum der chinesischen Volkswirtschaft schwächt sich annähernd linear auf unter 4 Prozent in den 2020er-Jahren ab. Des Weiteren wächst das reale Bruttoinlandsprodukt des OPEC-Wirtschaftsraums über den gesamten Simulationszeitraum mit rund 4 Prozent. Der zurzeit annähernd ausgeglichene Leistungsbilanzsaldo vom Euroraum wird positiv, während der chinesische Leistungsbilanzüberschuss kontinuierlich abgebaut wird. Das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten geht leicht auf knapp 5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zurück.

Konkret nehmen wir an, dass sich die Binnennachfrage in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um 5 Prozent ausweitet und in der Folge die Einfuhren in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um 3 Prozent über dem Referenzszenario liegen, während die Exporte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um 2 Prozent sinken. Infolge der erhöhten Binnennachfrage in China und in den Erdöllexportländern ist gegenüber dem Basisszenario mit einer Abnahme des Sparvolumens ausserhalb der USA zu rechnen, so dass das globale Zinsniveau steigt. Um die Folgen einer solchen Entwicklung für die internationalen Kapitalmärkte in die Simulation mit einzubeziehen, erhöhen wir die Liquiditätsprämie der langfristigen Zinsen in den USA in diesem Szenario um einen Prozentpunkt.<sup>10</sup>

Hinsichtlich der Dynamik könnte man unterstellen, dass sich die Anpassung sofort vollzieht, da auf diese Weise die Anpassungskanäle transparenter werden. Dies ist jedoch unrealistisch. Schliesslich wurde oben argumentiert, dass die hohe Ersparnis in China und in den Ölförderländern vor allem etwas mit institutionellen Faktoren zu tun hat, insbesondere mit mangelhaften Finanzmärkten in den jeweiligen Ländern. Daher ist ein längerer Anpassungszeitraum zu erwarten. Aus diesem Grund unterstellen wir, dass sich die oben beschriebenen Verschiebungen vom Aussenbeitrag in den beiden Regionen zur Binnennachfrage sowie der Zinsanstieg graduell über einen Zeitraum von zehn Jahren vollziehen. Der gesamte Effekt auf wichtige makroökonomische Grössen in den USA, im Euroraum sowie in Deutschland ist in Tabelle 1 wiedergegeben.

Danach würde sich das amerikanische Leistungsbilanzdefizit langfristig um knapp 2 Prozentpunkte verringern. Der US-Dollar wertete effektiv um knapp 6 Prozent ab, und die amerikanische Binnennachfrage läge mittelfristig um rund 3,5 Prozent unter dem Referenzniveau. Die Effekte auf Deutschland wären per saldo positiv, alles in allem aber sehr gering. Das reale Bruttoinlandsprodukt läge langfristig um 0,5 Prozent über dem Niveau der Basislösung. Ganz ähnlich sind die Effekte auf den Euroraum.

---

10 Das erhöhte Sparvolumen ausserhalb der USA dürfte gegenwärtig das Niveau der Kapitalmarktzinsen um bis zu 2 Prozentpunkte dämpfen. Immerhin liegt die reale Verzinsung von US-Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit zurzeit mit schätzungsweise 1 Prozent um etwa 2 Prozentpunkte unter ihrem Niveau in den neunziger Jahren. Vgl. auch ROUBINI und SETSER (2005).

11 Der IWF (2005) präsentiert eine ähnliche Simulation, die auf dem gleichen Grundgedanken wie die Berechnungen hier fusst und hinsichtlich des US-Leistungsbilanzdefizits ähnliche Resultate liefert. Infolge einer um 5 Prozentpunkte höheren Investitionsquote in den südostasiatischen Ländern (exklusive China) wird eine Reduzierung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits um  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkte ermittelt. Allerdings wird nicht darauf eingegangen, welche Effekte bei einem solchen Szenario für die europäische oder die deutsche Gesamtwirtschaft zu erwarten wären.

**Tabelle 1:** Graduelle Stärkung der Binnennachfrage in China und den OPEC-Staaten<sup>a, b</sup> 2006–2025

	2006	2007	2008	2009	2010	2015	2020	2025
<b>Vereinigte Staaten</b>								
Reales BIP	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,8	-1,4
Binnennachfrage	-0,1	-0,5	-0,8	-1,0	-1,2	-2,1	-2,9	-3,7
Leistungsbilanz (%-punkte)	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,7	1,2	2,0
Inflation (%-punkte)	0,2	0,5	0,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7
Hauspreise	-0,3	-0,8	-1,2	-1,6	-1,9	-4,3	-5,4	-4,5
Aktienkurse	-0,4	0,2	0,8	1,3	1,6	3,3	5,9	9,5
Nom. eff. Wechselkurs	-1,5	-1,9	-2,2	-2,5	-2,8	-4,0	-5,0	-6,0
Real. eff. Wechselkurs	-1,5	-1,6	-1,7	-1,9	-2,1	-3,6	-4,9	-5,4
Kurzfr. Zins (%-punkte)	0,4	0,5	0,3	0,3	0,2	0,3	0,8	1,8
Langfr. Zins (%-punkte)	0,8	1,0	1,2	1,5	1,8	3,3	4,2	4,7
<b>Euroland</b>								
Reales BIP	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,5	0,5	0,6
Inflation (%-punkte)	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,5
Nom. eff. Wechselkurs	1,5	1,8	2,0	2,2	2,4	2,8	2,9	3,7
Real. eff. Wechselkurs	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3	1,5	1,0	0,8
Kurzfr. Zins (%-punkte)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	0,1	0,5	1,5
Langfr. Zins (%-punkte)	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,6	1,4	1,9
<b>Deutschland</b>								
Reales BIP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,5	0,7
Binnennachfrage	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,2	0,6
Leistungsbilanz (%-punkte)	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,6	1,0	1,7
Exporte	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,5	2,4	2,3	2,3
Importe	0,2	0,2	0,3	0,5	0,8	2,7	2,2	2,4
Inflation (%-punkte)	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,5
Hauspreise	0,6	0,5	0,3	0,1	-0,2	-1,8	-3,3	-2,9
Aktienkurse	0,4	0,4	0,3	0,2	0,0	-0,9	-0,7	0,4
Real. eff. Wechselkurs	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,3	0,4
<b>OPEC</b>								
Reales BIP	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,3	0,2
Binnennachfrage	0,5	1,1	1,6	2,1	2,6	5,2	5,2	5,2
Leistungsbilanz (%-punkte)	-0,7	-1,2	-1,7	-2,1	-2,6	-5,7	-6,2	-7,2
<b>China</b>								
Reales BIP	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	0,5	0,2
Binnennachfrage	0,6	1,2	1,9	2,5	3,1	6,3	6,2	6,0
Leistungsbilanz (%-punkte)	-1,0	-1,5	-2,0	-2,7	-3,5	-7,8	-9,1	-10,4

a Abweichungen vom Referenzszenario in Prozent.

b Das Szenario setzt sich zusammen aus einer graduellen exogenen Erhöhung der Binnennachfrage in China und den OPEC-Staaten um langfristig 5 Prozent des jeweiligen Bruttoinlandsprodukts (Erhöhung erfolgt in zehn jährlichen Schritten von 0,5 Prozent des jeweiligen Bruttoinlandsprodukts), einer graduellen exogenen Erhöhung der Importe von China und den OPEC-Staaten um langfristig 3 Prozent des jeweiligen Bruttoinlandsprodukts (Erhöhung erfolgt in zehn jährlichen Schritten von 0,3 Prozent des jeweiligen Bruttoinlandsprodukts), einer graduellen exogenen Senkung der Exporte Chinas und der OPEC-Staaten um langfristig 2 Prozent des jeweiligen Bruttoinlandsprodukts (Senkung erfolgt in zehn jährlichen Schritten von 0,2 Prozent des jeweiligen Bruttoinlandsprodukts) sowie einer endogenen Erhöhung der Liquiditätsprämie auf die langfristigen Zinsen in den USA um rund 2 Prozentpunkte.

Quelle: Eigene Berechnungen.

#### 4.1.2 *Andere Anpassungskanäle*

Eine Verringerung des US-Leistungsbilanzdefizits könnte prinzipiell auch über andere Kanäle erfolgen als durch eine Verringerung der Ersparnis in Asien und in den Ölförderländern. Oben wurde argumentiert, dass die Investitionen in vielen Industrieländern vergleichsweise niedrig sind. Ein «geordneter» Abbau der weltweiten «Ungleichgewichte» könnte auch über einen Anstieg der Investitionen in diesen Ländern erfolgen. Tatsächlich sind die Investitionen in Deutschland und in Japan, also in zwei Ländern, in denen sie seit dem Jahr 2000 besonders niedrig waren, zuletzt wieder deutlich gestiegen. Ein gewisser Abbau der «Ungleichgewichte» ist damit bereits unterwegs.

In Richtung auf mehr Investitionen und gegebenenfalls auch auf einen stärkeren Anstieg des privaten Verbrauchs könnte eine Beschleunigung des Potentialwachstums wirken. In Japan ist eine derartige Entwicklung beobachtbar. Und auch in Deutschland weist die Entwicklung der letzten Jahre auf eine Erhöhung des trendmässigen Wachstums hin (BOSS et al. 2007). Diese Entwicklung ist massgeblich durch veränderte Bedingungen auf dem Arbeitsmarkt getrieben, die zu einer Periode ausgeprägter Lohnzurückhaltung geführt haben. Dadurch hat sich die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft weiter verbessert, während die Zunahme des privaten Konsums kurzfristig gedämpft blieb (DOVERN und MEIER 2006). Es ist aber zu erwarten, dass die zu beobachtende Entwicklung recht bald auch über den privaten Konsum die Binnennachfrage stärken wird. Zu berücksichtigen ist allerdings auch, dass die Ersparnis der privaten Haushalte in Deutschland und Japan aufgrund der ungünstigen demographischen Perspektiven vergleichsweise hoch bleiben dürfte.<sup>12</sup>

---

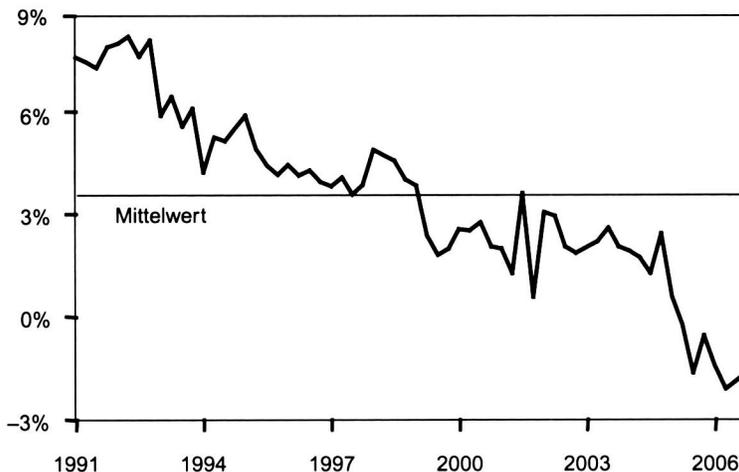
12 Eine andere Möglichkeit zur Verringerung des Leistungsbilanzdefizits, die oft genannt wird, wäre eine restriktivere Fiskalpolitik in den USA. Ein kausaler Zusammenhang zwischen beiden Defiziten im Sinne der «Twin-Deficit»-Hypothese der achtziger Jahren, nach der das Budgetdefizit das Defizit in der Leistungsbilanz «verursache», ist jedoch zu bezweifeln. Diese These kann weder erklären, warum das aussenwirtschaftliche Defizit hoch blieb, als die USA einen zunehmenden Budgetüberschuss aufwiesen, noch warum Japan und Deutschland hohe Leistungsbilanzüberschüsse erzielten, während die hohen Budgetdefizite fortbestanden. In den von uns durchgeführten Simulationen ergeben sich nur geringe Änderungen bei der Leistungsbilanz, selbst wenn man unterstellt, dass nicht alle privaten Haushalte ihre Erwartungen rational bilden. Entsprechend gering sind die Auswirkungen auf das Ausland. Vgl. dazu die Ergebnisse bei DOVERN et al. (2006).

## 4.2 Risiken der gegenwärtigen Situation

Es ist nicht auszuschließen, dass sich die Anpassungsprozesse auch über andere Kanäle vollziehen können. So besteht ein Risiko in einer raschen Korrektur der Sparquote der privaten Haushalte in den USA. Die sehr hohen US-Immobilienpreise signalisieren möglicherweise, dass dort eine spekulative Blase entstanden ist. Allerdings hat der Preisanstieg am US-Immobilienmarkt im Verlauf des Jahres 2006 bereits deutlich nachgelassen.

Für die Simulation nehmen wir an, dass die amerikanischen Konsumenten ihre Sparquote in den nächsten zehn Jahren von derzeit etwa  $-1$  Prozent auf 4 Prozent erhöhen. Dies ist kein unplausibler Anstieg der Ersparnis, denn immerhin lag die Sparquote der privaten Haushalte in den USA im Durchschnitt der vergangenen 15 Jahre etwa bei 4 Prozent, und der beobachtete Rückgang auf  $-1$  Prozent vollzog sich über einen Zeitraum von etwa zehn Jahren (Abbildung 2).

**Abbildung 2:** Sparquote der privaten Haushalte in den USA 1991–2006



*Quelle:* NIESR (2006b); eigene Berechnungen.

Infolge des geringeren Anstiegs der Konsumausgaben der privaten Haushalte wird die Produktionszunahme in den USA merklich gedämpft (Tabelle 2). In den beiden ersten Jahren bleibt der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 0,7 bzw. 0,6 Prozentpunkte hinter dem der Basislösung zurück, im dritten Jahr immer noch um einen halben Prozentpunkt. Der

Effekt wird durch eine deutliche Zinssenkung der amerikanischen Notenbank gemildert, die ab dem zweiten Jahr einsetzt und die sich aufgrund von Erwartungseffekten bereits im ersten Jahr in den langfristigen Zinsen niederschlägt, sowie durch die deutliche reale Abwertung des Dollar um knapp 5 Prozent zu Spitzenzeiten. Das Leistungsbilanzdefizit verringerte sich langfristig um 2 Prozentpunkte. In Deutschland wären die Effekte im ersten Jahr nach dem Einsetzen des Szenarios mit einer Dämpfung des Anstiegs des realen Bruttoinlandsprodukts um 0,3 Prozentpunkte am stärksten. Langfristig wäre der Effekt jedoch sogar positiv; das reale Bruttoinlandsprodukt läge um 1,1 Prozent über dem Niveau der Basislösung. Massgeblich hierfür ist das um 1,5 Prozentpunkte verringerte Niveau der kurzfristigen und langfristigen Zinsen.<sup>13</sup> Zu berücksichtigen ist, dass die unterstellte Dynamik der Sparquote in diesem Szenario zwar durch deren historischen Verlauf motiviert, aber letztlich willkürlich ist. Eine schärfere Korrektur der privaten Konsumausgaben ist nicht auszuschliessen. Unter der Annahme, dass der Anstieg der Sparquote auf 4 Prozent doppelt so rasch verläuft wie oben unterstellt, sind die Werte für die ersten Jahre des Anpassungsprozesses mit dem Faktor 2 zu multiplizieren, um näherungsweise einen Eindruck über die Effekte zu bekommen. Entsprechend wäre mit gravierenderen Effekten in Deutschland und im Euroraum zu rechnen.<sup>14</sup>

---

13 Die Abwertung des Dollar mit 5 Prozent ist deutlich geringer als in der Untersuchung von OBSTFELD und ROGOFF (2005). Diese Autoren kommen mit ihrem Modell zu dem Schluss, dass eine effektive Abwertung des Dollar um 17 Prozent notwendig wäre, um das Leistungsbilanzdefizit der USA von 5 auf 2,5 Prozent zu halbieren; eine Reduktion des Defizits um 2 Prozent wie in unserem Szenario erforderte demnach also eine Abwertung um etwa 15 Prozent. Allerdings ist das Modell der Autoren sehr einfach aufgebaut. Vor allem ist die Ersparnis in den verschiedenen Weltregionen völlig exogen.

14 In IWF (2005) wird ebenfalls der Einfluss eines sofortigen Anstiegs der Sparquote amerikanischer Haushalte um 1 Prozentpunkt auf den Leistungsbilanzsaldo der USA untersucht. Der Effekt wird dort mit einer Verbesserung des Saldos um  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt nach drei Jahren angegeben. Diese Schätzung stimmt mit den von uns in diesem Beitrag ermittelten Auswirkungen erstaunlich exakt überein. So schätzen wir in dem präsentierten Szenario, dass die Abweichung des Leistungsbilanzsaldos nach zehn Jahren – also nachdem sich der graduelle Anstieg der Sparquote vollständig vollzogen hat – rund 2 Prozentpunkte beträgt. Übertragen auf einen Anstieg der Sparquote um nur 1 Prozentpunkt wäre das eine Verbesserung der amerikanischen Leistungsbilanz um 0,4 Prozentpunkte. Eine im Text nicht beschriebene Simulation mit NiGEM, in der wir die Sparquote wie in IWF (2005) direkt um 1 Prozentpunkt ansteigen lassen, führt zu einer Verringerung des Leistungsbilanzdefizits um 0,4 Prozentpunkte nach drei Jahren.

**Tabelle 2:** Gradueßer Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte in den USA<sup>a,b</sup>

	2006	2007	2008	2009	2010	2015	2020	2025
<b>Vereinigte Staaten</b>								
Reales BIP	-0,7	-1,3	-1,8	-1,9	-1,8	-0,3	0,0	-0,2
Binnennachfrage	-1,1	-2,2	-2,9	-3,2	-3,1	-1,1	-0,3	-0,1
Leistungsbilanz (%-punkte)	0,1	0,6	1,0	1,3	1,5	1,9	1,9	2,2
Inflation (%-punkte)	0,3	0,3	-0,5	-1,2	-1,5	-0,5	0,0	0,0
Hauspreise	0,7	2,2	3,3	3,9	4,0	1,5	0,4	0,5
Aktienkurse	0,3	1,7	2,3	2,2	1,5	-3,7	-5,7	-5,7
Nom. eff. Wechselkurs	-3,9	-4,1	-4,1	-3,9	-3,4	-0,8	0,4	1,2
Real. eff. Wechselkurs	-3,9	-4,3	-4,4	-4,6	-4,7	-2,5	-1,0	-0,3
Kurzfr. Zins (%-punkte)	0,1	-0,4	-1,3	-1,9	-2,3	-2,3	-2,1	-1,9
Langfr. Zins (%-punkte)	-1,9	-2,1	-2,3	-2,3	-2,3	-2,1	-2,0	-1,9
<b>Euroland</b>								
Reales BIP	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	0,5	0,9	1,0
Inflation (Prozentpunkte)	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,4	-0,3	-0,2
Nom. eff. Wechselkurs	4,8	5,0	5,1	4,9	4,5	2,4	1,0	0,1
Real. eff. Wechselkurs	4,2	3,7	3,4	3,2	3,0	2,2	0,6	-0,8
Kurzfr. Zins (%-punkte)	-0,5	-0,7	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,6	-1,5
Langfr. Zins (%-punkte)	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,5
<b>Deutschland</b>								
Reales BIP	0,0	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6	0,1	0,7	1,1
Binnennachfrage	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	1,0	0,5	-0,2
Leistungsbilanz (%-punkte)	-0,4	-0,9	-1,1	-1,2	-1,4	-2,0	-2,3	-2,1
Exporte	-1,4	-2,4	-2,8	-2,7	-2,4	0,7	1,7	2,4
Importe	0,2	-0,4	-0,5	-0,6	-0,4	2,3	1,7	0,7
Inflation (%-punkte)	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,6	-0,3	-0,2
Hauspreise	4,2	4,4	4,4	4,4	4,2	2,5	1,8	1,7
Aktienkurse	0,6	0,1	-0,3	-1,0	-1,6	-6,2	-9,0	-10,0
Real. eff. Wechselkurs	1,8	1,7	1,8	1,7	1,5	-0,2	-1,4	-1,9

a Abweichungen vom Referenzszenario in Prozent.

b Das Szenario setzt sich zusammen aus einer langsamen endogenen Abschwächung der privaten Konsumausgaben in den USA über zehn Jahre (simuliert durch eine graduelle Anpassung der Konstante in der stochastischen Verhaltensgleichung), die in einem graduellen Anstieg der Sparquote über zehn Jahre um 5 Prozentpunkte resultiert.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Neben einer scharfen Korrektur der Erwartungen an den Finanzmärkten besteht das Risiko von politischen Fehlentscheidungen. Die rasche Zunahme der internationalen Arbeitsteilung verlangt überall Anpassungsprozesse, die sowohl Gewinner als auch Verlierer hinterlassen, auch wenn der Saldo aus Gewinnen und Verlusten aller Wahrscheinlichkeit nach deutlich positiv ist. Trotzdem werden die Stimmen, die sich gegen ein Fortschreiten der Globalisierung wenden, lauter und gewinnen an politischer Unterstützung. Die festgefahrenen Verhandlungen bei der Doha-Runde zur weltweiten Handelsliberalisierung sind ein Indiz dafür. Könnten sich in den USA oder der

Europäischen Union die Befürworter eines stärkeren Protektionismus durchsetzen und eine Beschränkung des Handels mit den asiatischen Wachstumsregionen und den Ölförderländern erreichen, so könnte dies die Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits erheblich erschweren (BIS 2006). Ein anderes politisches Risiko besteht in den sich ausweitenden sozialen Gegensätzen in China, die zu grösseren politischen Unruhen führen und das Land politisch und wirtschaftlich destabilisieren könnten.

Selbst wenn abrupte Turbulenzen wenig wahrscheinlich sind, da sie entweder deutliche Fehleinschätzungen an den Finanzmärkten oder gravierende Politikfehler implizierten, so besteht nach einem ausserordentlichen Boom der Weltwirtschaft wie in den vergangenen Jahren jedoch grundsätzlich die Gefahr, dass dabei Übertreibungen stattgefunden haben, die eine ausgeprägte Konsolidierungsphase nach sich ziehen werden (BIS 2006).<sup>15</sup> Der Weltwirtschaft könnte dann eine langwierige Wachstumsschwäche bevorstehen. Explizite Modellsimulationen hierzu wurden nicht durchgeführt.

## **5 Schlussfolgerungen: Auswirkungen für die deutsche Wirtschaft hängen von der Art der Anpassung ab**

Die oben beschriebenen Simulationen machen deutlich, dass eine Korrektur des US-Leistungsbilanzdefizits nicht notwendigerweise mit einem Einbruch der Weltkonjunktur oder mit gravierenden Konsequenzen für die deutsche oder die europäische Wirtschaft verbunden sein muss.<sup>16</sup> Es kommt auf den «Auslöser» an. Wenn die Korrektur über eine allmähliche Abnahme der Ersparnis ausserhalb der USA erfolgt, sind die Effekte auf das reale Bruttoinlandsprodukt in Deutschland möglicherweise sogar positiv, weil sich die höhere Nachfrage etwa aus China oder aus den OPEC-Staaten positiv auf die Exporte auswirkt; dies könnte den Rückgang der Nachfrage aus den USA überkompensieren. Einen Dämpfer erhält die deutsche Wirtschaft jedoch dann, wenn der Abbau des Leistungsbilanzdefizits durch Änderungen in den USA selbst ausgelöst wird, also beispielsweise die Sparquote dort deutlich anzieht.

---

15 Vor allem für China erscheint angesichts einer gesamtwirtschaftlichen Investitionsquote in der Nähe von 50 Prozent die Besorgnis hinsichtlich einer Fehlallokation des Kapitals nicht unbegründet.

16 Negative Auswirkungen ergeben sich in jedem Szenario allerdings für die USA, und in jedem Fall ist der Effekt hier auch weitaus am grössten. In gewisser Weise kann man dies als eine Umkehr der positiven Effekte interpretieren, die sich ergaben, als sich das US-Leistungsbilanzdefizit vergrösserte: Durch die hohe weltweite Ersparnis und die hohen Kapitalzuflüsse konnte die interne Absorption in den USA stark zunehmen, ohne dass die Zinsen entsprechend stiegen. Kehrt sich nun der Prozess um, dann ziehen die Zinsen an, und das Einkommen steigt langsamer als es sonst der Fall wäre.

Allerdings halten wir ein Krisenszenario nicht für den wahrscheinlichsten Fall. Der Aufbau des US-Leistungsbilanzdefizits vollzog sich über viele Jahre, und die wirtschaftliche Entwicklung in den USA verläuft seit Langem überaus positiv. Ferner lässt sich nicht beobachten, dass sich das Risiko einer Anlage in den USA vergrößert hätte. So sind die amerikanischen Zinsen über viele Jahre sehr niedrig geblieben, es gibt also keine erkennbar hohe Risikoprämie. Dasselbe trifft auf den Wechselkurs zu. Der reale effektive Wechselkurs befindet sich heute in etwa auf dem Niveau, das er in den vergangenen Jahrzehnten im Durchschnitt hatte, und das Währungsrisiko wird vom Markt offensichtlich nicht als hoch eingestuft. Wenn es tatsächlich so wäre, dass die Marktteilnehmer eine baldige Korrektur des Defizits für unabdingbar hielten, hätten sie sich in der Vergangenheit anders verhalten müssen.

Für die Wirtschaftspolitik in den USA ergibt sich nach unserer Einschätzung kein Handlungsbedarf, denn es ist wahrscheinlich, dass die Korrektur durchaus über die Marktkräfte herbeigeführt werden kann. Zwar ist das amerikanische Budgetdefizit hoch, und es sollte mittelfristig verringert werden, um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu gewährleisten. Dies sollte aber nicht im Hinblick auf das Leistungsbilanzdefizit geschehen, denn ein kausaler Zusammenhang zwischen den beiden Defiziten («twin deficits») besteht vermutlich nicht. Die Wirtschaftspolitik im Euroraum und in Deutschland ist ebenfalls nicht gefordert. In den Szenarien ist unter anderem unterstellt, dass die Europäische Zentralbank im Rahmen ihrer Strategie handelt: Sollte sich abzeichnen, dass die Inflationsrate im Zuge des Anpassungsprozesses deutlich sinkt, würde sie ihrem Auftrag entsprechend die Zinsen senken und so die negativen Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Produktion abfedern.

Gravierend wäre es jedoch, wenn die Regierungen das US-Leistungsbilanzdefizit zum Anlass für protektionistische Massnahmen nähmen. Die Gefahr ist zum einen in den USA vorhanden. Zum anderen könnte es solche Tendenzen zu mehr Protektionismus auch in anderen Industrieländern geben. Schon heute wird der Anpassungsdruck infolge der Globalisierung als sehr gross empfunden und mit einer Abwertung des US-Dollar, die in jedem Fall im Zuge der Anpassung an ein tragfähiges US-Leistungsbilanzdefizit zu erwarten ist, würde dieser Druck weiter steigen. Mit protektionistischen Massnahmen wäre aber für die Korrektur des US-Leistungsbilanzdefizits nichts gewonnen; sie würden vielmehr das Wachstum der Weltwirtschaft beeinträchtigen.

## Literatur

- BERNANKE, BEN S. (2005), *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit?* Federal Reserve Board, 14. April, Washington D.C., Internet: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm> (Seitenaufwurf vom 1. September 2006).
- BIS, Bank for International Settlements (2006), *76th Annual Report 2006*, Internet: <http://www.bis.org/publ/annualreport.htm> (Seitenaufwurf vom 20. September 2006).
- BLANCHARD, OLIVIER, FRANCESCO GIAVAZZI und FILIPA SA (2005), International Investors, the U.S. Current Account, and the Dollar, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, S. 1–49.
- BOSS, ALFRED, JONAS DOVERN, CARSTEN-PATRICK MEIER, FRANK OSKAMP und JOACHIM SCHEIDE (2007), *Verbessertes Arbeitsmarktumfeld stärkt Wachstum des Produktionspotentials in Deutschland*, Kieler Diskussionsbeiträge, 441/442, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- BUITER, WILLEM (2006), Dark Matter or Cold Fusion? *Global Economics Paper 136*, Goldman Sachs, London, Internet: <http://www.nber.org/~wbuiter/dark.pdf> (Seitenaufwurf vom 20. September 2006).
- BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS (2006), *U.S. Net International Investment Position at Yearend 2005*, News release, 29. Juni, Washington D.C., Internet: <http://www.bea.gov/bea/newsrelarchive/2006/intinv05.pdf> (Seitenaufwurf vom 1. September 2006).
- CLARIDA, RICHARD, JORDI GALÍ und MARK GERTLER (1999), The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective, *Journal of Economic Literature* 37, 4, S. 1661–1707.
- COOPER, RICHARD N. (2006), *Understanding Global Imbalances*, Federal Reserve Bank of Boston, Konferenz «Global Imbalances – As Giants Evolve», Boston, Juni, Internet: <http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf51/papers/cooper.pdf> (Seitenaufwurf vom 1. September 2006).
- DOOLEY, MICHAEL P., DAVID FOLKERTS-LANDAU und PETER M. GARBER (2006), *Interest Rates, Exchange Rates and International Adjustment*, NBER Working Paper, 11771, Internet: [http://sccie.ucsc.edu/webpages/conf/old/EuroDollar%20Glob%20Econ%20May%202006/Dooley\\_EC-conf.pdf](http://sccie.ucsc.edu/webpages/conf/old/EuroDollar%20Glob%20Econ%20May%202006/Dooley_EC-conf.pdf) (Seitenaufwurf vom 25. September 2006).
- DOVERN, JONAS und CARSTEN-PATRICK MEIER (2006), *Macroeconomic Aspects of Structural Labor Market Reforms in Germany*, Kiel Working Papers, 1295, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- DOVERN, JONAS, CARSTEN-PATRICK MEIER und JOACHIM SCHEIDE (2006), *Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten: Ein Risiko für die Weltwirtschaft und für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutsch-*

- land?* Kieler Diskussionsbeiträge, 432/433, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- EDWARDS, SEBASTIAN (2005), Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? If Not, How Costly is Adjustment Likely to Be, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, S. 211–271.
- ENGEL, CHARLES und JOHN H. ROGERS (2006), The U.S. Current Account Deficit and the Expected Share of World Output, *Journal of Monetary Economics* 53 (5), S. 1063–1093.
- HAUSMANN, RICARDO und FEDERICO STURZENEGGER (2006), Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations, John F. Kennedy School of Government Faculty Research Working Paper Series RWP06-003, Cambridge, Internet: [http://ksgnotes1.harvard.edu/Research/wpaper.nsf/rwp/RWP06003/\\$File/rwp\\_06\\_003\\_hausmann\\_rev.pdf](http://ksgnotes1.harvard.edu/Research/wpaper.nsf/rwp/RWP06003/$File/rwp_06_003_hausmann_rev.pdf) (Seitenaufwurf vom 1. September 2006).
- IWF, Internationaler Währungsfonds (2005), *World Economic Outlook – Building Institutions*, September, Washington, D.C.
- IWF, Internationaler Währungsfonds (2006), *World Economic Outlook – Globalization and Inflation*, April, Washington, D.C.
- KOTLIKOFF, LAURENCE J. (2006), *Comments on Understanding Global Imbalances by Richard Cooper*, Federal Reserve Bank of Boston Konferenz «Global Imbalances – As Giants Evolve», Boston, Internet: <http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf51/papers/kotlikoff.pdf> (Seitenaufwurf vom 1. September 2006).
- LUCAS, ROBERT E. JR. (1990), Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries? *American Economic Review: Papers and Proceedings* 80, 2, S. 92–96.
- MUSSA, MICHAEL (2004), Exchange Rate Adjustments Needed to Reduce Global Payments Imbalance, in: C. FRED BERGSTEN und JOHN WILLIAMSON (Hrsg.), *Dollar Adjustment: How Far? Against What?* Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- NIESR, National Institute for Economic and Social Research (2006a), *NiGEM Overview*, Internet: <http://www.niesr.ac.uk/pdf/nigem3.pdf> (Seitenaufwurf vom 14. September 2006).
- NIESR, National Institute for Economic and Social Research (2006b), *Datenbank des NiGEM-Modells*, Version V3.06, London.
- OBSTFELD, MAURICE und KENNETH S. ROGOFF (2004), *The Unsustainable US Current Account Position Revised*, NBER Working Paper, 10869, National Bureau of Economic Research, Cambridge Mass.
- OBSTFELD, MAURICE und KENNETH S. ROGOFF (2005), Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments, *Brookings Papers on Economic Activity* 1, S. 67–146.

- OBSTFELD, MAURICE und KENNETH S. ROGOFF (2006), *The Unsustainable US Current Account Position Revised*, CEPR Discussion Paper Series, 5416, Center for Economic and Policy Research, Washington, D.C.
- OECD (2006), *Main Economic Indicators*, Dezember, Paris.
- ROUBINI, NOURIEL und BRAD SETSER (2005), The Sustainability of the US External Imbalances: The Sustainability of the US External Deficit, *CEifo Forum* 6, 1, S. 8–13.
- STOCKMAN, ALAN C. (2005), How I Learned To Stop Worrying and Love the Current Account Deficit, Shadow Open Market Committee, Rochester, April, Internet: <http://www.somc.rochester.edu/May05/Stockman.pdf> (Seitenaufruf vom 1. September 2006).

**Autoren – Authors****PD Dr. Heribert Dieter**

Forschungsgruppe Globale Fragen  
Stiftung Wissenschaft und Politik  
Ludwigkirchplatz 3–4  
10719 Berlin  
*heribert.dieter@swp-berlin.org*

**Prof. Dr. Richard Higgott**

University of Warwick  
CV4 7AL Coventry, UK  
*richard.higgott@warwick.ac.uk*

**Riad Al-Khouri**

Director of MEBA wll, Amman  
POB 9446 Amman  
11191 Jordan  
*MEBA@batelco.jo*

**Sebastien Miroudot**

Trade and Agriculture Directorate  
OECD  
2 rue Andre Pascal  
75775 Paris Cedex 16  
*sebastien.miroudot@oecd.org*

**Molly Leshner**

Trade and Agriculture Directorate  
OECD  
2 rue Andre Pascal  
75775 Paris Cedex 16  
*molly.lesher@oecd.org*

**Prof. Dr. Joachim Scheide**

Institut für Weltwirtschaft  
Düsternbrooker Weg 120  
24105 Kiel  
*joachim.scheide@ifw-kiel.de*