

Dieter, Heribert; Silva-Garbade, Caroline

**Research Report**

## Das Ende des Höhenflugs? Krisenpotentiale in der amerikanischen Ökonomie und Konsequenzen für die Weltwirtschaft

SWP-Studie, No. S 49/2004

**Provided in Cooperation with:**

Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), German Institute for International and Security Affairs, Berlin

*Suggested Citation:* Dieter, Heribert; Silva-Garbade, Caroline (2004) : Das Ende des Höhenflugs? Krisenpotentiale in der amerikanischen Ökonomie und Konsequenzen für die Weltwirtschaft, SWP-Studie, No. S 49/2004, Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/252546>

**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.*

## **SWP-Studie**

Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für Internationale  
Politik und Sicherheit

*Heribert Dieter / Caroline Silva-Garbade*

# **Das Ende des Höhenflugs?**

Krisenpotentiale in der amerikanischen  
Ökonomie und Konsequenzen für die  
Weltwirtschaft

S 49  
Dezember 2004  
Berlin

**Alle Rechte vorbehalten.**

Abdruck oder vergleichbare  
Verwendung von Arbeiten  
der Stiftung Wissenschaft  
und Politik ist auch in Aus-  
zügen nur mit vorheriger  
schriftlicher Genehmigung  
gestattet.

© Stiftung Wissenschaft und  
Politik, 2004

**SWP**

Stiftung Wissenschaft und  
Politik  
Deutsches Institut für  
Internationale Politik und  
Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4  
10719 Berlin  
Telefon +49 30 880 07-0  
Fax +49 30 880 07-100  
[www.swp-berlin.org](http://www.swp-berlin.org)  
[swp@swp-berlin.org](mailto:swp@swp-berlin.org)

ISSN 1611-6372

# Inhalt

5	<b>Problemstellung und Empfehlungen</b>
7	<b>Fehlentwicklungen in der amerikanischen Volkswirtschaft</b>
7	Irrationale Übertreibungen an den Börsen
9	<i>Unternehmensskandale und Risikoverlagerung</i>
11	<i>Reaktionen der Federal Reserve Bank</i>
11	Anstieg der Immobilienpreise seit 1998
13	Hohe Verschuldung und geringe Sparquote der privaten Haushalte
15	Anstieg der Leistungsbilanzdefizite seit 1998
19	Anstieg der staatlichen Defizite
21	<b>Optionen zur Beseitigung der Ungleichgewichte</b>
21	Geld- und Fiskalpolitik
22	Dollarkurs
22	Internationaler Handel
25	<b>Zwei Szenarien: Schleichende Nachfrageschwäche oder »crash« auf den Finanzmärkten?</b>
28	<b>Konsequenzen für die Weltwirtschaft und Schlußbemerkungen</b>
30	<b>Anhang</b>
30	Literatur
31	Abkürzungen



**Das Ende des Höhenflugs?  
Krisenpotentiale in der amerikanischen Ökonomie  
und Konsequenzen für die Weltwirtschaft**

Die Wirtschaft der Vereinigten Staaten weist zu Beginn des 21. Jahrhunderts erhebliche Ungleichgewichte auf, die über kurz oder lang beseitigt werden müssen. Dazu gehören in erster Linie die irrationale Überbewertung der Kurse an den amerikanischen Börsen, die Inflation der Immobilienpreise seit 1998, die steigende Verschuldung der privaten Haushalte, die niedrige private Ersparnis, die sehr stark gestiegene Abhängigkeit der USA von Kapitalimporten und nicht zuletzt die hohe und sehr rasch gewachsene Verschuldung des amerikanischen Staates sowohl gegenüber inländischen wie gegenüber ausländischen Gläubigern.

Nicht einmal die größte Volkswirtschaft der Welt kann sich auf Dauer erlauben, ökonomische Gesetzmäßigkeiten zu ignorieren. Alle sechs genannten Problemfelder weisen auf eine nicht-nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung hin. Die amerikanischen Börsenkurse sind im Jahr 2004 – trotz nennenswerter Abschlüsse von den Höchstständen – im historischen Vergleich noch immer sehr hoch bewertet. Ein Rückgang auf die im historischen Mittel erzielten Werte würde indes die Vermögensposition der amerikanischen Verbraucher stark beeinträchtigen. Das gleiche gilt für den Immobilienmarkt: Nach dem Teilabbau von spekulativen Übertreibungen an den Wertpapiermärkte könnte sich hier – angeregt von den extrem niedrigen Zinsen der amerikanischen Notenbank – eine spekulative Blase gebildet haben.

Die amerikanische Volkswirtschaft weist im Jahr 2004 einige besorgniserregende Gemeinsamkeiten mit der japanischen Ökonomie des Jahres 1991 auf, wo ebenfalls bei weitem zu hoch bewertete Börsenkurse, überhöhte Immobilienpreise und die Erwartung der Bevölkerung bestanden, daß eventuelle Korrekturen der Vermögensposition einen sehr begrenzten Umfang haben würden. In Japan fiel der Börsenindex Nikkei von seinem Höchststand von knapp 39 000 Punkten im Jahr 1990 bis auf 8000 Punkte im Jahr 2003, Immobilien notieren heute nur noch mit einem Viertel des Marktwertes, den sie im Jahr 1991 hatten!

Vermutlich ist eine vergleichbar dramatische Entwicklung weder an den Börsen noch auf den Immobilienmärkten der USA zu erwarten. Dabei weist deren

Ökonomie weitere Schwachstellen auf. So nimmt die staatliche Neuverschuldung weiter zu, im Jahr 2003 belief sie sich auf 4,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Zudem verschulden sich die privaten Haushalte noch immer in sehr starkem Umfang. Allein im Jahr 2003 nahm ihre Verschuldung um 900 Mrd. Dollar zu. Insgesamt spart die amerikanische Volkswirtschaft zu wenig und ist auf den Import von jährlich 600 Mrd. Dollar an ausländischem Kapital angewiesen.

Die USA müssen besser früher als später mehr sparen, weniger konsumieren und sich auf eine Anpassung der Vermögensposition der privaten Haushalte einstellen. Die historische Analyse zeigt, daß die Überwindung wirtschaftlicher Ungleichgewichte nicht immer allmählich, wie etwa in Japan in den neunziger Jahren, sondern manchmal auch abrupt erfolgt. Dies war in den USA 1929 und 1987 der Fall.

Die Europäische Union ist gegenwärtig auf eine mögliche Krise in den USA nicht ausreichend vorbereitet. Zwar ist die Außenabhängigkeit der Länder der Eurozone deutlich gesunken. Ein drastischer Fall des Dollars, wie er in einem Anpassungsprozeß zu erwarten wäre, hätte daher auf die Länder der Eurozone keine so gravierenden Auswirkungen mehr wie in der Vergangenheit. Billigere Importe durch in Dollar fakturierte Rohstoffe – etwa Rohöl – würden negative Effekte zumindest teilweise kompensieren. Dennoch ist es fahrlässig, sich nicht auf die Möglichkeit einer Krise in den USA vorzubereiten.

Träte sie ein, würde die Lage der ostasiatischen Länder China, Japan und Südkorea rasch prekär. Aufgrund der hohen Abhängigkeit ihrer Ökonomien von Exporten in die USA würde sich ein Nachlassen der amerikanischen Nachfrage nach Importen unmittelbar auf die Konjunktur dieser Länder auswirken.

Die Länder der EU und Ostasiens sollten sich darauf einstellen, daß die USA in den kommenden Jahren nicht mehr der wichtigste Motor der Weltwirtschaft sein werden. Dies heißt, daß beide Regionen wirtschaftspolitische Optionen für den Fall einer in den USA auftretenden Wachstumsschwäche bereithalten sollten. Zu den denkbaren Maßnahmen gehören:

- ▶ Eine währungspolitische Kooperation Europas mit Ostasien, damit auch diese Region einen Teil der Lasten einer Dollarabwertung übernimmt. Ostasiatische Akteure, vor allem China, sollten wegen der zu erwartenden anhaltenden Dollarschwäche die Bindung der eigenen Währung an den Dollar durch die Bindung an einen Währungskorb ersetzen.

- ▶ Die Europäische Union und Ostasien sollten eine gemeinsame Kampagne zur Stärkung der liberalen Welthandelsordnung für den Fall ins Auge fassen, daß die USA protektionistische Maßnahmen ergreift. Sollte die amerikanische Regierung angesichts von erheblichen Leistungsbilanzdefiziten und Arbeitsplatzverlusten den Import von Waren erschweren, dürften asiatische und europäische Länder unter keinen Umständen ihrerseits zu protektionistischen Maßnahmen greifen, wenn sie eine Wiederholung der Abschottungspolitik der 1930er Jahre vermeiden wollen.
- ▶ Diejenigen Länder, die wegen sehr hoher Ausfuhren von der Nachfrage in den USA abhängig sind, sollten die Bemühungen zur Diversifizierung ihrer Exporte intensivieren und versuchen, die Binnen-nachfrage nachhaltig zu stärken. Dies betrifft vor allem Deutschland und Japan. Diese beiden Volkswirtschaften könnten den Rückgang der Nachfrage in den USA partiell kompensieren und damit die Weltwirtschaft stabilisieren.

## Fehlentwicklungen in der amerikanischen Volkswirtschaft

Die lange währende Euphorie in den Bewertungen der US-Ökonomie verdeckte, daß sich in den USA ein gefährliches Gemisch aus einer Übertreibung am Aktienmarkt, hoher Verschuldung im Ausland und bedenklich niedrigen Sparquoten im Inland zusammengebraut hat. Aus dieser instabilen Lage könnte eine für die Weltwirtschaft gefährliche Situation entstehen, vor allem dann, wenn ein deutlicher Rückgang der Nachfrage in den USA nicht durch eine Zunahme der Nachfrage in Europa, China und Japan kompensiert werden sollte.

In den neunziger Jahren erlebte die amerikanische Wirtschaft eine viele Beobachter überraschende Blüte. Noch zu Anfang jener Dekade hatten viele Amerikaner eher sorgenvoll in die Zukunft geblickt. Nach dem Börsenkrach des Jahres 1987 schienen die Perspektiven nicht besonders rosig zu sein. Das Land rutschte in eine Rezession. Heikler als die Rezession war aber die Tatsache, daß viele Amerikaner die Leistungsfähigkeit ihrer Wirtschaft als nicht sonderlich hoch einschätzten. Sowohl Japan als auch die Länder Europas verfügten in den Augen zahlreicher US-Bürger über wettbewerbsfähigere Volkswirtschaften.<sup>1</sup> Die Vereinigten Staaten schienen obendrein ihre hegemoniale Position im internationalen System einzubüßen.<sup>2</sup> Diese Schatten auf der amerikanischen Zukunft lösten sich im Verlauf der neunziger Jahre allmählich auf. Mehr und mehr erkannte man in den USA die ökonomischen Probleme der Wettbewerber, vor allem Japans. Die Asienkrise vom Juli 1997 an beseitigte die letzten Zweifel an der wirtschaftlichen Überlegenheit der USA. Die Euphorie nahm von Jahr zu Jahr zu.

Fatalerweise war die Hochkonjunktur zu wesentlichen Teilen das Ergebnis einer psychologischen Übertreibung. Der Boom der neunziger Jahre wurde eben nicht allein durch Produktivitätsfortschritte ermöglicht, sondern auch durch die spekulative Blase auf den Aktienmärkten, also die deutliche Überbewertung

der Aktienkurse, sowie einen massiven Zustrom ausländischen Kapitals.

Robert Gilpin warnte schon vor einigen Jahren vor den Folgen dieser Übertreibungen. Die wirtschaftliche Glückssträhne Amerikas würde über kurz oder lang ein Ende finden, und dann müßten sich die USA mit den aufgebauten Ungleichgewichten beschäftigen, insbesondere mit der hohen Außenverschuldung und der niedrigen Sparquote.<sup>3</sup>

In den Jahren 2001 und 2002 schien eine Phase der Konsolidierung zu beginnen. Die Rezession war aber ungewöhnlich kurz, auch weil die Amerikaner sich überaus konsumfreudig zeigten. In den Jahren 2003 und 2004 hatte es den Anschein, als sei die amerikanische Ökonomie wieder auf Wachstumskurs. Für das Jahr 2004 hat die OECD ein reales Wachstum von 4,7 Prozent prognostiziert. Die Arbeitslosigkeit ist aber noch relativ hoch und die Verbraucherpreise ziehen wieder an (vgl. Tabelle 1, S. 8).

Die amerikanische Volkswirtschaft schleppt heute erhebliche unbewältigte Altlasten mit sich.<sup>4</sup> Insbesondere bei der Betrachtung der amerikanischen Börsen, der Immobilienmärkte, der steigenden Verschuldung der privaten Haushalte und des Staates sowie des amerikanischen Leistungsbilanzsaldos werden die damit verbundenen Gefahren deutlich.

### Irrationale Übertreibungen an den Börsen

In den neunziger Jahren erlebten die amerikanischen Börsen eine Hausse, deren Dimension ohne historisches Vorbild ist. Aktienkurse schnellten mehr oder weniger steil in die Höhe und bescherten amerikani-

<sup>3</sup> Robert Gilpin, *The Challenge of Global Capitalism. The World Economy in the 21st Century*, Princeton: Princeton University Press, 2000, S. 7.

<sup>4</sup> Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) weist darauf hin, daß die geldpolitische Lockerung in den USA für einen neuen Boom sorgte, dieses Mal bei Wohneigentum. Nach Ansicht der BIZ ist es denkbar, daß wegen dieser Politik der Notenbank ein späterer Abschwung infolge der weiter gestiegenen Verschuldung um so gravierender ausfallen könnte. Vgl. *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich*, 73. Jahresbericht, Basel 2003, S. 170.

<sup>1</sup> Vgl. Mike Davis, *Phönix im Sturzflug. Zur politischen Ökonomie der Vereinigten Staaten in den achtziger Jahren* (Originaltitel: *Prisoners of the American Dream*, London: Verso, 1986), Berlin: Rotbuch-Verlag, 1986, S. 84.

<sup>2</sup> Vgl. Paul Kennedy, *The Rise and Fall of the Great Powers: Economic Change and Military Conflict from 1500 to 2000*, New York: Vintage Books, 1989.

**Tabelle 1**  
**Makroökonomische Entwicklungen in den USA, 1991–2004**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>a</sup>
Reale Veränderung des BIP (in %)	-0,2	3,3	2,7	4,0	2,5	3,7	4,5	4,2	4,4	3,7	0,5	2,2	3,1	4,7
Privater Konsum (reale Veränderung gegenüber Vorjahr in %)	0,2	3,3	3,3	3,7	2,7	3,4	3,8	5,0	5,1	4,7	2,5	3,4	3,1	3,8
Arbeitslosenrate (in %)	6,8	7,5	6,9	6,1	5,6	5,4	4,9	4,5	4,2	4,0	4,8	5,8	6,0	5,5
Konsumentenpreise (Veränderung in %)	4,2	3,0	3,0	2,6	2,8	2,9	2,3	1,5	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	2,3

a Prognosen der OECD.

Quelle: OECD, Economic Outlook, (Juni 2004) 75, Statistical Annex.

schen und ausländischen Aktienbesitzern sagenhafte (Buch-) Gewinne. Im August 1982 wurden sämtliche börsennotierten Unternehmen in den USA im Mittel mit dem siebenfachen Jahresgewinn bewertet. Bis zum Juli 1999 stieg die Bewertung auf das 36fache an.<sup>5</sup>

Der amerikanische Finanzwissenschaftler Robert Shiller hat das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) der im S&P-500-Aktienindex erfaßten Werte von 1880 bis zum Jahr 2000 berechnet. Den bislang höchsten Wert ermittelte er für Januar 2000, als das durchschnittliche KGV 44,3 betrug. Der zweithöchste Wert, ein durchschnittliches KGV von 32,6, wurde im September 1929 erreicht.<sup>6</sup>

Die amerikanischen Börsen sind auch im Jahr 2004 noch weit von realistischen Bewertungen entfernt. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hat in ihrem 72. Jahresbericht darauf hingewiesen, daß das durchschnittliche KGV in den USA seit dem Jahr

2000 weiter angestiegen ist. Ende 2001 wurde der S&P 500 zum 49fachen der tatsächlich erzielten Gewinne gehandelt. Das macht mehr als das Dreifache des in den Jahren von 1970 bis 1995 erreichten Durchschnittswerts von 14 aus. Ende März 2002 belief sich das durchschnittliche KGV im S&P 500 auf den fast schon sensationellen Wert von 62.<sup>7</sup> Die Gründe für den weiteren Anstieg des KGV sind vielfältig: Erstens wurden nach den Erfahrungen mit Enron und Worldcom Manipulationen von Gewinnzahlen in den Bilanzen strenger geahndet. Zweitens sind die Gewinne der Unternehmen infolge der Rezession in den USA tatsächlich gesunken. Drittens sind die Notierungen an den Börsen zwar leicht, aber eben nicht dramatisch zurückgegangen. Der S&P-500-Index erreichte im September 2000 mit 1530 einen Höchststand, notierte aber im Herbst 2004 mit etwa 1100 bei mehr als 70 Prozent des Höchstkurses.

Einige Beobachter sind nun allerdings der Ansicht, die Börse habe bereits zu einem historischen Normalwert zurückgefunden. Dieser Einschätzung liegt aber ein methodischer Fehler zugrunde: Von 1871 bis 2003 betrug der Mittelwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses im S&P 500 13,7. Dies ist in etwa der Wert, der für 2005 erwartet wird.<sup>8</sup> Aber der Vergleich *historischer* Profite mit *erwarteten* Profiten ist schlicht unzulässig. Einzig korrekt ist der Vergleich mit bereits erwirtschafteten Gewinnen, und hier liegt der S&P 500 im vierten Quartal 2004 beim 19fachen, das heißt um rund 40 Prozent über dem langjährigen Durchschnittswert.

<sup>5</sup> Vgl. Martin Wolf, After the Crash, in: Foreign Policy, (September/Oktober 2000), S. 46–52 (46).

<sup>6</sup> Vgl. Robert Shiller, Irrational Exuberance, Princeton: Princeton University Press, 2000, S. 7f. Bis zum Juni 1932, also innerhalb von knapp drei Jahren, fielen die Börsennotierungen dann um 80,6 Prozent. Der Indexstand vom September 1929 wurde erst wieder im Jahr 1958 erreicht (ebd., S. 9). Die Beharrungskräfte an den amerikanischen Wertpapiermärkten sind heute aber viel mächtiger als zu Anfang der 1930er Jahre. Ein Grund ist die sehr viel größere Zahl von Aktienbesitzern, ein weiterer die anhaltenden Mittelzuflüsse aus Pensionsfonds. Zudem ist ein plötzliches Platzen der spekulativen Blase nicht zu erwarten: Da Millionen von Anlageentscheidungen für die Entstehung der Blase notwendig waren, ist es umgekehrt auch notwendig, daß Millionen von Akteuren ihre Anlageentscheidungen revidieren. Dies kann einige Jahre dauern.

<sup>7</sup> Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 72. Jahresbericht, Basel 2002, S. 120.

<sup>8</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 21.8.2004, S. 19.

Daran wird deutlich, daß amerikanische Aktien im historischen Vergleich noch immer sehr hoch bewertet sind und es deshalb gute Gründe für die Erwartung weiter sinkender Notierungen gibt. Darüber hinaus ist der langjährige Mittelwert durch die spekulative Blase der 1990er Jahre verzerrt; in der Zeit von 1871 bis etwa 1981 lag das KGV deutlich niedriger und wies Anfang der 1980er Jahre eine Zeitlang einstellige Werte auf. Auch die Untersuchung des Verhältnisses von Kursen und Dividenden belegt die These, daß amerikanische Aktien noch immer sehr teuer sind. Für den S&P 500 bezifferte sich dieses Verhältnis seit Mitte der 1970er Jahre bis 1996 auf etwa das Dreißigfache, der Preis einer Aktie betrug im Schnitt dreißigmal soviel, wie an Dividende im Vorjahr ausgeschüttet worden war. 1997 wurde erstmals das Fünffache der Dividenden erreicht, im Jahr 2000 das Neunzigfache. Im vierten Quartal 2004 liegt der Mittelwert aber noch immer bei über 55 und damit nahezu beim Doppelten des Durchschnittswertes vor Beginn der spekulativen Blase.<sup>9</sup>

Bevor die mögliche weitere Entwicklung der amerikanischen Börsen und der US-Wirtschaft analysiert wird, ist zu fragen, wie sich die größte spekulative Blase der Wirtschaftsgeschichte überhaupt bilden konnte.<sup>10</sup> Einleuchtend erscheinen die Erklärungen von Robert Shiller, der ein Bündel von Ursachen benannt hat, welche die Hausse begünstigten:

- ▶ Die Entwicklung des Internet in einer Phase soliden Gewinnwachstums; die Idee einer »New Economy« verbreitete sich.
- ▶ Der Siegestaumel nach dem Golfkrieg 1991 und die Schwächung der wirtschaftlichen Rivalen. Die Debatten über das Ende des amerikanischen Jahrhunderts verstummten.<sup>11</sup>
- ▶ Mit dem anhaltenden Wertewandel in der amerikanischen Gesellschaft gewannen materialistische Werte in den neunziger Jahren eine größere Bedeutung.
- ▶ Der »Baby Boom« 1946–1964 und dessen demographische Auswirkungen haben die Preise für

Aktien, die verstärkt zur Alterssicherung gekauft wurden, in die Höhe getrieben.

- ▶ Die Ausweitung der Berichterstattung über die Wirtschaftspolitik und die Börsenentwicklung regte die Nachfrage nach Aktien an.
- ▶ Die zusehends optimistischeren Prognosen der Marktbeobachter trugen ebenfalls zur Stimulierung der Nachfrage nach Aktien bei. Ende des Jahres 1999 empfahlen diese »Analysten« nur bei einem Prozent von etwa 6000 Firmen den Verkauf der Aktien, während sie bei 69,5 Prozent zum Kauf und bei 29,5 Prozent zum Halten der Aktie rieten.<sup>12</sup>
- ▶ Von Bedeutung war auch die rasch wachsende Zahl von Investmentfonds. 1982 gab es in den USA 340 Investmentfonds, die in Aktien investierten, 1998 dagegen 3513. Die Zahl der Konten bei Investmentfonds stieg von 6,2 Mio. auf 119,8 Mio., also etwa um das Zwanzigfache.<sup>13</sup>
- ▶ Eine wichtige Rolle spielt nicht zuletzt das Phänomen, daß Firmen oder Privatpersonen dem Beispiel anderer Akteure folgen, die durch Spekulation erhebliche Profite gemacht haben. Diese Tendenz erfaßt immer größere Teile der Gesellschaft, auch solche, die sich üblicherweise nicht mit Spekulation beschäftigen. So entstehen irrationale »Manias«.<sup>14</sup>

In der Zusammenschau dieser Faktoren wird deutlich, daß die spekulative Blase in den USA keineswegs zufällig, sondern aufgrund einer Reihe von politischen Entscheidungen und gesellschaftlichen Entwicklungen entstanden ist, die seitens der Politik geduldet wurden. Während des Booms der neunziger Jahre litt nicht nur die Rationalität der Börsenbewertungen, sondern auch die Integrität der amerikanischen Finanzmärkte.

### Unternehmensskandale und Risikoverlagerung

Die Liste der Unternehmensskandale in den USA, die in den ersten Jahren des neuen Jahrhunderts publik wurden, ist lang:

- ▶ Im Februar 2002 meldete Global Crossing, ein Anbieter von Glasfasernetzen, einen Milliardenverlust

<sup>9</sup> Daten von <[http://www.martincapital.com/chart-pgs/CH\\_per.HTM](http://www.martincapital.com/chart-pgs/CH_per.HTM)>.

<sup>10</sup> Der *Economist* sprach von »the biggest bubble in history« (The Economist, 10.1.2004, S. 11).

<sup>11</sup> Die Investmentbank Merrill Lynch verwendete in den neunziger Jahren den Slogan »We're bullish on America«. In den fünfziger Jahren hatte die New Yorker Börse mit den Worten geworben »Take stock in America«. Und in den zwanziger Jahren hieß es »Be a bull on America«. Vgl. Shiller, Irrational Exuberance [wie Fn. 6], S. 21f.

<sup>12</sup> Ebd., S. 30f.

<sup>13</sup> Robert Samuelson bezeichnet diese Entwicklung als eine »Demokratisierung der Gier« (International Herald Tribune, 20.6.2002, S. 10).

<sup>14</sup> Vgl. Charles P. Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes, New York: Basic Books, 1978, S. 17.

und räumte gleichzeitig ein, Vermögenswerte falsch verbucht zu haben.

- ▶ Im Juni 2002 wurde bekannt, daß im Telekommunikationsunternehmen Worldcom 9 Mrd. Dollar falsch verbucht worden waren.
- ▶ Mitte des Jahres 2002 wurde berichtet, daß Führungskräfte des Mischkonzerns Tyco das Unternehmen um 600 Mio. Dollar betrogen haben sollen.
- ▶ Der Kabelbetreiber Adelphi hatte durch buchhalterische Manipulationen 2,3 Mrd. Dollar Schulden bei Tochtergesellschaften versteckt, um höhere Gewinne ausweisen zu können.
- ▶ Xerox, Hersteller von Kopiergeräten, meldete für einen Zeitraum von fünf Jahren Gewinne von stattlichen, aber nicht realen 6,4 Mrd. Dollar.
- ▶ Das Telekommunikationsunternehmen Qwest wurde im Sommer 2002 beschuldigt, Gewinne ausgewiesen zu haben, die die tatsächlichen Profite um 1,2 Mrd. Dollar überstiegen.
- ▶ Im März 2003 wurde bekannt, daß der Gesundheitsdienstleister Health South seine Gewinne um 2,5 Mrd. Dollar zu hoch ausgewiesen hat.<sup>15</sup>

Zahl und Ausmaß der Bilanzfälschungen haben innerhalb und außerhalb der Vereinigten Staaten überrascht. Bis zum Bekanntwerden dieser Skandale waren die meisten Beobachter guten Glaubens, daß die amerikanischen Finanzmärkte solide reguliert und überwacht werden. Dieses Bild hat Risse bekommen.

Zudem wäre zu erwarten gewesen, daß amerikanische Banken von diesen Bilanzfälschungen negativ betroffen sein würden. Auf den ersten Blick scheint dies aber nicht so zu sein. Das Ende der Internet-Euphorie, die Wirtschaftskrise seit dem Jahr 2001 und selbst die spektakulären Firmenzusammenbrüche der Jahre 2002 und 2003 blieben zunächst ohne gravierende Folgen.<sup>16</sup> Dies überrascht: Denn allein bei den Pleiten von Enron und Worldcom mußten Kredite im Umfang von 34 Mrd. Dollar abgeschrieben werden.

In der Vergangenheit kam es im Zuge von Rezessionen zu vermehrten Kreditausfällen. Die Banken mußten Verluste abschreiben, die Risiken waren beseitigt, ein neuer Aufschwung konnte beginnen. In den USA greift dieser Mechanismus aber nicht mehr. Die großen Banken haben die Risiken vermutlich durch Bündelung von Krediten in Wertpapieren ver-

lagert oder an Finanzinstitute weitergegeben, die eine dünnere Eigenkapitaldecke haben und zudem eine geringere Kompetenz zur Bewertung von Kreditrisiken.<sup>17</sup> Zudem haben wahrscheinlich viele Pensionsfonds, Investmentfonds und Lebensversicherer diese Kreditrisiken erworben.<sup>18</sup> Allerdings läßt sich diese Vermutung mangels verlässlicher Daten nicht verifizieren.

Eine Verschiebung von Risiken kann auf Dauer jedoch keine höheren Erträge bringen als das Ausgangsgeschäft: Zahlt ein Kreditnehmer einen inflationsbereinigten Realzins von 5 Prozent, ist allein durch Abtrennung des Risikos die Rendite nicht auf 15 Prozent oder mehr zu steigern. Möglicherweise haben sich institutionelle Investoren in den letzten Jahren ähnlich krass verkalkuliert wie in den neunziger Jahren, als sie hofften, durch Aktiengeschäfte hohe Renditen erwirtschaften zu können.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hat sich in ihrem Jahresbericht 2003 besorgt über diese zudem wenig transparente Verteilung von Kreditrisiken geäußert. Einige Marktteilnehmer übernehmen womöglich mehr Risiken, als anderen Marktteilnehmern oder den Finanzbehörden bewußt ist.<sup>19</sup>

Dabei macht das Finanzsystem einen fundamentalen Wandel durch – nicht nur in Amerika. Die Auswirkungen dieses Wandels auf die Bankenaufsicht und die Finanzierung von Investitionen und die mit ihm verbundenen systemischen Risiken lassen sich gegenwärtig noch nicht abschließend beurteilen. Die Tatsache, daß es in der Rezession 2001/2002 in den USA bislang zu keinen größeren Insolvenzen im Bankenbereich gekommen ist, sollte jedenfalls nicht zu Sorglosigkeit im Hinblick auf die weitere Entwicklung verleiten.<sup>20</sup>

Dies gilt auch deshalb, weil heute noch nicht beurteilt werden kann, wie die in den letzten Jahren bekanntgewordenen Skandale die Präferenzen von Anlegern beeinflussen werden. Die mangelnde Integrität, die die Akteure am wichtigsten Finanzplatz der Welt an den Tag gelegt haben, ist vermutlich mehr als nur ein Ausrutscher. Kapitalmärkte werden nur dann über längere Zeiträume funktionieren, wenn Anleger

<sup>15</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung, 15.1.2004, S. 15.

<sup>16</sup> Große Banken wie die Citigroup oder J. P. Morgan Chase machten im zweiten Quartal 2003 hohe Gewinne (4,3 Mrd. bzw. 1,8 Mrd. Dollar) und verzeichneten deutliche Zuwächse im Vergleich zu früheren Quartalen; vgl. *The Economist*, 16.8.2003, S. 51.

<sup>17</sup> Während beispielsweise die Deutsche Bank 3500 Mitarbeiter zur Bewertung von Kreditrisiken einsetzt, mangelt es institutionellen Investoren häufig an solchen personellen Ressourcen (ebd., S. 52).

<sup>18</sup> Ebd., S. 51.

<sup>19</sup> *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich*, 73. Jahresbericht [wie Fn. 4], S. 155.

<sup>20</sup> Ebd., S. 167.

darauf vertrauen können, daß die Börsenaufsicht für fairen, transparenten Wertpapierhandel sorgt. Angesichts der Tatsache, daß immerhin 95 Millionen Amerikaner Anteile von Investmentfonds besitzen, könnten Insidergeschäfte und Bilanzfälschungen diese privaten Anleger zu einer Abwendung von den Kapitalmärkten veranlassen. Diese Entwicklung ist nach den Skandalen wahrscheinlicher geworden. Eine massive Abwendung von Privatanlegern war bislang jedoch nicht zu registrieren.

### Reaktionen der Federal Reserve Bank

Vor diesem Hintergrund stellt sich auch die Frage, inwieweit die lange hochgelobte Geldpolitik der amerikanischen Notenbank für die kritische Situation verantwortlich ist. Sowohl beim Börsenkrach von 1987 als auch beim Beinahezusammenbruch des amerikanischen Hedgefonds LTCM 1998, nach der Asienkrise wie auch vor der Jahrtausendwende versorgte die Notenbank die Finanzmärkte mit Liquidität und guten Nachrichten. Damit hat Notenbankchef Alan Greenspan zwar kurzfristig für Entspannung gesorgt, aber letztlich wohl doch dazu beigetragen, daß sich an der Wall Street eine Atmosphäre der Sorglosigkeit und mangelnden Risikoprüfung breitmachen konnte. Das grenzenlose Vertrauen in die Omnipotenz der Notenbank wurde durch die rasche Überwindung der genannten Krisen bestärkt. Dennoch verschärften sich in dieser Zeit die Ungleichgewichte.

Die amerikanische Notenbank hat in der Phase wirtschaftlicher Schwäche stark unterstützend interveniert. Die wirtschaftspolitische Antwort auf das Ende des Börsenbooms, die Unternehmensskandale, die Anschläge des 11. September 2001 und die Kriege in Afghanistan und Irak war eine expansive Geld- und Fiskalpolitik. Die amerikanische Zentralbank senkte die Zinsen von 6,5 Prozent im Jahr 2000 auf zwischenzeitlich 1 Prozent. Kombiniert wurden diese Maßnahmen mit einer Kommunikationsstrategie, die darauf bedacht war, das Vertrauen der Märkte zu stärken und so eine Deflation bereits im Ansatz zu verhindern. Gleichzeitig senkte die amerikanische Regierung die Steuern, um die Nachfrage zu stimulieren.

### Anstieg der Immobilienpreise seit 1998

Der Immobilienmarkt in den USA ist von erheblicher Bedeutung für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung des Landes. Der Gesamtwert der Immobilien entspricht mehr als 130 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.<sup>21</sup> Im Jahr 2003 hielten die amerikanischen Haushalte Immobilien im Wert von rund 14.300 Mrd. Dollar. Sie stellen damit den größten Anlageposten dar.

Eigentümer von Immobilien betrachten diese als eine wichtige Quelle künftigen Wohlstands und passen ihr Konsumverhalten der Preisentwicklung an. Schätzungen gehen von einem Vermögenseffekt von etwa 6 Prozent aus: ein Wertzuwachs der Immobilien von beispielsweise 100 Dollar bewirkt bei dem Eigentümer 6 Dollar zusätzliche Konsumausgaben.<sup>22</sup>

Seit dem Jahr 1995 stiegen die Immobilienpreise in den USA um insgesamt 60 Prozent an, was inflationsbereinigt einem Preisanstieg von 37 Prozent entspricht. Allein im ersten Quartal des Jahres 2004 erhöhten sich die Preise im Vergleich zum Vorjahr um 7,7 Prozent. Dabei nahm die Preisentwicklung einen regional sehr ungleichmäßigen Verlauf. Während in sechs Staaten<sup>23</sup> der Immobilienpreis sogar nachließ, stieg er in fünf Bundesstaaten<sup>24</sup> um mehr als 10 Prozent an.

Beeinflusst werden die Immobilienpreise vor allem von der Zins- und Einkommensentwicklung, aber auch von den Aktivitäten der Bauwirtschaft. Die Höhe der Zinsen entscheidet maßgeblich über die Finanzierbarkeit eines Immobilienkredits. Zwischen 2001 und 2004 senkte die Federal Reserve Bank die Leitzinsen schrittweise von 6,5 auf 1 Prozent. Die Leitzinsen erreichten somit den niedrigsten Stand seit 1958. Gleichzeitig sanken die Hypothekenzinsen für Kredite mit dreißigjähriger Laufzeit seit 2001 von etwas über 10 Prozent auf heute 5,5 Prozent. Es ist also nicht zuletzt den niedrigen Zinsen zu verdanken, daß die Immobiliennachfrage einen so kräftigen Aufschwung er-

<sup>21</sup> Vgl. *OECD, Economic Outlook*, (Juni 2004) 75, Statistical Annex.

<sup>22</sup> Vgl. *Dean Baker, The Run-Up in Home Prices: Is It Real or Is It Another Bubble?*, Washington, D.C.: Center for Economic and Policy Research (CEPR), 2.8.2002 (Working Paper)

<sup>23</sup> Vermont, Alaska, North Dakota, South Dakota, Iowa und Nebraska; vgl. *The New York Times*, 25.7.2004, im Internet: <<http://www.nytimes.com/2004/07/25/business/yourmoney/25watch.html?ex=1094616000&en=16288862379796c2&ei=5070>>.

<sup>24</sup> Hawaii, Nevada, Kalifornien, New Jersey und New York; vgl. ebd.

lebte. Sie verringerten die Schuldendienstbelastung und machten das Eigenheim auf diese Weise insbesondere für Familien der mittleren und unteren Einkommensklasse erschwinglicher. Während einerseits die Zinsen sanken, konnte andererseits das mittlere Familieneinkommen seit 1990 einen Nominalanstieg von durchschnittlich 50 Prozent verzeichnen. Die darauf beruhende Nachfragebelebung würde zumindest einen Teil des Anstiegs der Immobilienpreise erklären.<sup>25</sup>

Die Bauwirtschaft schließlich verbucht seit dem Jahr 2000 ein jährliches Wachstum von durchschnittlich 8 Prozent. Als Folge ihrer Strategie der Überproduktion steigt die Zahl der unverkauften Objekte auf durchschnittlich 750 000 pro Jahr an. Das entspricht einem Drittel der jährlichen Baumenge und mehr als 50 Prozent der jährlichen Absorption.<sup>26</sup> Es ist also mehr als wahrscheinlich, daß das Überangebot kurz- bis mittelfristig ein Sinken des Preisniveaus zur Folge haben wird.

Ein weiterer wichtiger Faktor für den amerikanischen Immobilienmarkt sind die beiden Finanzierungsgiganten Fannie Mae und Freddie Mac. Fannie Mae wurde vom amerikanischen Staat im Jahr 1930 als *Federal National Mortgage Corporation*, Freddie Mac im Jahr 1970 als *Federal Home Loan Mortgage Corporation* geschaffen. Beide sind sogenannte »Government Sponsored Entities«, also halbstaatliche Unternehmen, die Haushalten mit mittlerem und niedrigem Einkommen einen besseren Zugang zu Hypothekenkrediten verschaffen sollen. Die beiden Unternehmen kaufen Hypothekenkredite von Banken auf und wandeln sie in Bonds um (Verbriefung), die sie je nachdem behalten oder verkaufen. Zwar garantieren sie die Kreditwürdigkeit der Bonds, stehen aber nicht für das Zinsrisiko ein, das über Derivate gesondert plaziert wird. Aufgrund der implizit gewährten Regierungsgarantien haben Fannie Mae und Freddie Mac günstigere Möglichkeiten zur Geldbeschaffung. Nach Schätzungen liegen die Kreditkosten etwa 0,3 Prozent unterhalb der marktüblichen Zinssätze.

<sup>25</sup> Vgl. Jonathan McCarthy/Richard W. Peach, Are Home Prices the Next "Bubble"?, in: Economic Policy Review (im Erscheinen), S. 6, im Internet: <<http://www.ny.frb.org/research/ep/forthcoming/mccarthy.pdf>>.

<sup>26</sup> Vgl. Dean Baker, Too Much Bubbly at the Fed? The New York Federal Reserve Board's Analysis of the Run-Up in Home Prices, Washington, D.C.: CEPR, 29.7.2004 (Working Paper); Baker, The Run-Up in Home Prices [wie Fn. 22]; Financial Times, 27.5.2004, S. 4.

Beide Unternehmen besitzen oder garantieren zusammen 45 Prozent des 6.200 Mrd. Dollar schweren Marktes für Hypothekenkredite. Dies ist insofern nicht ganz unproblematisch, als beide Firmen sehr viel laxeren Bestimmungen unterworfen sind als Geschäftsbanken. Die ihnen vorgeschriebene Unterlegung von Krediten mit Eigenkapital beträgt nur die Hälfte dessen, was Banken abgefordert wird, die Risikoüberwachung ist gemessen an ihrer Größe eingeschränkt, und sie stehen in einer extrem hohen Abhängigkeit von anderen Banken. Anleihen von Fannie Mae und Freddie Mac liegen im Depot fast jeder Bank. Mehr als die Hälfte aller (kleinen) Banken mit einem Eigenkapital von weniger als 100 Mio. Dollar hält Anleihen der beiden Institute im Wert von über 50 Mio. Dollar. Kursverluste würden diese Geldinstitute mit erheblichen Problemen konfrontieren.

Alle Versuche, Fannie Mae und Freddie Mac strikteren Kontrollen zu unterziehen, sind bislang weitgehend gescheitert – zu stark war deren Lobby. Dennoch sind mittlerweile einige Maßnahmen ergriffen worden. Die Kommission für Bankwesen des amerikanischen Senats hat im Jahr 2004 beschlossen, eine neue Regulierungsbehörde zu schaffen, die dazu ermächtigt werden soll, die Kapitalanforderungen der »Government Sponsored Entities« zu erhöhen. Kritisch bei diesen Kapitalanforderungen sind die sogenannten Steuerabgrenzungsposten, genauer die Frage, welcher Anteil von diesen Posten zum Eigenkapital gerechnet werden darf. Das Finanzministerium, das gesetzlich weitere Beschränkungen durchsetzen könnte, um die finanzielle Stabilität von Fannie und Freddie sicherzustellen, zögert bislang, da es die Investoren nicht verunsichern und einer eventuellen Panik vorbeugen will.

Problematisch ist insbesondere die Tatsache, daß immer mehr Hypothekenkredite an Haushalte mit geringer Kreditwürdigkeit vergeben werden und die Belastung der Familieneinkommen durch Hypothekenzahlungen immer größer wird. Ein verstärkter Ausfall von gewährten Darlehen könnte ebenso wie interne, im Zuge einer Intensivierung der Aufsicht auftretende Probleme von Fannie Mae und Freddie Mac immense Folgen für den gesamten Finanzmarkt der USA haben. Es wäre fatal, wenn aufgrund der beschriebenen Risiken Panik bei Investoren und Kreditgebern aufkommen würde.

Den Immobilienmärkten stehen darüber hinaus noch Zinserhöhungen bevor. Zwar dürften die kurzfristigen Auswirkungen der jüngsten Zinserhöhungen auf bereits bestehende Kreditvereinbarungen nicht

allzu groß sein, da etwa 80 Prozent festverzinslich abgeschlossen wurden. Für Neukunden werden sich die gestiegenen Kreditkosten jedoch bemerkbar machen. Sehr stark jedenfalls wird sich die allmähliche Abkehr von der Niedrigzinspolitik der Fed auf das Refinanzierungsverhalten der Immobilienbesitzer auswirken. Refinanzierung war in den USA in Zeiten sinkender Zinsen ein beliebtes Mittel, die Kreditkosten zu verringern, zumal es in den USA jederzeit praktisch kostenfrei möglich ist, Kredite bei niedrigeren Zinsen zu refinanzieren. 2003 waren fast 70 Prozent der neu ausgewiesenen Hypothekenkredite durch Refinanzierung entstanden. Allein in den letzten fünf Jahren konnten Hausbesitzer durch Refinanzierung 1.600 Mrd. Dollar an zusätzlicher Liquidität gewinnen. Immerhin 16 Prozent dieser Summe wurden für Konsumausgaben verwendet, in ihrer Bedeutung ist sie daher für die Wirtschaft nicht zu unterschätzen. Durch Refinanzierungen stieg die Binnennachfrage mithin um mehr als 250 Mrd. Dollar.

Die rege Refinanzierungstätigkeit ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, daß sie sich bereits bei einem Zinsunterschied von lediglich 0,4 Prozent lohnt. Diese massive Umschichtung der Kredite macht sich stark an den Kreditkosten bemerkbar: Die Zinszahlungen für Hypothekenkredite gingen auf diese Weise um jährlich 13,1 Milliarden US-Dollar zurück. Gleichzeitig stieg die durchschnittliche Belastung von Häusern von 28 Prozent im Jahre 1986 auf heute 45 Prozent ihres aktuellen Marktwerts.<sup>27</sup> Im Umkehrschluß bedeutet dies, daß bei einem Anstieg des Zinsniveaus die amerikanischen Immobilienbesitzer einen größeren Teil ihres Einkommens für Zinszahlungen aufwenden müssen, der dann nicht mehr für den Konsum zur Verfügung steht.

Angesichts der Zinsentwicklung und dem vorhandenen Überangebot auf dem Immobilienmarkt erscheint es recht wahrscheinlich, daß die Immobilienpreise unter Druck geraten werden. Dies könnte, zusammen mit den höheren Kreditkosten und den nun wegfallenden Vorteilen der Refinanzierung, ernste Konsequenzen für das Konsumverhalten der Amerikaner haben. Auf die im Immobiliensektor

der USA bestehenden Risiken hat auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in ihrem aktuellen Jahresbericht hingewiesen. Danach haben amerikanische Immobilienbesitzer – in der Annahme, daß sich ihre Vermögensposition aufgrund höherer Immobilienpreise verbessert hat – ihre Konsumausgaben gesteigert. Würden die Preise für Immobilien hoch bleiben, werden diejenigen belastet, die keine Immobilien besitzen. Umgekehrt fällt bei einem Preisrückgang die Last der künftigen Anpassung auf diejenigen zurück, die Kapital aus ihrem Wohneigentum abgeschöpft und entsprechend Geld ausgegeben haben. Unter Umständen müssen sie dann aber feststellen, daß die vermeintlichen Wertsteigerungen eine Illusion waren und sie mit höheren Schulden belastet sind.<sup>28</sup>

Die amerikanische Regierung hätte im Falle eines starken Preisverfalls auf dem Immobilienmarkt kein wirksames Instrument mehr zur Verfügung, ihn zu stoppen: Die Möglichkeiten der Geldpolitik sind mit der Niedrigzinspolitik praktisch ausgeschöpft, und die Staatsausgaben lassen sich angesichts des ohnehin hohen Budgetdefizits der Regierung auch nicht sehr viel weiter erhöhen.

## Hohe Verschuldung und geringe Sparquote der privaten Haushalte

Bei den privaten Haushalten der USA sind zwei Phänomene besonders augenfällig: die niedrige Sparquote und die hohe Verschuldung (vgl. Tabelle 2, S. 14). Dabei hat die niedrige Sparquote erhebliche Auswirkungen auf die Außenwirtschaftsbeziehungen der USA. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich betont, daß der anhaltende Rückgang der Nettoersparnis der privaten Haushalte die eigentliche Ursache für den hohen Kapitalbedarf der amerikanischen Volkswirtschaft ist.<sup>29</sup>

Die Sparquote amerikanischer Privathaushalte ist in den letzten zwei Jahren zwar wieder etwas gestiegen, verglichen mit früheren Werten befindet sie sich aber noch immer weit unter dem langjährigen Durchschnittswert. Von 1985 bis 1994 betrug die Sparquote im Schnitt 7,8 Prozent, während sie zwischen 1995 und 2004 auf durchschnittlich 3,8 Prozent sank.<sup>30</sup> Auf

<sup>27</sup> Vgl. *Mortgage Bankers Association*, *Mortgage Originations*, im Internet: <<http://www.mortgagebankers.org/marketdata/index.cfm?STRING=http://www.mortgagebankers.org/marketdata/mortgage.html>>; vgl. Glenn Canner/Karen Dynan/Wayne Passmore, *Mortgage Refinancing in 2001 and Early 2002*, in: *Federal Reserve Bulletin*, Dezember 2002, S. 470–481, <<http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2002/1202lead.pdf>>.

<sup>28</sup> Vgl. *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich*, 74. Jahresbericht, Basel 2004, S. 161.

<sup>29</sup> Vgl. ebd., S. 168.

<sup>30</sup> Vgl. *OECD*, *Economic Outlook*, (Juni 2003) 73, Statistical Annex.

**Tabelle 2**  
**Privates Sparen und private Verschuldung in den USA, 1991–2004**

Jahr	(Netto-) Sparquote der privaten Haushalte (in % des verfügbaren Einkommens)	Verschuldung der privaten Haushalte (in % des verfügbaren Jahres- einkommens)	Zum Vergleich: Sparquote privater Haushalte in Deutschland (in % des verfügbaren Einkommens)
1991	8,3	87,9	13,1
1992	8,7	87,1	13,0
1993	7,1	89,3	12,3
1994	6,1	91,7	11,6
1995	5,6	93,7	11,2
1996	4,8	96,0	10,8
1997	4,2	97,7	10,4
1998	4,7	99,3	10,3
1999	2,6	104,0	9,8
2000	2,8	104,9	9,8
2001	2,3	108,9	10,3
2002	3,7	112,4	10,6
2003	3,4	k.A.	10,7
2004	3,8	k.A.	10,9

Quelle: OECD, Economic Outlook, (Juni 2004) 75, Statistical Annex. Werte für 2004 sind Prognosen der OECD.

fällig ist die stark abweichende Entwicklung der Sparquoten in Deutschland. Von 1991 bis 2004 ging die Sparquote dort lediglich um 2,2 Prozent, in den USA dagegen um 4,5 Prozent zurück.

Die Verschuldung der amerikanischen Haushalte schreitet indes fort. Nach neuesten Zahlen der Federal Reserve Bank belief sich die private Verschuldung der Haushalte im Jahr 2003 auf bereits 117,3 Prozent des verfügbaren Einkommens.<sup>31</sup>

Aufgrund der niedrigen Zinsen ist die Zinsbelastung seit 1991 von 11,8 Prozent des verfügbaren Einkommens moderat auf lediglich 13,1 Prozent im Jahr 2003 angewachsen.<sup>32</sup> Trotz höherer Schulden müssen die privaten Haushalte bislang also nur wenig mehr für den Zinsdienst aufwenden. Entsprechend problematisch dürften die Folgen sein, wenn die Zinsen weiter steigen. Ihr Anstieg wird sich zwar erst mittelfristig auf die Schuldendienstbelastung der Haushalte auswirken, da ein Großteil der Schulden festverzinslich aufgenommen worden ist. Dennoch ist mit einer Erhöhung der Kreditkosten und insofern auch mit einer Mehrbelastung der pri-

vaten Haushalte zu rechnen. Dies wiederum könnte einen mehr oder minder starken Rückgang der Ausgaben privater Haushalte und damit massive Umsatzeinbußen zur Folge haben, die langfristig auch auf die gesamte wirtschaftliche Situation des Landes durchschlagen würden.

Im ersten Quartal des Jahres 2004 bestanden durchschnittlich 20,5 Prozent der gesamten Verschuldung privater Haushalte aus Konsumentenkredit.<sup>33</sup> Da diese Kredite gewöhnlich besonders sensibel auf Zinssteigerungen reagieren, dürfte es den Haushalten in Zukunft kaum noch möglich sein, ihr Ausgabeverhalten in gleichem Umfang beizubehalten.

Bislang sahen die Haushalte positiv in die Zukunft und gaben entsprechend viel für Konsumgüter aus. Sinkende Preise auf den Immobilienmärkten und Börsen, eine sehr wahrscheinlich wachsende Zinsbelastung, aber auch der ausbleibende kräftige Zuwachs an Beschäftigung könnten diesem Optimismus die Grundlage entziehen und die Verbraucher verunsichern.<sup>34</sup>

<sup>31</sup> Vgl. Federal Reserve Statistical Release, Flow of Funds Accounts of the United States (Juni 2004), eigene Berechnungen aus vorliegenden Zahlen.

<sup>32</sup> Vgl. Federal Reserve Statistical Release, Household Debt Service and Financial Obligations Ratios (Juni 2004).

<sup>33</sup> Vgl. OECD, Economic Outlook, (Juni 2004) 75, Statistical Annex.

<sup>34</sup> Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 74. Jahresbericht [wie Fn. 28], S. 169. Der Arbeitsmarkt in den USA ist im Herbst 2004 trotz recht hohen Wirtschaftswachstums in keiner guten Verfassung. Die Arbeitslosenquote liegt bei 5,5

## Anstieg der Leistungsbilanzdefizite seit 1998

In der Leistungsbilanz spiegeln sich die Beziehungen der amerikanischen Volkswirtschaft zum Rest der Welt wider. Die USA verzeichneten letztmalig 1991 einen kleinen Überschuss in ihrer Leistungsbilanz.<sup>35</sup> Seitdem ist sie defizitär. Ein dramatischer Anstieg war nach 1996 zu beobachten. Dies ist kein Zufall. Die Asien-, Rußland- und Brasilienkrise in den Jahren 1997 bis 1999 bedingten einen massiven Abzug von Kapital aus Entwicklungs- und Schwellenländern. Ein erheblicher Teil dieses Kapitals gelangte in die USA.<sup>36</sup> Die Tendenz der Dollaraufwertung ab 1997 ist wesentlich auf diesen Zustrom zurückzuführen.

Die Fehlbeträge in der Leistungsbilanz haben von 1999 an eine neue Qualität angenommen. Die Nettoausenverschuldung beläuft sich inzwischen auf mehr als 2.500 Mrd. Dollar. Ausländer halten in den USA inzwischen Aktiva im Wert von mehr als 10.000 Mrd. Dollar. Solange keine Umkehrung der Kapitalströme eintritt, ist die Stabilität der amerikanischen Wirtschaft nicht gefährdet. Aber es ist eben nicht auszuschließen, daß ausländische Investoren ihre Anlagen, insbesondere Kredite, Aktien und Anleihen, in den USA liquidieren und damit eine tiefe Wirtschaftskrise auslösen.

Die Daten in Tabelle 3 (S. 16) verdeutlichen die allmähliche Entstehung der Ungleichgewichte in der amerikanischen Ökonomie. Von 1998 an nahmen Kapitalimporte, die Kehrseite eines Defizits in der Leistungsbilanz, stark zu und bewirkten eine deutliche Aufwertung des Dollars. Im Grunde ist die Entwicklung in den USA insofern durchaus vergleichbar mit der in Südostasien Mitte der neunziger Jahre. Auch dort führte der Zustrom von Kapital in Verbindung mit einem übergroßen Vertrauen auf anhaltendes Wirtschaftswachstum zu irrationalen Übertreibungen, die schließlich korrigiert werden mußten. Der frühere amerikanische Finanzminister und heutige Präsident der Universität Harvard, Lawrence Summers, hat im Jahr 2004 die von dauerhaften Defiziten in der amerikanischen Leistungsbilanz ausgehenden Risiken benannt und darauf hingewiesen,

Prozent und damit 1,5 Prozent über der Rate des Jahres 2000. Verdeckte Arbeitslosigkeit ist dabei nicht berücksichtigt.

<sup>35</sup> Dieser Überschuss war allerdings nur wegen hoher Übertragungen Deutschlands, Japans und Saudi-Arabiens zur Finanzierung des Golfkriegs entstanden.

<sup>36</sup> Der Zufluß von Kapital führt zu einem Überschuss in der Kapitalverkehrsbilanz, dem ein Defizit in der Leistungsbilanz entspricht.

daß die ungebrochene Konsumeuphorie in den USA bald zu einem Problem für die gesamte Weltwirtschaft werden könnte.<sup>37</sup>

Für den Zufluß ausländischen Kapitals in die USA war dabei nicht nur die vermeintliche Attraktivität der amerikanischen Börsen verantwortlich, auch steuerliche Anreize spielten eine Rolle. In den USA müssen Ausländer seit 1984 Zinseinkünfte nicht mehr versteuern. Dies war für ausländische Kapitalbesitzer ein Anreiz, ihr Kapital in Amerika statt im eigenen Land anzulegen.<sup>38</sup>

Mittlerweile wandelt sich das Bild jedoch. Ein Indikator für die nachlassende Attraktivität der amerikanischen Wirtschaft ist der drastische Rückgang der ausländischen Direktinvestitionen: Während im Jahr 2001 per Saldo noch Direktinvestitionen im Volumen von 144 Mrd. Dollar in die USA flossen, waren es im Jahr 2002 nur noch spärliche 30 Mrd. Dollar. Deutschland konnte im selben Jahr 2002 immerhin 38 Mrd. Dollar verbuchen und die Niederlande mit rund 29 Mrd. Dollar eine nahezu ebenso hohe Summe wie die USA.<sup>39</sup> Seither hat sich dieser Trend weiter verstärkt: Per Saldo ist von Juli 2003 bis Juni 2004 mit einem amerikanischen Negativsaldo von über 150 Mrd. Dollar zu rechnen, das heißt, es werden viel mehr Direktinvestitionen von Amerikanern im Ausland getätigt als von Ausländern in den USA. Dies kann insofern nicht überraschen, als Direktinvestitionen in den USA nicht sehr rentabel sind: Im ersten Quartal 2004 betrug die durchschnittliche Rendite solcher Investitionen 5,5 Prozent, während Investitionen im Ausland durchschnittlich eine Rendite von 11,7 Prozent abwarfen.<sup>40</sup> Auffällig ist, daß die im Jahr 2004 sehr hohen Ölpreise – anders als in früheren Phasen eines Ölpreishochs – nicht zu einem verstärkten Zufluß von Kapital aus dem arabischen Raum geführt haben.<sup>41</sup>

Der zu beobachtende Wandel in der Zusammensetzung der Kapitalzuflüsse deutet darauf hin, daß die

<sup>37</sup> Summers sprach von »America's spending addiction« (Lawrence Summers, *America Overdrawn*, in: *Foreign Policy*, [Juli/August 2004], S. 46–49 [47]).

<sup>38</sup> Vgl. John Williamson/Stephany Griffith-Jones/Ricardo Gottschalk, *Should Capital Controls Have a Place in the Future International Monetary System?* Paper prepared for the International Monetary Convention organised by the Reinventing Bretton Woods Committee, Madrid, 13.–14.5.2003, S. 10.

<sup>39</sup> Vgl. *Handelsblatt*, 5.9.2003, S. 10.

<sup>40</sup> Vgl. *The Economist*, 10.7.2004, S. 66.

<sup>41</sup> Vgl. *Financial Times*, 30.8.2004, S. 13.

**Tabelle 3**  
**Leistungsbilanz und Dollarkurs seit 1991**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>a</sup>
Saldo der Leistungsbilanz (in Mrd. Dollar)	3,7	-48,0	-82,0	-117,7	-105,2	-117,2	-127,7	-204,7	-290,8	-411,5	-393,7	-480,9	-548,6	-575,8
Saldo der Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,1	-0,8	-1,2	-1,7	-1,4	-1,5	-1,5	-2,3	-3,1	-4,2	-3,9	-4,6	-5,0	-5,0
Index des effektiven Wechselkurses (1995 = 100)	85,4	87,1	92,6	98,0	100	105,6	113,1	124,8	124,4	127,5	134,3	134,8	126,9	124,8

a Prognosen der OECD.

Quelle: *OECD, Economic Outlook*, (Juni 2004) 75, Statistical Annex.

Lage riskanter wird. In der Tendenz engagieren sich nur noch Investoren, die entweder ein strategisches Motiv haben oder ihre Investitionsentscheidungen sehr kurzfristig treffen. Zu der ersten Gruppe sind die Notenbanken ostasiatischer Länder zu rechnen, die enorme Forderungen an die USA aufgebaut haben. Mitte des Jahres 2004 halten sie Währungsreserven von mehr als 2.000 Mrd. Dollar, denominated vorwiegend in amerikanischen Dollar und nur zu einem geringen Teil in Euro.<sup>42</sup> Die amerikanische Volkswirtschaft ist also auf die anhaltende Zufuhr von Kapital aus Asien angewiesen, ein bemerkenswerter Sachverhalt. Während die amerikanische Regierung in anderen Feldern – etwa in der Energieversorgung – großen Wert auf Unabhängigkeit legt, läßt sie zu, daß die USA in Abhängigkeit von asiatischem Kapital geraten.

Bei den Forderungen handelt es sich im wesentlichen um Ansprüche asiatischer Regierungen an den amerikanischen Finanzminister. Daß asiatische Regierungen bzw. deren Notenbanken US-Staatsanleihen halten, kann man auf zweierlei Weise interpretieren: Aus ökonomischer Sicht, vertreten etwa von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in ihrem 74. Jahresbericht,<sup>43</sup> handelt es sich gewissermaßen um Lieferantenkredite der Asiaten an die USA. China und Japan liefern Waren und gewähren dem Kunden USA Kredit. Amerika konsumiert, während asiatische Akteure Forderungen aufbauen. Dieser Mechanismus kann noch geraume Zeit in Funktion bleiben.

Den Aufbau hoher Forderungen kann man aber auch unter *strategischen* Gesichtspunkten betrachten. Dies gilt weniger für Japan, wo amerikanische Truppen stationiert sind. Japan hat zudem seit vielen Jahren keine Ambitionen mehr gezeigt, sich gegen die USA zu profilieren. Völlig anders gelagert ist aber der Fall China, das mit den USA um die Führungsrolle in Ostasien konkurriert. Käme es zwischen beiden Ländern etwa zu einem Konflikt über Taiwan, könnte China seine Währungsreserven – gegenwärtig rund 600 Mrd. Dollar – benutzen, um die amerikanischen Finanzmärkte unter Druck zu setzen. Die chinesische Zentralbank könnte ihre Forderungen kurzfristig auf

die amerikanischen Finanzmärkte werfen und damit zwei Effekte erzielen: Erstens würden die Zinssätze für amerikanische Staatsanleihen – in Abwesenheit einer entsprechenden Anzahl von Käufern – in die Höhe schnellen. Zugleich würde der Dollar unter erheblichen Verkaufsdruck geraten. China könnte die amerikanischen Finanzmärkte auf diese Weise in schwere Turbulenzen stürzen.

Natürlich kann keine Regierung in Asien ein Interesse daran haben, durch den überhasteten Verkauf amerikanischer Staatsanleihen die eigene Vermögensposition zu schwächen und eine Finanzkrise hervorzurufen. Aber dies ist ein ökonomisches, kein strategisches Argument. Ex-Finanzminister Summers hat die militärische Abschreckung im Kalten Krieg mit der finanzpolitischen Abschreckung heute verglichen.<sup>44</sup> Durch ihren hohen Kapitalbedarf ist die größte Volkswirtschaft der Welt zugleich zum größten und damit verletzbarsten Schuldner geworden.

Ob diese Konstellation von Dauer ist – also die hohen, von asiatischen Notenbanken finanzierten Kapitalimporte der USA anhalten –, wird sehr unterschiedlich eingeschätzt. Während Lawrence Summers sich von dieser Situation beunruhigt zeigt, sehen andere Beobachter die Lage als weniger kritisch an.<sup>45</sup> So haben drei amerikanische Ökonomen die These aufgestellt, bei den heutigen Verhältnissen handele es sich im Kern um die Neuauflage des Systems von Bretton Woods. Kennzeichen dafür seien eine Unterbewertungsstrategie asiatischer Länder, verbunden mit Kapitalverkehrsbeschränkungen und einem kräftigen Kapitalexport. Nach ihrer Auffassung könnten die Vereinigten Staaten noch für viele Jahre damit rechnen, daß andere Länder den Kapitalbedarf der Amerikaner stillen.<sup>46</sup> Asien, als handelsorientierte Region charakterisiert, habe ein Interesse an der Ausweitung des Exports. Deshalb seien die Zentralbanken der asiatischen Länder auch bereit, ohne Rücksicht auf Risiken und Erträge amerikanische Staatsanleihen zu

<sup>42</sup> Ende des Jahres 2000 befanden sich Staatsanleihen im Volumen von rund 1.000 Mrd. Dollar in den Händen ausländischer Gläubiger, Ende März 2004 war es auf 1.700 Mrd. Dollar gestiegen. Ein Aufschlüsselung in staatliche und private Gläubiger erfolgt in der Quelle nicht. Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 8.7.2004, S. 11.

<sup>43</sup> Vgl. *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich*, 74. Jahresbericht [wie Fn. 28], S. 9.

<sup>44</sup> Summers sprach von einer »new version of mutually assured destruction« (*Summers, America Overdrawn* [wie Fn. 37], S. 48).

<sup>45</sup> Summers schreibt: »but the country's dependence on foreign cash is even more distressing. In a real sense, the countries that hold U.S. currency and securities in their banks also hold U.S. prosperity in their hands. That prospect should make Americans uncomfortable« (ebd.).

<sup>46</sup> Vgl. Michael P. Dooley/David Folkerts-Landau/Peter Garber, *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), September 2003 (NBER Working Paper 9971).

kaufen.<sup>47</sup> Den USA käme dies gelegen. Amerika sei froh darüber, heute zu investieren, heute zu konsumieren und die Risiken den Investoren überlassen zu können.<sup>48</sup> Diese Argumentation weist aber erhebliche Ungereimtheiten auf.

Zunächst ist der Aufbau von Währungsreserven für die ostasiatischen Notenbanken teuer. Sie müssen – um die Ausweitung der inländischen Geldmenge abzuwehren – inländischen Anlegern Wertpapiere abkaufen und solche Papiere vom Markt nehmen bzw. Schuldtitel ausgeben. Da die hierfür zu zahlenden Zinssätze aber höher sind als die für amerikanische Staatsanleihen zu erzielenden, ist dieses Regime für die Notenbanken kostspielig.<sup>49</sup> Die These einer Neuauflage von Bretton Woods ist aber auch aus anderen Gründen nicht stichhaltig:

- ▶ Nach Berechnungen von zwei amerikanischen Ökonomen müßten die Währungsreserven asiatischer Notenbanken bei Fortsetzung des Trends bis zum Jahr 2010 auf mehr als 7.000 Mrd. Dollar steigen.<sup>50</sup> Es erscheint schwer vorstellbar, daß asiatische Notenbanken zum Aufbau derart großer Reserven bereit sein werden.
- ▶ Der importkonkurrierende Sektor der US-Ökonomie gerät durch dieses Regime stark unter Druck. Japans und Chinas Unterbewertungsstrategie haben zur Folge, daß die amerikanische Industrie nicht mehr konkurrieren kann. Langfristig muß aber gerade dieser Sektor an Konkurrenzfähigkeit gewinnen, weil sonst weder die Exporte ausgeweitet noch die Importe reduziert werden können. Je länger die asiatischen Notenbanken durch den Kauf von US-Staatsanleihen verhindern, daß eine Korrektur der Ungleichgewichte erfolgt, desto schwerer wird es amerikanischen Unternehmen künftig fallen, sich auf dem Weltmarkt zu behaupten. Wenn infolgedessen produzierende Unternehmen in den USA nicht mehr in ausreichendem Umfang vorhanden sein sollten, wird der Schuldendienst nur noch unter großen Mühen zu leisten sein. Der

<sup>47</sup> Ebd., S. 6.

<sup>48</sup> Dooley et al. behaupten: »overall the US has been happy to invest now, consume now, and let investors worry about its deteriorating international investment position« (ebd., S. 6f).

<sup>49</sup> Man könnte die These vertreten, daß es sich hierbei um eine verdeckte De-facto-Subventionierung von Exporten handelt, die aber WTO-konform ist.

<sup>50</sup> Vgl. Nouriel Roubini/Brad Setser, The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances, November 2004, S. 53, im Internet: <<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf>>.

Export von Dienstleistungen allein wird jedenfalls nicht ausreichen, 2.500 Mrd. Dollar an Außenschulden zu bedienen.

- ▶ Europas Notenbanken, vor allem die Europäische Zentralbank und die Bank von England, können dem Anstieg ihrer Währungen gegenüber dem Dollar nicht tatenlos zusehen. Eine Option wäre, daß diese Notenbanken nach dem Muster der asiatischen Zentralbanken auf Dollar lautende Staatsanleihen kaufen. Das würde ein weiteres Absinken des Dollars aufhalten. Gleichzeitig würde sich aber die Verschuldungsposition der USA verschlechtern, so daß eine harte Landung der US-Ökonomie wahrscheinlicher würde.
- ▶ Vor allem für China wird es immer schwieriger werden, negative Effekte dieses Regimes zu verhindern. Gelingt es der chinesischen Zentralbank nicht, eine rund 100 Mrd. US-Dollar pro Jahr entsprechende Geldmenge vom inländischen Finanzmarkt zu nehmen, steigt die Geldmenge und damit der Inflationsdruck, eine für die chinesische Notenbank problematische Folge.
- ▶ Die asiatischen Notenbanken geraten zusehends in ein Gefangenens-Dilemma. Schon heute wäre es für die nationalen Notenbanken vorteilhaft, einen Teil ihrer Dollarreserven abzustoßen, um Verluste zu vermeiden. Wenn alle Zentralbanken indes vom Verkauf von Dollars absähen, wäre die Gefahr eines Kursrutsches geringer. Ungeachtet dessen wächst die Gefahr eines Rückschlages ohnehin: Je höher die amerikanische Außenschuld, desto größer die Gefahr eines drastischen Kursverlustes für den Dollar. Dieser Effekt würde sich verstärken, wenn sämtliche oder auch nur mehrere asiatische Notenbanken Dollars in größerem Umfang verkaufen würden. Da derjenige, der zuerst verkauft, die geringsten Verluste hinnehmen muß, wird es immer wahrscheinlicher, daß eine Notenbank – zur Vermeidung von Kursverlusten – Dollar verkauft und damit einen Trend einleitet, dem andere Notenbanken folgen werden.

In der Summe zeigen diese Argumente, daß sich die These einer Neuauflage von Bretton Woods nicht halten läßt. Auf Dauer – Bretton Woods funktionierte immerhin mehr als 25 Jahre – ist das heutige Regime nicht tragfähig. Neben den bereits genannten Merkmalen unterscheidet sich die heutige Finanzordnung noch in anderen Punkten von Bretton Woods: Erstens gibt es in Gestalt des Euro eine mit dem Dollar konkurrierende attraktive Reservewährung. Zweitens waren die wichtigsten Mitglieder von Bretton Woods

miteinander auch sicherheitspolitisch – durch die NATO – verbunden; China ist heute in kein Bündnis eingebunden, sondern gilt als militärischer Konkurrent. Drittens schließlich sind die Kooperationsstrukturen im derzeit herrschenden Regime weit weniger solide: So gibt es keine nennenswerte Kooperation zwischen den asiatischen Notenbanken auf der einen Seite und der Federal Reserve auf der anderen.

## Anstieg der staatlichen Defizite

In der Amtszeit von Präsident George W. Bush hat sich der Verschuldungsstand des amerikanischen Staates erheblich verschlechtert. Gegen Ende der Amtszeit Bill Clintons wurden in zwei Jahren Haushaltsüberschüsse erzielt, für die allerdings maßgeblich die Hochkonjunktur der Jahre 1999 und 2000 verantwortlich war. Der Saldo der öffentlichen Haushalte kehrte sich schon im Jahr 2001 ins Negative. Seit dieser Zeit ist die Zahl der Armen in den USA um 4,3 Millionen auf 35,9 Millionen Menschen oder 12,5 Prozent der Bevölkerung angewachsen. Heute haben 45 Millionen Amerikaner keinen Krankenversicherungsschutz. Die Fehlbeträge im Staatshaushalt sind denn auch nicht auf üppige Sozialausgaben zurückzuführen, sondern zu erheblichen Teilen auf Steuererleichterungen im Umfang von 400 Mrd. Dollar, die Präsident Bush vor allem den Wohlhabenden des Landes zukommen ließ.<sup>51</sup>

Die Defizite in den amerikanischen öffentlichen Haushalten sind seit 2001 drastisch gestiegen, selbst im Vergleich zu den öffentlichen Haushalten in Deutschland (vgl. Tabelle 4, S. 20)<sup>52</sup>. Dabei sind auch die aktuellen Defizite von etwa fünf Prozent des Bruttoinlandsprodukts für sich allein nicht besonders beunruhigend. Anlaß zur Besorgnis gibt vielmehr die fragile gesamtwirtschaftliche Lage: Der amerikanische Staat verbucht diese Defizite, obwohl die spekulative Blase an den Börsen nicht beseitigt, die Immobilien Spekulation noch in vollem Gange und die außenwirtschaftliche Flanke der USA verwundbar ist. Mit anderen Worten: Dem amerikanischen Staatshaushalt stehen die schwersten Belastungen erst noch bevor.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat in seiner diesjährigen regelmäßigen Konsultation zur

amerikanischen Fiskalpolitik unerwartet deutliche Worte gefunden. Selbst wenn die optimistischen Annahmen über die Entwicklung der amerikanischen Staatsausgaben zuträfen, sei es notwendig, über spürbare Anhebungen bei den Einnahmen nachzudenken. Im Klartext heißt dies, daß der IWF Steuererhöhungen als fiskalpolitische Option identifiziert hat. Dabei wurden im einzelnen die Erhöhung der Einkommenssteuer durch die Beseitigung von Ausnahmeregelungen, die Erhöhung von Unternehmenssteuern durch vergleichbare Maßnahmen, die Erhöhung von Steuern auf den Verbrauch von Energie oder die Einführung einer Mehrwertsteuer diskutiert.<sup>53</sup>

Für die Fiskalpolitik kann also noch keine Entwarnung gegeben werden. Das Congressional Budget Office hat im August 2003 vor einem kumulierten Haushaltsdefizit von 5.000 Mrd. Dollar in den kommenden zehn Jahren gewarnt. Anders als die Regierung Bush erwartet diese nicht-parteiliche Behörde keinen Rückgang der Defizite in diesem Zeitraum, sondern eher eine hohe Neuverschuldung.<sup>54</sup> Der IWF hat in einem Arbeitspapier ausdrücklich davor gewarnt, die Auswirkungen der amerikanischen Fiskalpolitik auf die Weltwirtschaft zu unterschätzen. Anhaltend hohe Defizite in den USA würden, so der IWF, die Zinsen weltweit in die Höhe zu treiben.<sup>55</sup>

Dabei gibt es jedoch auch Beobachter, die den Befund der problematischen Staatsfinanzen rundweg anzweifeln und auf versteckte Guthaben des Staates verweisen. So rechnet etwa der Ökonom Michael Boskin<sup>56</sup> vor, daß der amerikanische Staat im Jahr

53 Vgl. *International Monetary Fund (IMF)*, United States: 2004 Article IV Consultation – Staff Report, Washington, D.C., Juli 2004 (IMF Country Report Nr. 04/230), S. 21.

54 Vgl. *International Herald Tribune*, 27.8.2003, S. 1 und S. 8.

55 Vgl. Martin Mühlhais/Christopher Towe (Hg.), *U.S. Fiscal Policies and Priorities for Long-Run Sustainability*, Washington, D.C., Januar 2004 (IMF Occasional Paper Nr. 227), S. 10.

56 Nach Boskins Ansicht werden die etwa 400 Mrd. Dollar, die Amerikaner jedes Jahr in Pensionspläne einzahlen, in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung nicht erfaßt, so daß die Sparquote eigentlich höher liegt; *Handelsblatt*, 17.7.2003, S. 6. Bei einem BIP von über 10.000 Mrd. Dollar 2002 würde dies bedeuten, daß die tatsächliche Sparquote knapp 4% höher lag als ausgewiesen und damit sehr viel näher am OECD-Mittel als bisher angenommen. Boskins Rechnung indes ist insofern irreführend, als die Forderungen aus einem umlagefinanzierten Rentensystem in anderen Ländern ebenfalls nicht in die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung einfließen. Die Daten der OECD zur Sparquote von Haushalten sind um nationale Unterschiede in der Erfassung von Sparquoten bereinigt und daher durchaus vergleichbar. Vgl. Fn. zu Tab. 24 im statistischen Anhang des 73. OECD Outlook.

51 Vgl. *International Herald Tribune*, 2.9.2004, S. 6.

52 Vgl. auch Jens van Scherpenberg, *Der geborgte Aufschwung. Die wirtschaftspolitische Bilanz der Regierung Bush 2001–2004*, Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik, Oktober 2004 (S 40/2004).

**Tabelle 4**  
**Öffentliche Verschuldung in den USA, 1991–2004**

Jahr	Neuverschuldung der öffentlichen Haushalte (in % des nominalen BIP)	Öffentliche Verschuldung (in % des nominalen BIP)	Zum Vergleich: Neuverschuldung der öffentlichen Haushalte in Deutschland (in % des nominalen BIP)
1991	-4,3	71,4	-3,0
1992	-5,3	74,0	-2,6
1993	-4,4	75,6	-3,1
1994	-3,5	74,8	-2,4
1995	-2,9	74,2	-3,3
1996	-2,2	73,5	-3,4
1997	-1,2	70,8	-2,7
1998	-0,2	67,6	-2,2
1999	0,1	64,5	-1,5
2000	0,9	58,7	1,3
2001	-0,2	58,7	-2,8
2002	-3,0	60,8	-3,5
2003	-4,5	63,4	-4,1
2004	-5,1	66,0	-3,7

Quelle: OECD, Economic Outlook, (Juni 2004) 75, Statistical Annex. Werte für 2004 sind Prognosen der OECD.

2003 bereits 3.000 Mrd. Dollar an verdeckten Forderungen angehäuft habe: Ursache sind die erst bei Auszahlung besteuerten Renten der amerikanischen Bevölkerung. Diese nachgelagerte Besteuerung bei der kapitalgedeckten Rentenversicherung bietet nach Boskins Ansicht der amerikanischen Fiskalpolitik ein beruhigendes Polster.<sup>57</sup> In den kommenden Jahren, wenn die geburtenstarken Nachkriegsjahrgänge in den Ruhestand treten werden, würde der amerikanische Finanzminister mit vermehrten Steuerzahlungen rechnen können. Demzufolge könne er die gegenwärtige hohe Neuverschuldung beruhigt zulassen.

Boskins Optimismus erscheint aus zwei Gründen unangemessen. Zum einen sind keineswegs sämtliche künftigen Rentner in den USA ausreichend abgesichert. Einer größeren Zahl von gut abgesicherten Rentnern, die durch zusätzliche Steuerzahlungen den Staatssäckel entlasten, steht eine vermutlich große Gruppe gegenüber, die auf staatliche Sozialleistungen angewiesen sein wird. Zum anderen wird die Überalterung der Bevölkerung auch in den USA eine Steigerung der Ausgaben für medizinische Versorgung und Altenpflege zur Folge haben, und diese zusätzlichen Ausgaben werden den Staatshaushalt noch mehr belasten.

<sup>57</sup> Handelsblatt, 17.7.2003, S. 6.

## Optionen zur Beseitigung der Ungleichgewichte

Die wirtschaftliche Entwicklung in den USA ist nicht nachhaltig. Die Amerikaner konsumieren zu viel und sparen zu wenig. Anders als bis zum Jahr 2000 handelt es sich eben nicht darum, daß sich ein Land mit niedriger Sparquote zur Finanzierung von Investitionen im Ausland verschuldet. Die aufgenommenen Kredite fließen zu großen Teilen in den Konsum und werden kaum noch investiver Verwendung zugeführt.<sup>58</sup> Der Kapitalbedarf der USA ist – auch bei Berücksichtigung der Wirtschaftskraft des Landes – nicht mehr als niedrig einzustufen. Ein Leistungsbilanzdefizit von 5 Prozent des BIP bei einer mäßigen Exportbasis von etwa 10 Prozent des BIP ist nicht auf Dauer angelegt. Schon heute beträgt die Außenverschuldung der USA 280 Prozent der jährlichen Exporteinnahmen des Landes und bewegt sich in ähnlichen Größenordnungen wie bei bekannten Problemschuldnern wie Argentinien und Brasilien.<sup>59</sup> Kann die amerikanische Regierung diesen Fehlentwicklungen überhaupt gegensteuern?

Die Regierung hat gemeinsam mit der Zentralbank während der konjunkturellen Flaute der letzten Jahre die Möglichkeiten der Geld- und Fiskalpolitik nahezu ausgeschöpft. Die Steuersenkungen haben das Budget des amerikanischen Staates stark strapaziert. Die Leitzinsen befinden sich auf einem historischen Tiefstand, die realen Zinsen sind auch nach der zweimaligen Erhöhung im Jahr 2004 mit –1,8 Prozent immer noch negativ. In Anbetracht dieser Indikatoren stellt sich die Frage, welche Auswirkungen dieser extrem expansiven Kurs der Geld- und Fiskalpolitik hat und welche Möglichkeiten der amerikanischen Wirtschaftspolitik überhaupt noch zur Verfügung stehen, die aufgezeigten Ungleichgewichte zu beseitigen.

### Geld- und Fiskalpolitik

Die Folgen der bis vor kurzem hochgelobten Politik der amerikanischen Notenbank erweisen sich zunehmend als Bürde. Die Politik extrem niedriger Zinsen, wie sie Notenbankchef Alan Greenspan seit

dem Jahr 2001 verfolgt, hat bestehende Ungleichgewichte nicht korrigiert und zugleich neue Risiken geschaffen.

Die niedrigen Zinsen begünstigen weiterhin Überbewertungen an den Börsen. Den Anlegern fehlt es schlicht an Alternativen, das Kapital verbleibt daher an den Börsen. Zudem wurde – wie gezeigt – durch die Geldpolitik ein Boom auf den Immobilienmärkten gefördert. Diese neue spekulative Blase nährt die Vermögensillusion vieler amerikanischer Bürger und hält sie von einer Anpassung ihrer Konsum- und Spargewohnheiten ab. Darüber hinaus hatten die niedrigen Zinsen in Kombination mit steigenden Ölpreisen sowie dem konjunkturellen Aufschwung ein Anziehen der Inflation zur Folge. Gemessen am sogenannten Konsumentenpreisindex erreichte sie im Juli 2004 einen Wert von 3 Prozent über dem Vorjahresmonat. Angesichts dieser Preisentwicklung sind Anleger in den USA heute vielfach mit negativen Realzinsen konfrontiert, das heißt die Zinssätze sind so niedrig, daß die Zinsen die Geldentwertung nicht mehr kompensieren. Dies wiederum dämpft die Sparneigung.

Die amerikanische Zentralbank hat in der derzeitigen Situation keine andere Wahl, als die Zinsen allmählich wieder zu erhöhen. Im Laufe des Jahres 2004 wurden die Leitzinsen denn auch bereits zweimal um insgesamt 0,5 Prozent heraufgesetzt, eine weitere Straffung der Geldpolitik ist mehr als wahrscheinlich. Die größte Gefahr dieser Entwicklung besteht wohl darin, daß die sich erholende amerikanische Konjunktur abermals gebremst werden könnte, wenn sich Investitionen aufgrund der höheren Kreditkosten rückläufig entwickeln und die Konsumfreudigkeit der Haushalte getrübt wird. Dies wäre in erster Linie auf die bereits erläuterte hohe Verschuldung der privaten Haushalte und die große Bedeutung von Immobilien-, aber auch Aktienvermögen zurückzuführen. Ein Sinken der Preise an den Börsen und auf den Immobilienmärkten hätte infolge steigender Zinsen unmittelbar negative Auswirkungen auf das Konsumverhalten der Haushalte. Zudem schließe sich ein Ansteigen der monatlichen Zinsbelastung direkt auf das verfügbare Einkommen und damit auf die Konsumausgaben nieder.

<sup>58</sup> Vgl. *Roubini/Setser*, *The US as a Net Debtor* [wie Fn. 50].

<sup>59</sup> Ebd., S. 3.

Diese Probleme würden sich noch verschärfen, sähe sich die Zentralbank gezwungen, die Zinsen rascher zu erhöhen. Dieser Fall könnte eintreten, wenn die Inflation schneller als erwartet steigen würde. In Anbetracht der nachlassenden Produktivitätszuwächse und der damit steigenden Reallöhne ist dies nicht ganz unwahrscheinlich.

Ausländische Anleger, die heute amerikanische Staatsanleihen kaufen, geben sich mit sehr niedrigen bis negativen Renditen zufrieden. Sobald sie aber höhere Zinsen fordern, werden die Verbindlichkeiten der USA im Ausland selbst dann zu einem kritischen Faktor, wenn die Anleger an ihren Papieren festhalten. Schon ein Anstieg der Rendite auf amerikanische Staatsanleihen auf nominal sechs Prozent würde innerhalb weniger Jahre das Leistungsbilanzdefizit um ein Prozent erhöhen.<sup>60</sup>

Bei der zukünftigen Gestaltung der Fiskalpolitik sind die Handlungsmöglichkeiten der Regierung ebenfalls stark eingeschränkt. Das Defizit des Bundeshaushalts hat bereits, wie oben erläutert, eine immense Höhe erreicht. Eine Fiskalpolitik, die durch kreditfinanzierte Ausgabenprogramme die Konjunktur weiter zu stützen versuchte, würde die notwendige Korrektur nur hinausschieben. Ausgabenkürzungen hingegen würden sich auf die wirtschaftliche Erholung der amerikanischen Volkswirtschaft unmittelbar auswirken. Insbesondere Einschnitte im Sozial- und Gesundheitswesen könnten die Konsumenten verunsichern, mit der wahrscheinlichen Folge einer Verringerung der Konsumausgaben.

## Dollarkurs

Ein drastisches Sinken des Dollarkurses würde zweifellos zum Abbau der Leistungsbilanzdefizite beitragen. Bei einem deutlich niedrigeren Dollarkurs wäre es für Importeure weniger lukrativ, in die USA zu exportieren. Umgekehrt könnte in diesem Fall die Konkurrenzfähigkeit von amerikanischen Waren auf den Weltmärkten steigen.

Kompliziert würde eine Dollarabwertung deshalb, weil die USA im Ausland verschuldet sind. Zwar schuldet Amerika eigene Währung und muß nicht – wie etwa Brasilien – ein Wechselkursrisiko tragen. Da aber ausländische Anleger die Rentabilität ihrer Anlagen permanent überprüfen, könnten sie ein Sinken des Wechselkurses als Signal zum Ausstieg aus dem

<sup>60</sup> Vgl. *The Economist*, 10.7.2004, S. 65.

Dollar nehmen. Der Hinweis, daß die Entwicklung des Dollarkurses bislang keine Auswirkungen auf die wirtschaftliche Lage der USA gehabt habe, hilft insofern nicht weiter, als asiatische Notenbanken die Märkte für amerikanische Staatsanleihen und den Dollar massiv gestützt haben. Mit anderen Worten: Private Akteure sind schon seit längerem nicht mehr bereit, zu niedrigen Zinsen Dollaranleihen zu kaufen.

Eine Abwertung des Dollars wäre aufgrund der nachlassenden Attraktivität der Währung und der damit verbundenen zurückgehenden Dollarnachfrage unter diesen Umständen nur eine Frage der Zeit. Dies hätte für ausländische Anleger direkte Konsequenzen, weil der Wert ihrer Anlagen, in einheimischer Währung ausgedrückt, sinken würde.

Der IWF hat darauf hingewiesen, daß die Nettoverbindlichkeiten der USA gegenüber dem Ausland schon in wenigen Jahren von gegenwärtig – wie erwähnt – etwa 24 Prozent auf über 40 Prozent des BIP ansteigen werden: ein für ein Industrieland beispielloses Verschuldungsniveau, das wahrscheinlich für einen weiteren Kursverfall des Dollars sorgen wird.<sup>61</sup>

## Internationaler Handel

Die Schwäche des Dollars gegenüber dem Euro hat sich bisher nicht auf die Importnachfrage der Amerikaner ausgewirkt. Dies muß aber keineswegs so bleiben. Die amerikanische Wirtschaft hat gerade in Schwächephasen immer wieder protektionistischen Tendenzen zugeneigt. Ein warnendes Beispiel für eine krisenverschärfende Handelspolitik ist die Politik der USA in den 1930er Jahren.

In den Vereinigten Staaten wurden ohnehin über lange Zeiträume hinweg sehr hohe Importzölle erhoben. Von 1828 bis zum Bürgerkrieg 1861 sanken die Zölle, vor allem weil die Südstaaten die Hochzollpolitik des Nordens nicht unterstützten. Von 1861 bis 1934, also nahezu ein Dreivierteljahrhundert, währte die Hochzollphase, in der die durchschnittliche Zollbelastung zwischen 40 und 50 Prozent betrug.<sup>62</sup> Eine schwere handelspolitische Fehlentscheidung war die Einführung des Hawley-Smoot-Zolltarifs, der 1930 in Kraft trat und für eine weitere Anhebung des Zollniveaus sorgte. In der Folge schrumpften die Export- und Importvolumina der USA zwischen 1929 und

<sup>61</sup> Vgl. *Mühleisen/Towe*, U.S. Fiscal Policies [wie Fn. 55], S. 10.

<sup>62</sup> Vgl. *Douglas Irwin*, *Free Trade under Fire*, Princeton und Oxford: Princeton University Press, 2002, S. 147.

1933 um etwa 50 Prozent.<sup>63</sup> Der Hawley-Smoot-Zoll hat die Große Depression zwar nicht ausgelöst, aber zweifellos zu deren Vertiefung beigetragen.

Eine Abschottungspolitik der USA im Jahr 1929 erschien wenig plausibel. Die Pro-Kopf-Wirtschaftsleistung der unumstritten größten und erfolgreichsten Volkswirtschaft der Welt war 1929 etwa doppelt so hoch wie in Frankreich, Deutschland, Italien und Großbritannien.<sup>64</sup> Die USA waren zudem – anders als heute – Nettogläubiger, hielten also Forderungen an ausländische Schuldner. Handelspolitisch gehörten sie mit einem durchschnittlichen Zoll von 27,5 Prozent im Jahr 1925 zur Gruppe der protektionistischen Staaten.<sup>65</sup> Im Grunde hatte das Land ein ausgeprägtes Interesse daran, eine Verschärfung der Handelspolitik zu vermeiden, weil dies unweigerlich hätte dazu führen müssen, daß Schuldnerländer ihren Schuldendienst nicht mehr hätten leisten können.

Ungeachtet dessen hat der amerikanische Kongreß im Jahr 1930 eine drastische Verschärfung der Einfuhrbestimmungen beschlossen. Ausgangspunkt war der Wahlkampf des Jahres 1929, in dem Herbert Hoover versprochen hatte, die Lage der amerikanischen Bauern zu verbessern. Im Verlauf der Debatte im amerikanischen Kongreß versuchten zahlreiche Abgeordnete, dem Gesetzespaket immer neue Maßnahmen hinzuzufügen. Allein im Senat wurden 1253 Zusatzartikel eingebracht. Das Ergebnis, der Hawley-Smoot-Zolltarif mit 21 000 Positionen, war extrem protektionistisch.<sup>66</sup> Der von den USA geübte Protektionismus regte andere Länder an, ähnliche Restriktionen zu beschließen. Der kumulative Effekt der verschiedenen nationalen Maßnahmen war folgenschwer.<sup>67</sup>

Auch im 21. Jahrhundert ist die Gefahr einer von den USA ausgehenden, die gesamte Weltwirtschaft erfassenden protektionistischen Welle vor dem Hintergrund der gezeigten makroökonomischen Ungleichgewichte sehr real. Träte sie ein, könnten eine Rücknahme wesentlicher Integrationsschritte in der Welt-

wirtschaft, die Bildung regionaler Handelsblöcke wie in den dreißiger Jahren und im Ergebnis das Ende der Globalisierung in ihrer bisherigen Form die Folgen sein.<sup>68</sup> Verschärft wird die Lage noch dadurch, daß gegenwärtig in Amerika ein wirtschaftspolitisches Klima herrscht, in dem in der Tendenz die Globalisierung kritisch bewertet wird.<sup>69</sup> Der politische Widerstand gegen Protektionismus ist vermutlich eher gering, wie nicht zuletzt die jüngsten Erfahrungen belegen: So regte sich gegen die im Jahr 2002 eingeführten und mittlerweile wieder zurückgenommenen Stahlzölle nur sehr verhaltener politischer Widerstand.

Zudem sind die USA – anders als 1930 – heute selber Schuldnerland. Während die Gläubigerländer der USA ein Interesse an offenen Märkten haben, gilt dies folglich weniger für die USA selbst. Darüber hinaus hat die Exportwirtschaft in den USA eine sehr viel geringere Bedeutung als in der Vergangenheit. Betrug das Verhältnis von Exporten zu Importen noch Anfang der neunziger Jahre nahezu 1,0, ist es heute auf unter 0,7 gesunken. Exporte machen nur noch etwa zwei Drittel der Importe aus. Auch deshalb werden innerhalb des amerikanischen politischen Systems protektionistische Initiativen immer wahrscheinlicher.

Dies zeigt sich etwa bei der Betrachtung des transatlantischen Handels. Der Waren- und Dienstleistungshandel mit den Vereinigten Staaten hat für die Länder der Europäischen Union noch immer eine große, wenn auch keine zentrale Bedeutung mehr. EU-Länder exportierten im Jahr 2002 im Volumen von 3,7 Prozent des Bruttoinlandsprodukts in andere OECD-Länder, aber nur 2,6 Prozent in die USA.<sup>70</sup> Wesentlich umfangreicher ist mittlerweile der intraeuropäische Handel, der 2002 16,9 Prozent des BIP der EU-Länder ausmachte. Umgekehrt ist der Umfang amerikanischer Exporte in die Europäische Union relativ unbedeutend. Im Jahr 2002 machten sie lediglich 1,4 Prozent des BIP der USA aus, während die Exporte

<sup>63</sup> Ebd., S. 150.

<sup>64</sup> Vgl. Angus Maddison, *The World Economy in the 20th Century*, Paris: OECD, 1989, S. 19.

<sup>65</sup> Im Gegensatz dazu erhob Großbritannien lediglich einen durchschnittlichen Zoll von 3,0 Prozent. Auch Deutschland (13,5 Prozent) und Frankreich (10,5 Prozent) waren wesentlich offenere Ökonomien als die USA. Vgl. ebd., S. 47.

<sup>66</sup> Vgl. Harold James, *The End of Globalisation. Lessons from the Great Depression*, London/Cambridge, MA: Harvard University Press, 2001, S. 29.

<sup>67</sup> Vgl. Harold James, *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, New York/Oxford: Oxford University Press, 1996, S. 25.

<sup>68</sup> Für eine ausführliche Untersuchung vgl. Heribert Dieter, *Welche Zukunft hat die Globalisierung? Die Weltwirtschaft im Angesicht von Finanzkrisen, Protektionismus und regionalen Handelsblöcken*, Baden-Baden: Nomos, 2005 (in Vorbereitung).

<sup>69</sup> Vgl. Summers, *America Overdrawn* [wie Fn. 37], S. 48.

<sup>70</sup> Die Kategorie »andere OECD-Länder« umfaßt Japan, Kanada, Südkorea, Mexiko, Australien, Neuseeland und die europäischen OECD-Länder.

in andere OECD-Länder ein Volumen von 3,5 Prozent aufwiesen.<sup>71</sup>

In den Ländern der EU haben exportierende Industrien einen hohen Stellenwert, da die Exporte für ihre Wirtschaftsleistung große Bedeutung haben. In den USA hingegen haben die exportierenden Industrien – in Relation zur Wirtschaftsleistung – eine viel geringere Bedeutung. Als Präsident Bush im Jahr 2002 den Zugang zum amerikanischen Markt in einigen Bereichen erschwerte, wurden in den USA nur von Importeuren Einwände erhoben, nicht aber von den wichtigen Exporteuren.<sup>72</sup> Angesichts der vergleichsweise unbedeutenden Exporte der USA in die EU ist von den US-Exporteuren auch nur wenig Widerstand zu erwarten, falls die amerikanische Regierung protektionistische Maßnahmen ergreifen sollte.

**71** Vgl. *OECD, Economic Outlook*, (Juni 2004) 75, Statistical Annex.

**72** Als Reaktion auf die Forderung der Stahlindustrie nach hohen Schutzzöllen listeten die stahlverarbeitenden Branchen im Jahr 1999 die für sie entstehenden Nachteile auf, insbesondere die im Vergleich zu Produzenten im Ausland höheren Stahlpreise. Die sogenannte 40-zu-1-Koalition entstand: 200 000 Stahlarbeitern stehen 8 Millionen Arbeitnehmer in stahlverarbeitenden Branchen gegenüber, deren Arbeitsplätze wegen schwindender Konkurrenzfähigkeit infolge der gestiegenen Stahlpreise gefährdet sein könnten. Vgl. *Irwin, Free Trade under Fire* [wie Fn. 62], S. 82.

## Zwei Szenarien: Schleichende Nachfrageschwäche oder »crash« auf den Finanzmärkten?

Zwei amerikanische Autoren, Wynne Godley und Alex Izurieta, haben im Jahr 2001 Szenarien der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung in den USA entworfen. Ausgangspunkt war die Entwicklung der Leistungsbilanz. Wollte man sie bis 2006 auf Null zurückführen, wären die Folgen für die amerikanische Volkswirtschaft erheblich: Das durchschnittliche Wachstum bis 2006 betrüge dann nur etwa ein Prozent, während die Arbeitslosigkeit auf neun Prozent ansteigen könnte. Hielte die gegenwärtige Entwicklung an, wäre ein höheres Wachstum von durchschnittlich drei Prozent bei gleichbleibendem Negativsaldo der Leistungsbilanz von sechs Prozent des BIP die Folge. Dies erfordere aber einen kontinuierlichen Zustrom ausländischen Kapitals.<sup>73</sup> Mit anderen Worten: Wenn die USA ihre volkswirtschaftlichen Ungleichgewichte beseitigen und insbesondere die hohen Kreditaufnahmen im Ausland zurückführen wollen, dann bedeutet dies unweigerlich eine Abschwächung des Wachstums, große Defizite in den öffentlichen Haushalten und steigende Arbeitslosigkeit.

Allerdings ist auch eine andere, krisenhaftere Entwicklung denkbar. Die britische Zeitschrift *Economist* hat im September 2003 ein düsteres Bild für den Zustand der amerikanischen Wirtschaft im Jahr 2007 gezeichnet:

- ▶ Nach einer Abwertung des Dollars um 40 Prozent innerhalb von zwei Wochen sind die Finanzmärkte zusammengebrochen. Die Finanzminister der wichtigsten Industrieländer versuchen, die Märkte mit Notfallmaßnahmen zu stabilisieren. Ausländisches Kapital wird panikartig aus den USA abgezogen. Der halbstaatliche Immobilienfinanzierer Fannie Mae gibt Verluste bei Derivatengeschäften von 50 Mrd. Dollar bekannt. Zahlreiche Großbanken stehen vor dem Kollaps.
- ▶ Amerikas Handelsbilanzdefizit nähert sich der Schwelle von 800 Mrd. Dollar, das Haushaltsdefizit liegt bei 7 Prozent des BIP. Der Kongreß fordert protektionistische Maßnahmen. Die demokratische

Präsidentenskandidatin Hillary Clinton schlägt einen Zusatzzoll von 25 Prozent auf Einfuhren aus denjenigen Ländern vor, mit denen die USA ein Defizit im bilateralen Handel erwirtschaften.

- Andere Politiker fordern den Austritt aus der WTO.
- ▶ Nach sechs Jahren dürftigen Wachstums wird Amerikas Volkswirtschaft in vielen Teilen der Welt weitgehend abgeschriebe. Der Dollar ist schwach, die Regierung ist mit dem Stopfen von Haushaltslöchern beschäftigt. Die Aufmerksamkeit der Investoren hat sich Europa zugewandt, wo Investitionen und Produktivität dramatisch angestiegen sind. Europa und Ostasien sind nunmehr die Lokomotiven der Weltwirtschaft.<sup>74</sup>

Dieses Szenario mag überzeichnet erscheinen, völlig unrealistisch ist es nicht. Die goldenen neunziger Jahre der amerikanischen Ökonomie waren eine Scheinblüte, auf die eine oder andere Weise müssen die Folgen der Übertreibungen dieser Dekade bewältigt werden. Der *Economist* räumt in seiner Analyse zwar ein, daß die düsteren Prognosen nicht eintreffen müssen, weil die Möglichkeit einer sanften Landung der amerikanischen Ökonomie nicht ausgeschlossen werden kann. Dies gelte aber nur dann, wenn die USA mit den anderen wichtigen Ökonomien kooperierten. Gerade am Vorhandensein dieser notwendigen Bereitschaft zur Kooperation ist jedoch grundlegend zu zweifeln. Die USA sind heute dort angelangt, wo Samuel Huntington sie schon 1999 gesehen hat: Sie sind zu einer einsamen Supermacht geworden.<sup>75</sup> Ob beim Klimaschutz, im Irak-Krieg, bei der Errichtung des Internationalen Strafgerichtshofs oder bei der Debatte über eine Reform der Finanzarchitektur: Die USA haben sich zu Beginn des 21. Jahrhunderts von anderen Akteuren isoliert. Deren Bereitschaft zur währungs- und finanzpolitischen Kooperation mit den USA wird vor allem von der amerikanischen Politik selbst untergraben. Wenn aber keine Zusammenarbeit zwischen den großen Akteuren zustande kommt, könnte es für die Weltwirtschaft sehr turbulent

<sup>73</sup> Vgl. Wynne Godley/Alex Izurieta, *As the Implosion Begins...? Prospects and Policies for the U.S. Economy: A Strategic View*, Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College, 7.8.2001 (Mimeo).

<sup>74</sup> Vgl. *The Economist*, 20.9.2003, Survey World Economy, S. 32.

<sup>75</sup> Vgl. Samuel P. Huntington, *The Lonely Superpower*, in: *Foreign Affairs*, 78 (März/April 1999) 2, S. 35–49.

werden: Bleibt ein Kurswechsel aus, so der *Economist*, ist mit einer Bruchlandung zu rechnen.<sup>76</sup>

Es kann zudem sein, daß weitere Ungleichgewichte entstehen, die sich zu einem späteren Zeitpunkt in einer schweren Krise niederschlagen. Die Alternative wäre ein baldiger Beginn der Korrekturen.<sup>77</sup> Schwaches Wachstum, eine deutliche Abwertung des Dollars und eine geringere Importnachfrage in den USA wären die wichtigsten Konsequenzen dieser Alternative.<sup>78</sup>

Die Erfahrungen anderer Länder lehren, daß nicht zu viel Vertrauen in wirtschafts- und finanzpolitische Maßnahmen zur Überwindung einer spekulativen Blase – ob an den Börsen oder im Immobiliensektor – gesetzt werden sollte. In Großbritannien oder in Japan konnte die Verunsicherung der Konsumenten, die als Folge des Zerplatzens einer spekulativen Blase entstanden war, auch durch eine massive staatliche Verschuldung nicht beseitigt werden.<sup>79</sup> Besonders gravierend stellte sich die Lage in Japan dar, wo zahlreiche staatliche Konjunkturprogramme das Vertrauen der Konsumenten eher schwächten und deren Sparneigung anreizten.<sup>80</sup>

Wie schwierig die wirtschaftspolitische Situation der USA bereits heute ist, zeigt Übersicht 1. Die amerikanische Geld- und Fiskalpolitik hat sich durch Zulassung der Übertreibungen der neunziger Jahre in eine Situation manövriert, in der ihr Arsenal an

Instrumenten zur Gegensteuerung geschrumpft ist. In Ermangelung wirtschaftspolitischer Optionen bleibt allein die Hoffnung, daß weder Panik auf den Finanzmärkten ausbricht noch daß ausländische Akteure abrupt die Finanzierung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits einstellen.

<sup>76</sup> Vgl. *The Economist*, 20.9.2003, S. 34 (»But if nothing changes, get ready for a crash landing«).

<sup>77</sup> Martin Wolf hat den USA in der *Financial Times* bescheinigt, sie befänden sich bereits auf dem Weg in den Ruin; Martin Wolf, *America Is Now on the Comfortable Path to Ruin*, in: *Financial Times*, 18.8.2004, S. 11.

<sup>78</sup> Nicht nur der *Economist* wartet mit düsteren Prognosen der Entwicklung in den USA auf. Auch Paul Krugman zählt die USA zur Gruppe der von einer Wirtschaftskrise bedrohten Länder. Zwar scheut auch er eine zeitliche Prognose und hält es für möglich, daß noch einige Jahre bis zum Ausbruch der Krise vergehen können. Wenn die Krise aber eintreten sollte, sieht Krugman schwere Turbulenzen bis hin zum Verlust der Kreditwürdigkeit des amerikanischen Staates voraus. Vgl. Paul Krugman, *America on the Economic Watch List*, in: *International Herald Tribune*, 15.10.2003, S. 8.

<sup>79</sup> Im Jahr 1989 erzielte Großbritannien noch einen Überschuß im Staatshaushalt von einem Prozent des BIP. Vier Jahre später, nach dem Platzen einer spekulativen Blase im Immobiliensektor, summierten sich die öffentlichen Defizite bereits auf acht Prozent des BIP, ohne daß der Rückgang der Wirtschaftsleistung dadurch gestoppt werden konnte. Vgl. Wolf, *After the Crash* [wie Fn. 5], S. 48.

<sup>80</sup> Vgl. Hanns Günther Hilpert, *Japans endlose Wirtschaftskrise. Perspektiven für Japan und die Weltwirtschaft*, Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik, Dezember 2002 (S 44/02).

## Übersicht 1\*

## Dilemmata der amerikanischen Wirtschaftspolitik

<i>Problemfeld</i>	<i>Denkbare Maßnahmen</i>	<i>Mögliche unerwünschte Nebenwirkungen</i>
Spekulative Blase an den Börsen	(a) Restriktive Geldpolitik, das heißt deutliche Erhöhung des Realzinsniveaus	Abbau der Vermögensillusion privater Konsumenten, damit Rückgang der privaten Nachfrage
	(b) Strukturelle Reformen der Börsen und stärkere Ahndung von Insidergeschäften	Abwanderung von Akteuren auf unregulierte Offshore-Finanzplätze
Spekulative Blase am Immobilienmarkt	(a) Restriktive Geldpolitik	Abbau der Vermögensillusion privater Konsumenten, damit Rückgang der privaten Nachfrage
	(b) Stärkere Überwachung der Hypothekenfinanzierer, vor allem Freddie Mac und Fannie Mae	Kurzfristig Gefährdung der Stabilität des nationalen und internationalen Finanzsystems
Unzureichende private Sparquote	(a) Restriktive Geldpolitik	Erhöhung der Zinsbelastung verschuldeter privater Haushalte, damit Rückgang der privaten Nachfrage
	(b) Steuerliche Anreize für private Ersparnis	Einnahmeausfälle für den Staatshaushalt und Dämpfung der privaten Nachfrage
Übermäßige hohe private Verschuldung	(a) Dämpfung der Kreditaufnahme durch hohe Realzinsen	Hoher Zinsdienst, Dämpfung der privaten Nachfrage und Anstieg der privaten Insolvenzen
	(b) Reduzierung des Zinsdienstes durch Senkung der nominalen Zinsen	Weiterer Anstieg der privaten Verschuldung
Staatliche Budgetdefizite	Restriktive Fiskalpolitik	Dämpfung der staatlichen und privaten Binnennachfrage
Leistungsbilanzdefizite und Kapitalimporte	(a) Förderung der Exporte durch Abwertung des Dollars	Gefahr der Panik ausländischer Investoren und sich selbst verstärkender Effekte auf den Devisen- und Finanzmärkten
	(b) Senkung der Importe durch Zölle und nicht-tarifäre Handelshemmnisse	Gegenmaßnahmen im Ausland und weltweite Zunahme des Protektionismus
	(c) Beschränkungen des Kapitalzuflusses	Schockartiger Anpassungsprozeß bei Staat und privaten Haushalten zur Schließung der Sparlücke; Gefahr des Abzugs von ausländischem Kapital

\* In der Übersicht soll kein vollständiges Bild der Problemfelder in der amerikanischen Wirtschaft gezeichnet werden. So fehlt der Bereich der Sozialversicherungen vollständig. Zweck dieser Übersicht ist die Verdeutlichung der Dilemmata, mit denen die amerikanische Regierung in den nächsten Jahren konfrontiert sein wird.

## Konsequenzen für die Weltwirtschaft und Schlußbemerkungen

Herbert Stein, Vorsitzender des Rates der Wirtschaftsweisen während der Präsidentschaft von Richard Nixon, hat vor vielen Jahren nüchtern die Endlichkeit von Ungleichgewichten in der Ökonomie betont: *Things that can't go on forever, don't*. Zu deutsch: Was nicht ewig weitergehen kann, geht irgendwann zu Ende. Dies ist auch die wichtigste Botschaft dieser Studie: Anhaltende Fehlentwicklungen werden über kurz oder lang korrigiert werden müssen. Ein Hinauschieben der Anpassung wird letztlich nur dazu führen, daß der Anpassungsschock um so gravierender ausfällt.

In den letzten zehn Jahren wähten sich die Amerikaner reicher, als sie es tatsächlich waren, gaben entsprechend viel aus und ließen sich ihren exzessiven Konsum vom Rest der Welt finanzieren. Die unvermeidliche Spätfolge dieses kreditfinanzierten Konsumgelages wird sein, daß Amerika weniger, der Rest der Welt dafür mehr konsumieren müssen, wenn eine schwere weltweite Rezession vermieden werden soll.<sup>81</sup>

Die weitere Entwicklung der Weltwirtschaft kann folglich krisenhaft sein, sie muß es aber nicht. Von den Negativmeldungen aus den USA aufgeschreckt, könnte eine weltweite Nachfrageschwäche entstehen, die weder Europa noch Ostasien ausspart. Die Verschärfung des amerikanischen Protektionismus würde in einer weltweit zu verzeichnenden Unterbrechung der Liberalisierung des Welthandels und in der Bildung von regionalen Handels- und Wirtschaftsblöcken resultieren. Dieses Szenario ist zudem mit erheblichen sicherheitspolitischen Risiken verbunden, weil eine abnehmende wirtschaftliche Verflechtung vermehrt militärische Konflikte nach sich ziehen könnte. Erinnerung sei an das oben (S. 17) genannte Muster eines militärischen Konflikts zwischen China und den USA wegen taiwanesischer Unabhängigkeitsbestrebungen.

Aber selbst bei einer schweren Krise in den USA muß dieses pessimistische Szenario nicht zwangsläufig eintreten. So ist denkbar, daß eine Krise in Amerika eine Stärkung der beiden anderen großen Regionen der Weltwirtschaft bewirken wird. Ostasien

und die Europäische Union könnten die Nutznießer einer anhaltenden Flaute in Amerika sein. Wie dies sein kann, zeigt ein Blick in die jüngere Wirtschaftsgeschichte: Der Niedergang zweier Wirtschaftswunderländer in Asien führte nämlich gerade nicht zu einer Krise in Amerika und Europa, sondern zu einem Boom in diesen Regionen. Weder die Krise in Japan nach 1991 noch die Asienkrise von Mitte 1997 an haben – trotz aller Interdependenzen – eine Weltwirtschaftskrise ausgelöst. Allerdings wird dieses zweite Szenario nicht ohne entschlossene und umsichtige wirtschaftspolitische Entscheidungen realisiert werden können. Hier seien nur die wichtigsten Maßnahmen aufgezählt:

- ▶ Indien, China und Japanbürden die Lasten des sinkenden Dollars bislang allein den Europäern auf. Um scharfe wirtschaftspolitische Reaktionen in Europa (Protektionismus, Selbstbeschränkungsabkommen wie in den achtziger Jahren) zu vermeiden, müßten diese Länder ein Interesse an einer Teilung der Lasten aus der Abwertung des Dollars haben. Deshalb ist es sinnvoll, schon heute über eine währungspolitische Kooperation zwischen Ostasien und Europa nachzudenken. Ostasiatische Akteure, vor allem China, sollten angesichts der zu erwartenden weiteren Dollarabwertung die Bindung der eigenen Währung an den Dollar durch die Bindung an einen Währungskorb ersetzen. Japan hat in der Vergangenheit sehr große Anstrengungen unternommen, um den Yen gegenüber dem Dollar nicht aufwerten zu lassen. Diese Strategie, die in der Tradition der protektionistischen Politiken früherer Dekaden steht, ist jedoch nicht nachhaltig.
- ▶ Ostasien und Europa können mit einer gemeinsamen Kampagne die liberale Welthandelsordnung stärken. Kontraproduktiv wäre es, wenn ostasiatische Länder und die EU im Falle von protektionistischen Maßnahmen der USA ihrerseits den internationalen Handel erschweren würden. Die Abschottungspolitik in den dreißiger Jahren sollte mahnendes Beispiel bleiben. Ein liberales Welthandelsregime kann nicht durch bilaterale oder regionale Handelsabkommen gewährleistet werden, sondern erfordert die tatkräftige Förde-

<sup>81</sup> Vgl. John Kay, *America's Borrowing Bonanza Will End in Tears*, in: *Financial Times*, 26.5.2004, S. 15.

zung der multilateralen Ordnung und der Welt-handelsorganisation.<sup>82</sup>

- ▶ Die Abhängigkeit einiger Ökonomien von Exporten in die USA sollte durch Diversifizierung reduziert werden. Dies gilt insbesondere für die großen ost-asiatischen Volkswirtschaften.
- ▶ Die europäischen Ökonomien, aber auch Japan, sind gefordert, die Binnennachfrage nachhaltig zu stärken. Da es sich etwa im Falle Deutschlands und Japans nicht allein um faktische ökonomische Probleme handelt, sondern um weitverbreitete Fehleinschätzungen der eigenen wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit, ist dieses Ziel allerdings nicht kurzfristig zu erreichen. Unternehmen aus europäischen Volkswirtschaften können sich – anders als solche aus den USA – auf den Weltmärkten sehr gut behaupten. Gerade in Deutschland ist die Gering-schätzung der eigenen Leistungsfähigkeit gepaart mit einer ausgeprägten Zukunftsangst, und die daraus resultierende Einstellung treibt die Spar-quote der privaten Haushalte immer weiter nach oben. Im Jahr 2004 liegt sie in Deutschland bei fast 11 Prozent und beträgt damit das Dreifache des Wertes der USA.<sup>83</sup> Zu dieser Fehleinschätzung der eigenen Konkurrenzfähigkeit auf dem Weltmarkt paßt die Unterstellung, die europäischen Volkswirtschaften seien den USA in wirtschaftlicher Hinsicht unterlegen. Diese These hält einer Überprüfung nicht stand, insbesondere dann nicht, wenn man Veränderungen infolge von Zuwanderung berücksichtigt und auf Pro-Kopf-Basis rechnet.<sup>84</sup>

Die Untersuchung der Risikofelder der amerikanischen Ökonomie hat deutlich gezeigt, daß der

<sup>82</sup> Vgl. Heribert Dieter, Abschied vom Multilateralismus? Der neue Regionalismus in der Handels- und Finanzpolitik, Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik, Februar 2003 (S 4/03).

<sup>83</sup> Vgl. OECD, Economic Outlook, (Juni 2004) 75.

<sup>84</sup> In zehn Jahren, von 1985 bis 1994, wuchsen die Volkswirtschaften der EU pro Kopf und Jahr real um 2,1 Prozent, während die Wirtschaft der USA nur ein reales jährliches Pro-Kopf-Wachstum von 1,8 Prozent zu verzeichnen hatte. In der folgenden Dekade, von 1995 bis 2004, haben die USA nach IWF-Daten ein reales Pro-Kopf-Wachstum von 2,1 Prozent zu verzeichnen, die Volkswirtschaften der EU von 2,0 Prozent. Der Unterschied bei den Wachstumsraten betrug also selbst in diesem Zeitraum, der die Phase des stürmischsten Wachstums der USA einschließt, lediglich 0,1 Prozent pro Jahr und liegt damit im Bereich statistischer Ungenauigkeiten. Vgl. IMF, World Economic Outlook, September 2003, S. 178, im Internet: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/02/index.htm>>.

Höhenflug des vergangenen Jahrzehnts nicht von Dauer sein kann. Die Börse ist noch immer überbewertet, die Immobilienpreise auf gefährlich hohem Niveau, die privaten Haushalte stark verschuldet, die privaten Ersparnisse zu niedrig, die Defizite im Staatshaushalt zu hoch und – last but not least – die Abhängigkeit von ausländischem Kapital zu ausgeprägt. Unklar ist, wie bei nahezu allen ökonomischen Prognosen, der genaue Verlauf des unvermeidlichen Anpassungsprozesses. Amerikas Wirtschaft wird einen von zwei Pfaden einschlagen:

- ▶ Entweder hält die Finanzierung von Defiziten durch die asiatischen Notenbanken noch eine gewisse Zeit an. Dies würde bedeuten, daß die asiatischen Währungen eher unterbewertet bleiben. Zugleich würde die Auslandsverschuldung Amerikas ein Niveau erreichen, das historisch ohne Beispiel wäre: das Verhältnis von Außenverschuldung zum BIP würde zwischen 46 und 63 Prozent und damit weit oberhalb der Schwellenwerte liegen, die in der Vergangenheit als kritisch betrachtet worden sind. Amerika würde immer abhängiger von asiatischen Notenbanken, und der anhaltende Wettbewerbsdruck würde die Gefahr eines protektionistischen Rückschlags in Amerika erhöhen.
- ▶ Falls aber die asiatischen Notenbanken aufhören, niedrig verzinste Staatsanleihen zu kaufen, wird es zu einer rascheren Anpassung kommen, die sich entweder in einem starken Fall des Dollars oder in einem steilen Anstieg der Zinsen niederschlagen würde.

Die wirtschaftspolitische Misere in den USA, die durch verfehlte Fiskalpolitik, zu lockere Geldpolitik, niedrige private Ersparnis und hohe Kreditaufnahme im Ausland entstanden ist, kann nicht von heute auf morgen überwunden werden. Gerade deshalb ist es wichtig, daß die EU, Ostasien und die USA ihre geld- und währungspolitische Kooperation in den kommenden Jahren intensivieren, um die Entstehung von Turbulenzen zu verhindern, die letzten Endes allen drei Regionen schaden würden.

# Anhang

## Literatur

- Baker, Dean, Too Much Bubbly at the Fed? The New York Federal Reserve Board's Analysis of the Run-Up in Home Prices, Washington, D.C.: CEPR, 29.7.2004 (Working Paper)
- The Run-Up in Home Prices: Is It Real or Is It Another Bubble?, Washington, D.C.: CEPR, 2.8.2002 (Working Paper)
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Jahresbericht, Basel, verschiedene Jahrgänge
- Davis, Mike, Phönix im Sturzflug. Zur politischen Ökonomie der Vereinigten Staaten in den achtziger Jahren (Originaltitel: Prisoners of the American Dream, London: Verso, 1986), Berlin: Rotbuch-Verlag, 1986
- Dieter, Heribert, Welche Zukunft hat die Globalisierung? Die Weltwirtschaft im Angesicht von Finanzkrisen, Protektionismus und regionalen Handelsblöcken, Baden-Baden: Nomos, 2005 (in Vorbereitung)
- Abschied vom Multilateralismus? Der neue Regionalismus in der Handels- und Finanzpolitik, Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik, Februar 2003 (S 4/03)
- Dooley, Michael P./Folkerts-Landau, David/Garber, Peter, An Essay on the Revived Bretton Woods System, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), September 2003 (NBER Working Paper 9971)
- Evans, Trevor, Die Rolle finanzieller Faktoren im US-amerikanischen Wirtschaftsboom der 90er Jahre, in: Prokla, 31 (2001) 1, S. 31–45
- Gilpin, Robert, The Challenge of Global Capitalism. The World Economy in the 21st Century, Princeton: Princeton University Press, 2000
- Godley, Wynne/Izurrieta, Alex, As the Implosion Begins...? Prospects and Policies for the U.S. Economy: A Strategic View, Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College, 7.8.2001 (Mimeo)
- Größl-Gschwendtner, Ingrid, Zahlungsbilanz und Wechselkursstheorie, München/Wien: Oldenbourg, 1991
- Huntington, Samuel P., The Lonely Superpower, in: Foreign Affairs, 78 (März /April 1999) 2, S. 35–49
- IMF, World Economic Outlook, Washington, D.C., September 2003, im Internet: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/02/index.htm>>
- World Economic Outlook, Washington, D.C., April 2003, im Internet: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/01/index.htm>>
- Irwin, Douglas, Free Trade under Fire, Princeton/Oxford: Princeton University Press, 2002
- Issing, Ottmar, Why Stable Prices and Stable Markets Are Important and How They Fit Together, Paper presented at the First Conference of the Monetary Stability Foundation, Frankfurt a.M., 5.12.2002, im Internet: <[http://www.ecb.int/key/02/sp021205\\_1.pdf](http://www.ecb.int/key/02/sp021205_1.pdf)>
- James, Harold, The End of Globalisation. Lessons from the Great Depression, London/Cambridge, MA: Harvard University Press, 2001
- International Monetary Cooperation since Bretton Woods, New York/Oxford: Oxford University Press, 1996
- Kay, John, America's Borrowing Bonanza Will End in Tears, in: Financial Times, 26.5.2004, S. 15
- Kennedy, Paul, The Rise and Fall of the Great Powers: Economic Change and Military Conflict from 1500 to 2000, New York: Vintage Books, 1989
- Kindleberger, Charles, Manias, Panics, and Crashes, New York: Basic Books, 1978
- Krugman, Paul, America on the Economic Watch List, in: International Herald Tribune, 15.10.2003, S. 8
- Levitt, Arthur, Jr./Breedon, Richard C., Our Ethical Erosion, in: The Wall Street Journal, 4.12.2003, S. 12
- McCarthy, Jonathan/Peach, Richard W., Are Home Prices the Next "Bubble"?, in: Economic Policy Review (im Erscheinen), <<http://www.ny.frb.org/research/epr/forthcoming/mccarthy.pdf>>
- Maddison, Angus, The World Economy. A Millennial Perspective, Paris: OECD, 2001
- The World Economy in the 20th Century, Paris: OECD, 1989
- Mühleisen, Martin/Towe, Christopher (Hg.), U.S. Fiscal Policies and Priorities for Long-Run Sustainability, Washington, D.C., Januar 2004 (IMF Occasional Paper Nr. 227)
- OECD, Economic Outlook, (Juni 2004) 75, Statistical Annex

- Roubini, Nouriel/Setser, Brad*, The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances, September 2004, im Internet: <<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf>>
- Shiller, Robert*, Irrational Exuberance, Princeton: Princeton University Press, 2000
- Summers, Lawrence*, America Overdrawn, in: Foreign Policy, (Juli/August 2004), S. 46–49
- Williamson, John/Griffith-Jones, Stephany/Gottschalk, Ricardo*, Should Capital Controls Have a Place in the Future International Monetary System? Paper prepared for the International Monetary Convention organised by the Reinventing Bretton Woods Committee, Madrid, 13.–14.5.2003
- Wolf, Martin*, Why the US Current Account Deficit Is a Cause for Concern, in: Financial Times, 25.8.2004, S. 11
- America Is Now on the Comfortable Path to Ruin, in: Financial Times, 18.8.2004, S. 11
  - After the Crash, in: Foreign Policy, (September/Oktober 2000), S. 46–52

## Abkürzungen

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
CEPR	Center for Economic and Policy Research (Washington, D.C.)
IMF	International Monetary Fund
IWF	Internationaler Währungsfonds
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
NATO	North Atlantic Treaty Organization
NBER	National Bureau of Economic Research (Cambridge, MA)
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
S&P	Standard & Poor's
WTO	World Trade Organization