

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

Working Paper

Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten: Ein Risiko für die Weltwirtschaft und für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland?

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 432/433

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Dovern, Jonas; Meier, Carsten-Patrick; Scheide, Joachim (2006) : Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten: Ein Risiko für die Weltwirtschaft und für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland?, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 432/433, ISBN 389456282X, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/3888>

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.

**Das hohe Leistungsbilanzdefizit der
Vereinigten Staaten: Ein Risiko für die
Weltwirtschaft und für die wirtschaftliche
Entwicklung in Deutschland?**

Jonas Dovern, Carsten-Patrick Meier und Joachim Scheide

Jonas Dovern

Institut für Weltwirtschaft
24100 Kiel
Telefon: +49/431/8814-266
E-Mail: jonas.dovern@ifw-kiel.de

Carsten-Patrick Meier

Institut für Weltwirtschaft
24100 Kiel
Telefon: +49/431/8814-267
E-Mail: carsten-patrick.meier@ifw-kiel.de

Joachim Scheide

Institut für Weltwirtschaft
24100 Kiel
Telefon: +49/431/8814-264
E-Mail: joachim.scheide@ifw-kiel.de

KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE

Herausgegeben vom Institut für Weltwirtschaft
24100 Kiel
Tel: +49/431/8814-1; Website: <http://www.ifw-kiel.de>

Schriftleitung:

Prof. Dr. Harmen Lehment
Tel: +49/431/8814-232; E-Mail: harmen.lehment@ifw-kiel.de

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

ISSN 0455-0420

ISBN 3-89456-284-6

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel 2006.

Alle Rechte vorbehalten. Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es auch nicht gestattet, das Werk oder Teile daraus in irgendeiner Form (Fotokopie, Mikrofilm oder einem anderen Verfahren) zu vervielfältigen oder unter Verwendung elektronischer Systeme zu verarbeiten oder zu verbreiten.

Inhalt

Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten: Ein Risiko für die Weltwirtschaft und für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland?	3
Zweifel an den Zahlen und die These der „dark matter“	5
Das Leistungsbilanzdefizit reflektiert nachvollziehbare Entscheidungen der Marktteilnehmer	6
Marktkräfte wirken auf ein langfristig tragfähiges Leistungsbilanzdefizit hin	10
Wie könnte eine „geordnete“ Anpassung an ein langfristig tragfähiges Defizit aussehen?	12
Auswirkungen eines Rückgangs des Sparvolumens	13
Andere Anpassungskanäle	18
Welche Risiken birgt die gegenwärtige Situation?	20
Turbulenzen an den Finanzmärkten	20
Ein kräftiger Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten	23
Weitere Risiken	25
Schlussfolgerungen: Auswirkungen für die deutsche Wirtschaft hängen von der Art der Anpassung ab	25
Literaturverzeichnis	27

Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten: Ein Risiko für die Weltwirtschaft und für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland?

Jonas Dovern, Carsten-Patrick Meier und Joachim Scheide

Zusammenfassung:

Das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten ist in seiner gegenwärtigen Höhe von 6 ½ Prozent des Bruttoinlandsprodukts dauerhaft nicht tragfähig. Verschiedene weltwirtschaftliche Entwicklungen wirken allerdings darauf hin, dass sich das Defizit langfristig auf ein tragfähiges Niveau verringert; die Anpassung kann jedoch noch geraume Zeit in Anspruch nehmen. Wir erwarten, dass sich die Anpassung ohne große Verwerfungen vollzieht. In diesem Fall wäre nicht mit einer nennenswerten Beeinträchtigung der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland zu rechnen; möglicherweise könnte Deutschland dabei sogar gewinnen. Sollte es dagegen zu Finanzmarkt-turbulenzen oder zu einem Erstarren des Protektionismus in den Industrieländern kommen, was sich nicht ausschließen lässt, so würde voraussichtlich auch die Wirtschaftsentwicklung in Deutschland in Mitleidenschaft gezogen.

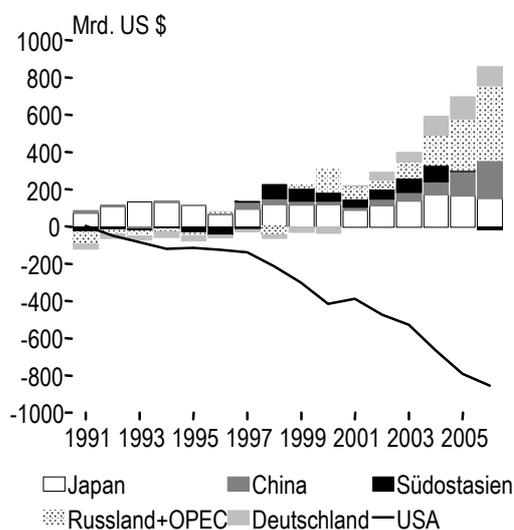
Das amerikanische Leistungsbilanzdefizit hat sich in den vergangenen 15 Jahren kontinuierlich vergrößert und erreicht in diesem Jahr wahrscheinlich einen Stand von rund 800 Mrd. US-Dollar; das entspricht rund 6 ½ Prozent des Bruttoinlandsprodukts (Abbildung 1). Mit den Defiziten hat die Auslandsverschuldung der Vereinigten Staaten erheblich zugenommen. Nach den Daten des Bureau of Economic Analysis (2006a) ist die Netto-Auslandsvermögensposition seit dem Jahr 1986 negativ. Ende 2005 lag die Verschuldung der Vereinigten Staaten bei rund 2,7 Bill. US-Dollar; in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sind dies rund 21 Prozent.

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

In dem hohen Defizit der Vereinigten Staaten sehen viele Beobachter eines der größten Risiken für die Weltwirtschaft: Das Defizit könne

Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten

Abbildung 1:
Leistungsbilanzsalden ausgewählter Länder und Regionen
1991–2006^a



^aPrognose für 2006.

Quelle: NIESR (2006b); eigene Berechnungen.

nicht auf Dauer bestehen, sei also nicht nachhaltig, denn die Auslandsverschuldung könne nicht permanent steigen; früher oder später müsse eine Korrektur des „Ungleichgewichts“ einsetzen, die über eine massive Abwertung des US-Dollar und/oder einen massiven Konjunkturunbruch in den Vereinigten Staaten die wirtschaftliche Entwicklung in der übrigen Welt erheblich beeinträchtigen oder sogar zu einer Weltrezession führen könnte.¹ Allerdings gibt es weder aus theoretischer noch aus empirischer Sicht einen Konsens darüber, wie hoch das Niveau der Verschuldung maximal sein kann bzw. ab wann eine Korrektur einsetzt. Dies lässt sich nicht einmal am Beispiel von weniger entwickelten Staaten zeigen, die in der Vergangenheit aus verschiedenen Gründen in eine Verschuldungskrise geraten sind. Darüber hinaus gibt es eine Reihe von entwickelten Industrienationen, die eine Auslandsverschuldung aufweisen, die

gemessen am jeweiligen Bruttoinlandsprodukt sogar mehr als doppelt so hoch ist wie die der Vereinigten Staaten. Dazu gehört Australien. Eine Diskussion über ein mögliches „Problem“ findet in diesen Ländern selbst allerdings kaum statt (DeBelle 2006), und auf internationaler Ebene spielt deren Auslandsverschuldung so gut wie keine Rolle; jedenfalls gibt es keine Risikoszenarien, wie sie von zahlreichen nationalen und internationalen Institutionen für die Vereinigten Staaten beschrieben werden. Freilich ist das amerikanische Defizit absolut betrachtet um ein Vielfaches höher.

Alles in allem wird die Debatte über das amerikanische Leistungsbilanzdefizit durchaus kontrovers geführt. Auf diese Diskussion soll im Folgenden eingegangen werden. Die Besorgnis über das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten hat nicht zuletzt mit dessen schierem Ausmaß zu tun. Dieses ist allerdings umstritten. Daher wird zunächst auf die statistischen Messprobleme im Zusammenhang mit dem Defizit eingegangen. Anschließend wird dargestellt, was die mutmaßlichen Gründe für das hohe Defizit sind. Viele Ökonomen, auch wir, argumentieren, dass die Ersparnisse in vielen Ländern außerhalb der Vereinigten Staaten eine bedeutende Rolle spielen; aus einer Reihe von speziellen Faktoren, die in den vergangenen Jahren zusammenkamen, sind sie deutlich gestiegen, und als Konsequenz ergab sich das hohe Defizit der Vereinigten Staaten. Daneben hat der Wachstumsabstand zwischen den Vereinigten Staaten und den übrigen Industrieländern zum Anstieg beigetragen. Ausgehend von dieser Diagnose wird dann diskutiert, wie die Anpassung an ein langfristig tragfähiges Defizit aussehen könnte und welche Anpassung damit insbesondere für Deutschland und für den Euroraum verbunden ist. Die Wirkungen denkbarer Anpassungsprozesse auf Deutschland und auf den Euroraum werden mithilfe von Simulationen mit einem makroökonomischen Modell der Weltwirtschaft quantifiziert. Im letzten Abschnitt werden die Ergebnisse zusammengefasst und Schlussfolgerungen für die weltwirtschaftliche Entwicklung gezogen.

¹ Eine Extremposition dieser Variante vertritt beispielsweise Kotlikoff (2006: 3), der eine wesentliche Ursache für das Defizit in der hohen impliziten Staatsverschuldung und in der geringen Ersparnis sieht: „... any day now, we’re going to see the bond and stock markets crash, interest rates soar, the dollar plunge, and inflation take off ...“.

Zweifel an den Zahlen und die These der „dark matter“

Bereits in den achtziger Jahren des vorigen Jahrhunderts entzündete sich eine Debatte über die „richtige“ Messung der Auslandsverschuldung. Anlass war auch damals die Situation in den Vereinigten Staaten, denn nach den amtlichen Zahlen wurden die Vereinigten Staaten in jenen Jahren zum Nettoschuldner, nachdem das Leistungsbilanzdefizit über Jahre hinweg groß gewesen war. Einige Autoren zweifelten an der Aussagefähigkeit der veröffentlichten Zahlen über die Auslandsverschuldung. Zwar wurde die Existenz von Leistungsbilanzdefiziten und damit die Veränderung der Auslandsvermögensposition nicht bestritten.² Wohl aber hielten viele Beobachter es für falsch, die Vereinigten Staaten als Nettoschuldner anzusehen, denn paradoxerweise erhielten die USA weiterhin Nettokapitalerträge aus dem Ausland.³ In der Folge ging auch das Bureau of Economic Analysis dazu über, die Methoden für die Messung der Anlagen zu überprüfen und zu ändern (Landefeld und Lawson 1991). Während zuvor vielfach nur Buchwerte („historische Kosten“) von Anlagen berücksichtigt wurden und die Verschuldung als sehr hoch ausgewiesen wurde⁴, weist das Amt die Statistiken zum Auslandsvermögen seit einiger Zeit nach zwei anderen Bewertungsmethoden aus, nämlich nach Wiederbeschaffungskosten („laufende Kosten“) und nach Marktwerten.⁵ Allerdings ist der Unterschied bei der Auslandsverschuldung nicht sehr groß, zu Marktpreisen war sie im Jahr 2005 lediglich um rund 140 Mrd. US-Dollar (also rund 5 Prozent) geringer als auf Basis der laufenden Kosten. Unabhängig von der Bewertungsmethode bleibt es also dabei, dass die

² Definitionsgemäß entspricht der Leistungsbilanzsaldo in der Regel der Veränderung der Auslandsvermögensposition.

³ Vgl. die Diskussion bei Gundlach et al. (1990).

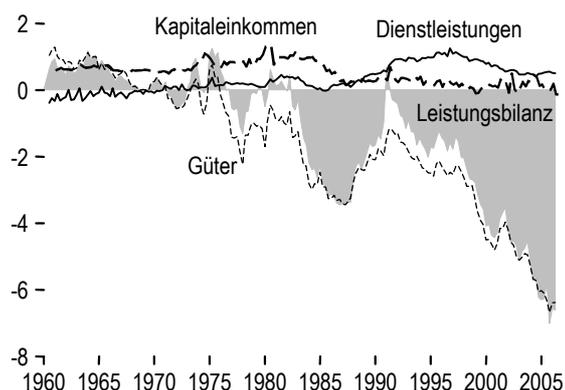
⁴ Ein Beispiel: Damals wurden die Goldreserven der Vereinigten Staaten zu historischen Preisen bewertet. Ihr Wert erhöhte sich um rund 100 Mrd. US-Dollar, wenn laufende Preise verwendet wurden.

⁵ Vgl. die Erläuterungen in BEA (2006a:2).

Nettoauslandsverschuldung der Vereinigten Staaten hoch ist und mehr als 20 Prozent des Bruttoinlandsprodukts ausmacht.

Doch diese Art der Berechnung wird von verschiedener Seite bezweifelt. So verweisen Hausmann und Sturzenegger (2006) darauf, dass die Vereinigten Staaten seit vielen Jahren – wenn auch zuletzt abnehmende – Nettoerträge aus Auslandsanlagen erzielen (Abbildung 2). Sie vertreten daher folgende (naheliegende) These: Wenn das Vermögen, das im Ausland gehalten wird, mehr Ertrag abwirft als das Vermögen, das Ausländer in den USA halten, muss es tatsächlich mehr wert sein – es sei denn, man unterstellt eine unterschiedliche Verzinsung. Ihre Schlussfolgerung lautet: Das Auslandsvermögen wird nicht vollständig erfasst; offenbar exportieren die Vereinigten Staaten in großem Umfang Leistungen, die in der Statistik nicht erscheinen. Analog zur Physik verwenden sie den Begriff der dunklen Materie („dark matter“).⁶ Aus der Höhe der Nettokapitaleinkommen aus dem Ausland schließen sie deshalb auf die Höhe der Nettoauslandsvermögensposition. Im Endergebnis sind die Vereinigten Staaten nicht Nettoschuldner, sondern sogar Nettogläu-

Abbildung 2:
Komponenten der Leistungsbilanz der Vereinigten Staaten
1960–2006



Quelle: Bureau of Economic Analysis (2006b); eigene Berechnungen.

⁶ Dunkle Materie ist Materie, die nicht direkt beobachtbar ist, weil sie keine optische oder elektromagnetische Strahlung aussendet. Sie interagiert ausschließlich mit sichtbarer Materie.

biger.⁷ Die „richtig“ berechnete Leistungsbilanz hat danach in der Vergangenheit also einen Überschuss und kein Defizit ausgewiesen. Mehrere Faktoren, welche die dunkle Materie ausmachen können, werden genannt (Hausmann und Sturzenegger 2006: 12). So kann es sein, dass die Direktinvestitionen der Vereinigten Staaten im Ausland mit dem Export von Know-how verbunden sind, welches hohe Erträge abwirft. Ferner werden möglicherweise Versicherungs- und Bankdienstleistungen durch die offizielle Statistik nicht vollständig erfasst. Vor dem Hintergrund der Analysen zur dunklen Materie stellt sich die Frage nach den globalen Ungleichgewichten gar nicht. Wäre die These korrekt, gäbe es also überhaupt keinen Anlass zur Sorge, das offiziell ausgewiesene US-Leistungsbilanzdefizit müsse drastisch korrigiert werden und dies könne gravierende Anpassungen im Rest der Welt auslösen. Allerdings wird die These der „dark matter“ von anderen Autoren bestritten oder zumindest relativiert. So kommt Buiters (2006) in seiner Analyse zu dem Ergebnis, dass der Export von schwarzer Materie wesentlich geringer sei als von den Autoren berechnet. „Nachweisen“ lasse sich weniger als ein Sechstel (maximal also 500 Mrd. US-Dollar), wahrscheinlich sogar deutlich weniger.

Einer alternativen Erklärung zufolge könnten die positiven Nettoerträge aus US-Auslandsanlagen ein Indiz dafür sein, dass die durchschnittliche Verzinsung auf amerikanische Auslandsanlagen höher ist als die von ausländischen Anlagen in den Vereinigten Staaten. Ein Grund dafür könnte sein, dass Amerikaner nicht nur bei Inlandsanlagen, sondern auch bei Anlagen im Ausland in stärkerem Umfang als Investoren aus anderen Ländern Sachkapital oder Aktien erwerben, also Anlageformen, die zwar ein höheres Risiko, aber auch eine höhere Verzinsung aufweisen als Staatsanleihen. Gourinchas und Rey (2005a) schätzen den Renditevorteil von US-Auslandsanlagen im Zeitraum

von 1973 bis 2004 auf immerhin 3,3 Prozentpunkte. Meissner und Taylor (2006) kommen für die 1960er Jahre ebenfalls auf einen Renditevorteil in dieser Größenordnung; ihrer Analyse zufolge ist dieser Vorteil allerdings zuletzt auf 1 Prozentpunkt abgeschmolzen. Grundsätzlich bedeutet ein solcher Renditevorteil, dass ein Leistungsbilanzdefizit größer und dennoch tragfähig sein kann als im Fall ohne Renditevorteil. Der Anpassungsbedarf der Vereinigten Staaten könnte daher geringer sein, als es für andere Länder bei einem ähnlich hohen Defizit wäre.

Alles in allem besteht in der Literatur ein Konsens darüber, dass die Vereinigten Staaten ein sehr hohes Defizit in der Leistungsbilanz aufweisen und stark im Ausland verschuldet sind – von der extremen These von Hausmann und Sturzenegger (2006) einmal abgesehen. Allerdings muss dies nicht gleichbedeutend damit sein, dass man das Defizit für besorgniserregend oder für ungleichgewichtig – im Sinne einer gravierenden Fehlentwicklung an den Märkten – hält.

Das Leistungsbilanzdefizit reflektiert nachvollziehbare Entscheidungen der Marktteilnehmer

Selbst wenn an den offiziellen Zahlen nicht gezweifelt wird, gibt es eine plausible Erklärung für das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten, die nicht unbedingt zu großer Besorgnis Anlass geben muss. Vertreter dieser Auffassung, darunter insbesondere US-Notenbank-Chef Bernanke (2005) und Dooley et al. (2006), erklären das hohe Leistungsbilanzdefizit als durchaus plausibles Ergebnis der Anlageentscheidungen internationaler Sparer bzw. Investoren. Sie sehen die „Ursachen“ für das Defizit nicht oder zumindest nicht vorwiegend in den Vereinigten Staaten selbst, auch wenn sie die interne Situation der Vereinigten Staaten nicht völlig außer Acht lassen. Vielmehr wird bei ihrer Argumentation die weltweite Sicht betont, also vor allem die Allokation der weltweiten Ersparnis, bei der die Renditeerwartun-

⁷ Hausmann und Sturzenegger (2006) berechnen mit ihrer Methode die Auslandsvermögenspositionen sowie die Exporte und Importe von schwarzer Materie für eine große Zahl von Ländern. Größter Gläubiger ist danach Japan mit einem Nettoauslandsvermögen von rund 30 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

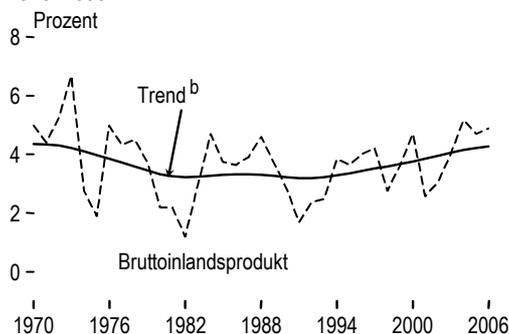
gen eine zentrale Rolle spielen. Das amerikanische Leistungsbilanzdefizit (oder äquivalent der Überschuss in der amerikanischen Kapitalbilanz) ist definitionsgemäß der Unterschied zwischen der Ersparnis und den Investitionen der übrigen Welt.

Ausgangspunkt dieser Sichtweise ist die Beobachtung, dass die Weltwirtschaft vor etwa zehn Jahren in eine Phase beschleunigten Wachstums eingetreten ist. Ursächlich hierfür waren zum einen die Produktivitätsgewinne in den Vereinigten Staaten und in anderen Industrieländern im Zuge des Technologieschubs im Informations- und Kommunikationssektor sowie durch die Deregulierung von Güter- und Faktormärkten. Zum anderen kam es zu einer verstärkten Integration einer Reihe von Volkswirtschaften in die internationale Arbeitsteilung – insbesondere in Asien. Dabei spielten sowohl die zunehmende Verbreitung von Informations- und Kommunikationstechnologien eine Rolle als auch politische Entscheidungen, wie etwa die Chinas, der Welthandelsorganisation (WTO) beizutreten, die als Vorleistung dafür eine Öffnung des Landes für ausländische Direktinvestitionen nach sich zog. Seit Mitte der neunziger Jahre hat sich durch diese Faktoren das Wachstum des weltweiten Produktionspotentials schätzungsweise um einen Prozentpunkt erhöht (Abbildung 3). Gleichzeitig wurden weltweit Kapitalverkehrskontrollen abgebaut, und die Präferenz für Kapitalanlagen im Inland („Home Bas“) verringerte sich.⁸

Der rasche Einkommensanstieg in Asien ging nicht im selben Umfang mit einer Ausweitung der Inlandsnachfrage einher. Stattdessen erhöhte sich dort die gesamtwirtschaftliche Sparquote kräftig. Eine Reihe von Faktoren kamen dabei zusammen. Die gesamte Region ist durch

⁸ Während in den neunziger Jahren noch etwa 20 Prozent der Industrieländer und 75 Prozent der Schwellenländer Kapitalverkehrskontrollen hatten, war der Kapitalverkehr nach der Jahrtausendwende in allen Industrieländern und immerhin 40 Prozent der Schwellenländer frei von Beschränkungen. Gleichzeitig stieg beispielsweise der Anteil von Auslandsanlagen in den Aktieninvestments deutscher Anleger von 13,6 Prozent im Jahr 1995 auf 26,3 Prozent im Jahr 2003. Vgl. IMF (2006: 113–115).

Abbildung 3:
Produktionsanstieg und Trendwachstum in der Weltwirtschaft 1970–2006^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^bGeschätzt mittels eines Hodrick-Prescott-Filters.

Quelle: Gern et al. (2006); eigene Berechnungen und Prognosen.

einen raschen Strukturwandel gekennzeichnet, der einerseits mit großen Einkommenszuwächsen, andererseits mit beträchtlichen Unsicherheiten einher geht. Unter diesen Umständen scheint das Halten von Reserven in Form von Ersparnissen plausibel. Hinzu kommt, dass sich die Ausgabegewohnheiten möglicherweise erst mit einiger Verzögerung den kräftig steigenden Einkommen anpassen. Dass Rentenversicherungssysteme kaum vorhanden oder wenig verlässlich sind, macht zudem höhere Ersparnisse für den Ruhestand notwendig. Darüber hinaus spielt insbesondere in China eine Rolle, dass die Finanzmärkte nur wenig entwickelt sind, so dass für größere Anschaffungen oder Investitionen nicht auf Kredite zurückgegriffen werden kann, sondern das notwendige Kapital zunächst angespart werden muss (IMF 2005: 96–97). Zu diesen strukturellen Charakteristika der Region, die für eine höhere Ersparnis sprechen, kam in den vergangenen fünf Jahren, dass sich in den asiatischen Schwellenländern außerhalb Chinas die Investitionsquote nach der schweren Finanzkrise 1997/98 deutlich verringerte,⁹ wahrscheinlich nicht zuletzt als Reaktion auf Übertreibungen während des jahrelangen Booms, der der Krise voranging. Die Sparquote blieb dort dagegen hoch bzw. stieg weiter – abgese-

⁹ Nach Angaben des IMF (2005: 94–95) verringerte sich die Investitionsquote in Ostasien (ohne China) zwischen 1995 und 2004 um 10 Prozentpunkte.

hen von einer kurzen Übergangsperiode direkt im Anschluss an die Krise.

Ein wichtiger Faktor bei der Erklärung der hohen gesamtwirtschaftlichen Ersparnis in China ist darüber hinaus die Wechselkurspolitik der chinesischen Regierung. Diese widersetzt sich seit Jahren dem im Zuge der Exporterfolge der chinesischen Wirtschaft entstehenden Aufwertungsdruck auf die chinesische Währung, zum einen, weil sie die Unterbewertung der Währung als Teil ihrer industriellen Entwicklungsstrategie einsetzt (Dooley et al. 2006), zum anderen um das fragile Bankensystem nicht mit der Allokation des Kapitals zu überfordern (Cooper 2006: 14) und vermutlich auch, weil ihr die Erfahrungen der Währungskrisen 1997/98 die Bedeutung von Währungsreserven verdeutlicht haben. Die Fixierung des Wechselkurses gelingt ihr durch sterilisierte Interventionen am Devisenmarkt bei gleichzeitiger Beschränkung des internationalen Kapitalverkehrs. Die chinesische Notenbank kauft die im Zuge der chinesischen Exporte entstehenden Dollar-Einnahmen und legt sie in US-Staatsanleihen an. Um die expansive Wirkung der Dollar-Käufe auf die chinesische Geldbasis zu unterbinden, verkauft sie gleichzeitig chinesische Wertpapiere. Das dabei entstehende Renditedifferential zugunsten chinesischer Papiere kann aufgrund der Kapitalverkehrskontrollen durch Arbitrage nicht verringert werden. Im Ergebnis verhindert die Notenbank, dass die chinesische Binnennachfrage deutlicher zunimmt, befördert das Sparen und lenkt chinesische Ersparnisse direkt auf den amerikanischen (und europäischen) Anleihemarkt, was dort zinssenkend wirkt.¹⁰

Aber auch außerhalb der Wachstumsregionen Asiens blieb die Zunahme der Binnen-

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

Eine vergleichsweise geringe Investitionstätigkeit der Unternehmen war im Übrigen nicht nur in den Schwellenländern Asiens mit Ausnahme Chinas zu beobachten. Im Euroraum, in Japan und selbst in den Vereinigten Staaten blieb die Dynamik der Unternehmensinvestitionen in den vergangenen Jahren ebenfalls hinter der früherer Aufschwünge zurück; der Anteil der nominalen Investitionen am nominalen Bruttoinlandsprodukt blieb trotz sehr des geringen Zinsniveaus und rekordhoher Unternehmensgewinne niedrig (BIS 2006b: 27–28).¹¹ Eine Ursache hierfür dürfte der seit längerem anhaltende Rückgang der relativen Preise für Ausrüstungsgüter, insbesondere im Bereich Informationstechnologie, sein; ein gewünschtes Investitionsvolumen kann nun mit geringeren nominalen Ausgaben erreicht werden. Möglicherweise spielen zudem immaterielle Vermögensgegenstände wie Marken oder Produktionsabläufe, die statistisch schwer erfassbar sind, eine größere Rolle für die Produktion als früher (BIS 2006b: 28). Überall kommen außerdem die Nachwirkungen früherer Überinvestitionen als Investitionshemmnis in Betracht. Vor allem in Japan, in Deutschland und Frankreich haben die Unternehmen per saldo

¹⁰ Folgt man Cooper (2006), so kann diese Politik auch als weitsichtige Anlagestrategie im Dienste des chinesischen Volkes verstanden werden. Im Bewusstsein der Schwierigkeiten des chinesischen Bankensystems, eine effiziente Kapitalallokation zu gewährleisten und vor dem Hintergrund der ohnehin bereits sehr hohen Investitionsquote in China, legt die Notenbank im Zuge ihrer Währungspolitik einen Teil des Volksvermögens am amerikanischen Kapitalmarkt an, bis die chinesischen Finanzmärkte hinreichend entwickelt sind.

¹¹ Eine ökonometrische Analyse der Bestimmungsgründe der Unternehmensinvestitionen auf der Basis von Panel-Daten für die Industrieländer im Zeitraum von 1972–2004 zeigt, dass die Unternehmensinvestitionen sowohl in den G7-Ländern als auch in den Schwellenländern Asiens am aktuellen Rand niedriger waren, als die geschätzte Gleichung vorhersagt. Vgl. IMF (2005: 98–106).

Schulden abgebaut.¹² Schließlich haben die Unternehmen offenbar anstelle von Sachkapitalinvestitionen im Inland verstärkt Finanzinvestitionen im Ausland vorgenommen (IMF 2006: 153).¹³

Insgesamt lassen sich also vier Trends ausmachen, die in der vergangenen Dekade zu einem Anstieg der Ersparnis außerhalb der Vereinigten Staaten geführt haben:

- der Abbau von Kapitalverkehrsbeschränkungen und die stärkere internationale Diversifizierung von Finanzanlagen,
- das rasche Wachstums in China in Kombination mit unzureichenden Finanzmarktinstitutionen und der Politik der Wechselkurssteuerung,
- die hohen Einnahmen der Ölförderländer durch das drastische Anziehen des Ölpreises,
- die relativ niedrige Investitionstätigkeit in den Industrie- und Schwellenländern mit Ausnahme Chinas.

Die überschüssigen weltweiten Ersparnisse flossen vor allem in die Vereinigten Staaten. Entscheidend hierfür dürfte gewesen sein, dass die internationalen Anleger das Rendite-Risiko-Profil von Anlagen am US-Kapitalmarkt beson-

ders günstig einschätzen. Dies wiederum lässt sich darauf zurückführen, dass die Wachstumsaussichten der Vereinigten Staaten in seit Jahren deutlich günstiger eingeschätzt werden als die vieler anderer Industrieländer, was nicht zuletzt mit dem technologiegetriebenen Produktivitätswachstum und der relativ günstigen Altersstruktur der Bevölkerung der Vereinigten Staaten zu tun hat. Engel und Rogers (2006) zeigen im Rahmen eines theoretischen Gleichgewichtsmodells mit einem integrierten Weltkapitalmarkt, dass sich ein Land im Ausland verschuldet, wenn für dieses Land ein stärkerer Produktionsanstieg erwartet werden kann als für die übrigen Länder. Grundsätzlich wäre zu erwarten, dass Kapitalanlagen in Entwicklungs- und Schwellenländern aufgrund der höheren Wachstumsraten und der Knappheit von Kapital dort weitaus höhere Renditen erwirtschaften als Anlagen in den Vereinigten Staaten. Dem stehen jedoch die erheblich größeren Risiken von Anlagen in Schwellenländern gegenüber (Lucas 1990), so dass im Ergebnis das Rendite-Risiko-Verhältnis von US-Anlagen vielfach günstiger sein dürfte – und dies umso mehr, als eine innovative US-Finanzbranche den Anlagewünschen ihrer international Kunden mit ständig neuen Produkte entgegen kommt (Cooper 2006).

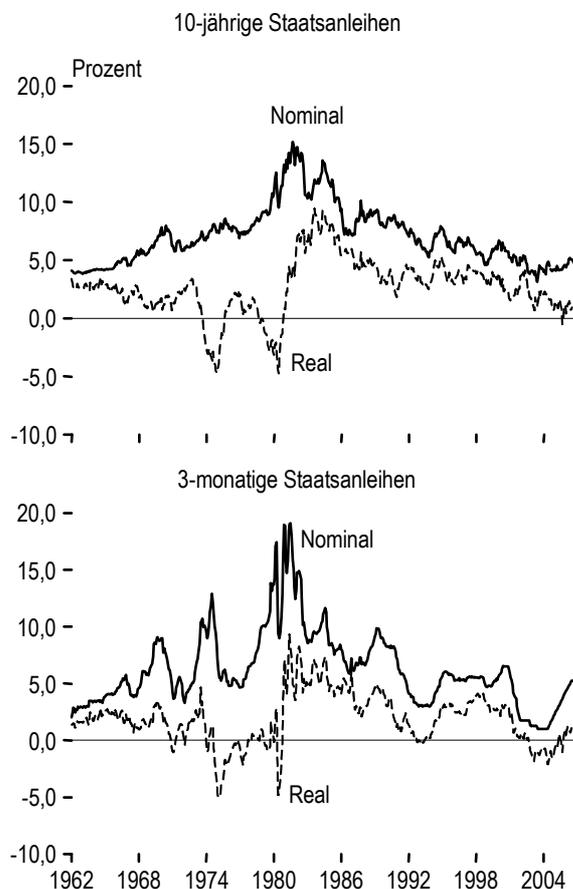
Die skizzierte Entwicklung dürfte mit dafür verantwortlich gewesen sein, dass das Zinsniveau am US-Kapitalmarkt, aber auch in anderen Ländern, deutlich zurückgegangen ist und in den vergangenen Jahren einen historischen Tiefstand erreicht hat (Abbildung 4). Dies wurde noch verstärkt durch die Geldpolitik. Denn da der Preisauftrieb durch den Anstieg des Potentialwachstums der Weltwirtschaft gedämpft wurde, hielten die auf die Gewährleistung niedriger, aber positiver Inflationsraten ausgerichteten Notenbanken in den Vereinigten Staaten, im Euroraum und anderswo die Leitzinsen auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Selbst am mutmaßlichen zyklischen Hochpunkt in den Vereinigten Staaten um die Jahreswende 2005/2006 war die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten mit einem Niveau der Fed Funds Rate von 4 1/2 Prozent nach konventionellen Maßstäben allenfalls neutral ausgerichtet (Gern et al.

¹² In den G7-Ländern insgesamt scheinen die Konsolidierungsbemühungen allerdings nicht die wesentliche Motivation für die zurückhaltende Investitionstätigkeit gewesen zu sein (IMF 2006).

¹³ In einer Reihe von Industrieländern, insbesondere in Deutschland, blieben die privaten Konsumausgaben ebenfalls gedämpft. Maßgeblich waren hier der Crash am Aktienmarkt und die Erwartung steigender fiskalischer Belastungen, nicht zuletzt aufgrund der absehbaren demographischen Entwicklung. Die Sparquote der privaten Haushalte erhöhte sich in Deutschland zwischen 2001 und 2006 um 1 1/2 Prozentpunkte. Hier ist zudem seit 2003 eine ausgeprägte Lohnzurückhaltung zu beobachten, die sich in einem Anstieg der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen niedergeschlagen hat, aber gleichzeitig den Anstieg der verfügbaren Einkommen dämpfte, da sich die moderate Entwicklung der Arbeitskosten noch nicht in vollem Umfang in Beschäftigungsgewinnen niedergeschlagen hat. Gleichzeitig erholte sich die Investitionsbereitschaft der Unternehmen in Deutschland nach den Übertreibungen während des Booms am Aktienmarkt um den Jahrtausendwechsel nur zögerlich. Genauso wie in Japan, das sich zudem von einer Bankenkrise erholte, standen Konsolidierungsbemühungen im Vordergrund.

Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten

Abbildung 4:
Nominale und reale lang- und kurzfristige Zinsen in den Vereinigten Staaten 1962–2006

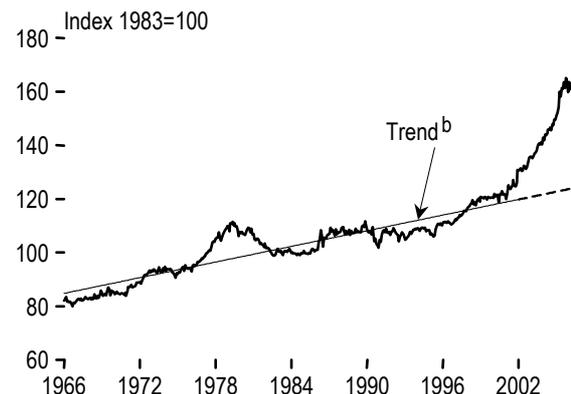


Quelle: OECD (2006); eigene Berechnungen.

2006). Das niedrige Zinsniveau in den Vereinigten Staaten führte dazu, dass die privaten Haushalte dort ihren Konsum ausweiteten. Gleichzeitig stimulierten die niedrigen Zinsen die Wohnungsbauminvestitionen, und die Immobilienpreise zogen bis vor kurzem sehr kräftig an (Abbildung 5). Letzteres führte über einen „Vermögenseffekt“ zu einem weiteren Impuls auf den privaten Konsum. Im Ergebnis verringerte sich die private Ersparnis deutlich, die Sparquote war zuletzt negativ. Zudem wurde die Fiskalpolitik ab 2001 wieder merklich expansiver, die Budgetdefizite stiegen wieder. Die Konsequenz auf gesamtwirtschaftlicher Ebene war, dass die Kapitalimporte anzogen. Das Leistungsbilanzdefizit, das im Jahr 2000 noch bei etwas über 4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts gelegen hatte, erhöhte sich auf 7 Prozent.

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

Abbildung 5:
Hauspreise in den Vereinigten Staaten 1966–2006^a



^aRelativ zur Entwicklung der Konsumentenpreise (CPI). — ^bLinearer Trend geschätzt über Stützzeitraum 1966–2000.

Quelle: National Association of Realtors (2006); US Department of Labor (2006); eigene Berechnungen.

Marktkräfte wirken auf ein langfristig tragfähiges Leistungsbilanzdefizit hin

Der oben dargestellten Hypothese folgend, nach der das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten vornehmlich auf den Anstieg der Ersparnis in der übrigen Welt zurückzuführen ist, liegt dann dort – und nicht in den Vereinigten

Staaten – ebenso der Schlüssel zu einer Verringerung des Defizits. Speziell bedarf es Veränderungen der oben genannten Ursachen für die hohe Sparrate der übrigen Welt.

Hinsichtlich der hohen Ersparnisse in den Wachstumsregionen Asiens kann erwartet werden, dass sich diese im Laufe der Zeit verringern. Mit der Zeit werden die privaten Haushalte dort ihre Ausgaben tendenziell an das höhere Einkommensniveau anpassen. Mit steigenden Einkommen ist zudem zu erwarten, dass sich die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte verbessert und die Unsicherheit nachlässt. Bei einem höheren Entwicklungsstand im Allgemeinen und im Finanzsektor im Besonderen wird die chinesische Regierung ihren Widerstand gegen eine Aufwertung der chinesischen Währung aufgeben, so dass auch von dieser Seite ein Anstieg der Inlandsnachfrage begünstigt wird. Wie lange es dauert, bis diese Anpassungsprozesse hinreichend an Gewicht gewonnen haben werden, ist allerdings schwer zu sagen. Es scheint unplausibel, dass sie innerhalb der nächsten Jahre abgeschlossen sein werden.¹⁴

Ähnlich sieht es prinzipiell mit den Ersparnissen der Ölförderländer aus, auch wenn der Zeithorizont bis zu ihrer Abnahme möglicherweise kürzer ist. Bereits heute legen die Länder die zusätzlichen Einnahmen nicht nur am Kapitalmarkt an, sondern nutzen einen Teil auch, um ihre Wirtschaftsstruktur zu diversifizieren und die Abhängigkeit von der Ölproduktion zu verringern. Dieser Prozess dürfte sich fortsetzen, gleichzeitig dürften die Konsumausgaben weiter steigen. Das zukünftige Ausmaß der Ersparnisse wird allerdings nicht zuletzt von der weiteren Entwicklung des Ölpreises abhängen.

Schwieriger sind die Aussichten für die Spar- und Investitionstätigkeit der Unternehmen zu beurteilen. Der IMF (2006: 153) rechnet damit, dass die Rekord-Ersparnisse im Unternehmenssektor keinen Bestand haben werden. Tatsächlich hat sich zuletzt die Inlandsnachfrage in

Deutschland und Japan von ihrer ausgesprochenen Schwäche erholt; in Deutschland steigen mittlerweile sogar die Wohnungsbauinvestitionen wieder. In Relation zum Bruttoinlandsprodukt waren die Unternehmensinvestitionen allerdings am aktuellen Rand noch niedrig. Mit einer weiteren Zunahme der Kapazitätsauslastung im Zuge des gegenwärtigen Aufschwungs könnte der Anstieg der Investitionen hoch bleiben. In dem Maße jedoch, wie strukturelle Veränderungen für die Verringerung der Investitionstätigkeit verantwortlich sind, ist mittelfristig nicht damit zu rechnen, dass diese wieder deutlich zunimmt.

Unklar ist bei alledem freilich, in welcher Höhe das „langfristig tragfähige Leistungsbilanzdefizit“ der Vereinigten Staaten überhaupt anzusetzen ist. Unter anderem dürfte dies von der Höhe des Potentialwachstums abhängen. Vor allem ist es erforderlich, dass die Verschuldung auf einem Niveau liegt, welches das Ausland auch zu finanzieren bereit und in der Lage ist. Dies wird wiederum davon beeinflusst, für wie risikoreich die Anlage in dem Defizitland gehalten wird und wie stark die Finanzmärkte integriert sind (Edwards 2005). Gängige Werte für das langfristig tragbare Leistungsbilanz in Relation zum Bruttoinlandsprodukt liegen daher bei 3 bis 4 Prozent (Mussa 2004; Edwards 2005). Bei dieser Quote dürfte sich die Auslandsverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt stabilisieren.

Allerdings gibt es auch andere Berechnungen. Engel und Rogers (2006) kalibrieren ihr theoretisches Gleichgewichtsmodell mit aktuellen Daten und zeigen, dass sogar das gegenwärtige Leistungsbilanzdefizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in Höhe von 7 Prozent unter nicht allzu unplausiblen Annahmen als „optimal“ angesehen werden kann. Entscheidend ist die Annahme, dass das Wachstumstempo der Vereinigten Staaten jenes der übrigen Industriestaaten in den kommenden 25 Jahren in etwa demselben Ausmaß übersteigt wie in den vergangenen 25 Jahren.¹⁵ Angesichts der de-

¹⁴ Vgl. speziell zur Wechselkurspolitik Dooley et al. (2006). Die Autoren gehen davon aus, dass die chinesische Regierung solange sie kann an der Wechselkursbindung gegenüber dem US-Dollar festhalten wird.

¹⁵ Den starken Anstieg des Defizits in den vergangenen Jahren erklären die Autoren mit der deutlichen Aufwärtsrevision der Wachstumserwartungen für die

mographischen Trends in Japan, Europa und in einigen Schwellenländern erscheint dies nicht unmöglich. Gleichzeitig haben die Vereinigten Staaten gegenüber Schwellenländermärkten, die möglicherweise rascher wachsen werden, den Vorteil größerer politischer und wirtschaftlicher Stabilität und eines sehr funktionsfähigen Kapitalmarkts (Cooper 2006: 17). Die übrige Welt könnte somit durchaus noch lange Zeit bereit sein, ein hohes US-Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren.

Eine Besonderheit von US-Auslandsanlagen muss in diesem Zusammenhang beachtet werden. Diese sind zum überwiegenden Teil in ausländischer Währung und nur zum kleineren Teil in US-Dollar denominiert, während die Anlagen von Ausländern in den Vereinigten Staaten ganz überwiegend auf US-Dollar lauten (Tille 2003). Wertet der Dollar ab, so steigt daher der Wert des US-Auslandsvermögens stärker als der Wert der US-Auslandsschulden; in der Folge verbessert sich die Nettoauslandsvermögensposition der Vereinigten Staaten. Eine derartige Entwicklung war auch in den vergangenen Jahren zu beobachten. Damit ergibt sich – neben der Erhöhung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit – ein zusätzlicher Kanal, über den eine Wechselkursänderung dazu beitragen kann, dass sich die Leistungsbilanz der Vereinigten Staaten verbessert (Rey 2005). Schätzungen von Gourinchas und Rey (2005b) zufolge verlief in der Vergangenheit über diesen „Bewertungskanal“ immerhin knapp ein Drittel der Anpassungen an Leistungsbilanzungleichgewichte der Vereinigten Staaten, während der Rest über den „Handelskanal“ abgewickelt wurde. Auch die Existenz dieses „Bewertungskanals“ verringert den Anpassungsbedarf bei Defiziten in der Handelsbilanz.

Wie könnte eine „geordnete“ Anpassung an ein langfristig tragfähiges Defizit aussehen?

Alles in allem ergibt sich je nach den Annahmen, die man machen will, somit ein mehr oder weniger großer weltweiter Anpassungsbedarf, um eine langfristig tragbare Defizitrelation der Vereinigten Staaten zu erreichen. Wird das Leistungsbilanzdefizit in erster Linie als Konsequenz der hohen Ersparnis außerhalb der Vereinigten Staaten gesehen, so wird es zu dieser Anpassung früher oder später auch kommen, da langfristig eine Reihe von Kräften auf einen Abbau der hohen Sparraten hinwirken.

Im Folgenden soll näher auf die möglichen Anpassungspfade an ein tragbares Defizit eingegangen werden. Um abschätzen zu können, welche quantitativen Auswirkungen alternative Anpassungsprozesse auf Deutschland und den Euroraum hätten, werden unten auch Simulationsrechnungen mithilfe eines makroökonomischen Modells angestellt. Dabei wird auf NiGEM zurückgegriffen, ein umfangreiches strukturelles makroökonomisches Modell der Weltwirtschaft. Ein wesentlicher Vorteil von NiGEM ist, dass es nicht nur die internationalen Verflechtungen zwischen den Industrieländern beschreibt, sondern auch die wichtigsten Schwellenländer bzw. -regionen berücksichtigt, darunter China und die erdölexportierenden Länder (Kasten 1).

Die in diesem Abschnitt beschriebenen Kräfte wirken nicht sehr rasch. Der Prozess der Anpassung dürfte sich daher über einige Jahre hinziehen. Sicher ist eine graduelle oder „geordnete“ Anpassung an ein langfristig tragbares Leistungsbilanzdefizit freilich nicht. Daher wird im nächsten Abschnitt auf mögliche Risiken eingegangen, die derzeit im Zusammenhang mit dem Defizit bestehen.

Vereinigten Staaten in den vergangenen zehn Jahren. Vgl. Engel und Rogers (2006: 1069).

Wie könnte eine „geordnete“ Anpassung an ein langfristig tragfähiges Defizit aussehen?

Kasten 1:

Das NiGEM-Modell

Die Simulationen basieren auf NiGEM, einem Modell, das vom NIESR in London entwickelt wurde und laufend überarbeitet wird. Das NiGEM-Modell ist ein umfangreiches strukturelles makroökonomisches Weltmodell, das auf vierteljährlichen Daten basiert. Es besteht aus jeweils miteinander verbundenen Modellen mit kompletter Nachfrage- und Angebotsseite für alle wichtigen Industrieländer und Regionen sowie für eine Reihe von großen Schwellenländern. Alle übrigen Regionen der Welt sind in aggregierter Form erfasst und in das Modell integriert. So sind – wichtig für die Analysen in diesem Beitrag – China und der OPEC-Wirtschaftsraum explizit in dem Modell abgebildet; wenn auch (zum Teil bedingt durch die Verfügbarkeit von Daten) in stark reduzierter Form verglichen mit den Teilmodellen für die Industrieländer. Durch die detaillierte Abdeckung der wichtigen Ländern und Regionen ist NiGEM sehr umfangreich. In der aktuellen Version umfasst es ungefähr 3 700 Gleichungen (NIESR 2006a).

NiGEM wird vom NIESR regelmäßig bei Quartalsprognosen für die Weltwirtschaft eingesetzt. Darüber hinaus lassen sich mit dem Modell die Auswirkungen bestimmter Schocks simulieren. Da NiGEM zu den wenigen Modellen gehört, die die gesamte Weltwirtschaft und alle wichtigen internationalen Transmissionskanäle abbilden, lassen sich Fragestellungen mit globalem Bezug wie die weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte unter Berücksichtigung aller wichtigen Interdependenzen analysieren^{3e}.

Der Modellaufbau folgt dem neuklassischen Ansatz, der sich in den vergangenen Jahren als Konsens in der wissenschaftlichen Debatte herausgebildet hat (vgl. Clarida et al. 1999). Entscheidendes Merkmal dieses Ansatzes ist es, dass Preise nur mit Verzögerung auf exogene Schocks oder veränderte reale Gegebenheiten reagieren. Außerdem wird allen Wirtschaftssubjekten rationales Handeln unterstellt.^a Jedes Ländermodell besteht aus miteinander verbundenen Teilmodellen für einzelne makroökonomische Bereiche, wie z.B. die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, den Arbeitsmarkt oder die Geldpolitik. Einzelne Länder wiederum sind über Handelsbeziehungen, Finanzmarktinterdependenzen und international diversifizierte Vermögensbestände miteinander verflochten.

Die Modellierung der Nachfrageseite folgt in NiGEM dem in der Theorie üblichen Standard, der sich an der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung orientiert. Dabei werden die Staatsausgaben exogen über die Finanzpolitik gesetzt, während alle anderen Komponenten durch stochastische Verhaltensgleichungen beschrieben werden. Das Produktionspotential der einzelnen modellierten Volkswirtschaften wird ausgehend von einer aggregierten Produktionsfunktion mit konstanter Substitutionselastizität (CES-Funktion) hergeleitet.^b

^aLetztere Annahme bezüglich der Erwartungsbildung berücksichtigen wir, solange nicht anders erwähnt, bei allen in diesem Beitrag beschriebenen Simulationen. — ^bVgl. Boss et al. (2004: 40) für einen ausführlicheren Überblick über den Aufbau des NiGEM-Modells.

Auswirkungen eines Rückgangs des Sparvolumens

Käme es zu einer Normalisierung des Sparvolumens außerhalb der Vereinigten Staaten, so hätte dies eine Abnahme der Kapitalzuflüsse in die Vereinigten Staaten zur Folge, mit der Konsequenz, dass die Realzinsen dort stiegen und der Dollar effektiv abwertete (Blanchard et al. 2005). Der Zinsanstieg würde die US-Binnennachfrage dämpfen; gleichzeitig würde die Abwertung die Exporte stimulieren und zudem das Auslandsvermögen der Vereinigten Staaten und die Erträge daraus aufwerten. Gleichzeitig würde die Binnennachfrage in Asien, in den Ölförderländern und möglicherweise auch in anderen Industrieländern rascher expandieren und die Währungen der asiatischen Länder und der

Ölförderländer werteten auf (Dooley et al. 2006). Alle drei Anpassungsprozesse wirken darauf hin, das US-Leistungsbilanzdefizit zu verringern.

Die Konsequenzen dieser Anpassungsprozesse für den Euroraum und Deutschland hängen von einer Reihe von Faktoren ab. In der Literatur steht häufig der Wechselkurs des US-Dollar im Zentrum der Aufmerksamkeit (vgl. z.B. Obstfeld und Rogoff 2005; Edwards 2005; Blanchard et al. 2005). Doch ist dieser nur ein Parameter unter mehreren, deren Zusammenspiel die Gesamtwirkung bestimmt. Relativ sicher ist, dass die Ausfuhr des Euroraums in die Vereinigten Staaten gedämpft würde, sei es durch eine Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit durch die Abwertung des Dollar, sei es durch eine schwächere US-Bin-

nennnachfrage.¹⁶ Dagegen könnte die Ausfuhr in die asiatischen Wachstumsregionen und in die Ölförderländer durchaus an Fahrt gewinnen, wenn dort die Binnennachfrage anzöge, zumal eine reale Abwertung des Euro gegenüber den Währungen der Länder dieser Regionen zu erwarten wäre (Dooley et al. 2006). Dämpfend auf die Binnennachfrage würde die Abwertung des Auslandsvermögens des Euroraums wirken.

Das Vorzeichen des Gesamteffekts auf die Konjunktur im Euroraum und in Deutschland lässt sich ohne Kenntnis der empirischen Zusammenhänge nicht bestimmen. Um die Effekte zu quantifizieren, simulieren wir mit NiGEM zwei identisch aufgebaute Szenarien. Im ersten Szenario nehmen wir eine Verringerung der Ersparnis in China an, im zweiten eine niedrigere Ersparnis in den OPEC-Ländern. Dabei unterstellen wir jeweils, dass das reale Bruttoinlandsprodukt in China bzw. bei den Öl-exporteuren in den kommenden Jahren so wächst, wie es etwa dem derzeitigen Konsensus entsprechen dürfte,¹⁷ dass sich der Anteil der Binnennachfrage aber erhöht. Konkret nehmen wir an, dass sich die Binnennachfrage in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um 5 Prozent ausweitet und in der Folge die Einfuhren in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um 3 Prozent über dem Referenzszenario liegen, während die Exporte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um 2 Prozent sinken. Infolge der erhöhten Binnennachfrage in China und den Erdölexport-

ländern ist gegenüber dem Basisszenario mit einer Abnahme des Sparvolumens außerhalb der Vereinigten Staaten zu rechnen, so dass das globale Zinsniveau steigt. Um die Folgen einer solchen Entwicklung für die internationalen Kapitalmärkte in die Simulation mit einzubeziehen, erhöhen wir die Liquiditätsprämie der langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten in jedem der beiden Szenarien um jeweils einen Prozentpunkt.¹⁸

Als Folge der unterstellten Erhöhung der Binnennachfrage in China steigen die langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten in den ersten Jahren des Simulationszeitraums, und der Dollar wertet effektiv um 1,6 Prozent ab (Tabelle 1). Der Anstieg der langfristigen Zinsen fällt mit rund 1,5 Prozentpunkten gegenüber dem Referenzszenario stärker aus als die unterstellte Zunahme der Liquiditätsprämie, weil mit der Dollarabwertung die US-Inflation etwas anzieht und die US-Notenbank daraufhin die Zinsen erhöht. Die direkte und indirekte (über eine Abkühlung des Immobilienmarktes) Dämpfung der Binnennachfrage führt langfristig dazu, dass die amerikanische Produktion auf einem geringfügig niedrigeren Wachstumspfad liegt und das reale Bruttoinlandsprodukt am Ende des Simulationszeitraums um rund 1 Prozentpunkt unter dem Niveau des Referenzszenarios liegt. Gleichzeitig führen die gedämpfte Binnennachfrage sowie steigende Exporte dazu, dass das Leistungsbilanzdefizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt langfristig um 1 Prozentpunkt abnimmt. Dabei werden die Exporte zum einen durch die höhere Nachfrage aus China angeregt und zum anderen durch einen schwächeren Dollar, der im Zuge der geringer ausfallenden Kapitalflüsse aus China in die Vereinigten Staaten abwertet.

¹⁶ Die Abwertung des Dollar wird bei sonst gleichen Rahmenbedingungen umso geringer ausfallen, je stärker die beiden anderen Anpassungsprozesse wirken, d.h., je stärker die Binnennachfrage durch den Zinsanstieg gedämpft wird und je stärker sich die Nettoerträge aus dem Ausland durch die Abwertung erhöhen. Durch eine geringere Abwertung des Dollar würde die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums zwar weniger leiden, dem stände aber die stärkere Dämpfung der Exporte in die Vereinigten Staaten durch die schwächere US-Binnennachfrage gegenüber. Zu einer Dämpfung der Exporte des Euroraums in die Vereinigten Staaten wird es in jedem Fall kommen.

¹⁷ Die Zuwächse des realen Bruttoinlandsprodukts in China gehen dabei von derzeit jährlich 10 Prozent über die nächsten 25 Jahre deutlich zurück. Am Ende des Simulationszeitraums betragen sie nur noch 3 Prozent pro Jahr. Ähnlich verhält es sich mit den Zuwächsen der OPEC-Länder.

¹⁸ Das erhöhte Sparvolumen außerhalb der Vereinigten Staaten dürfte gegenwärtig das Niveau der Kapitalmarktzinsen um bis zu 2 Prozentpunkte dämpfen. Immerhin liegt die reale Verzinsung von US-Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit zurzeit mit schätzungsweise 1 Prozent um etwa 2 Prozentpunkte unter ihrem Niveau in den neunziger Jahren. Vgl. auch Roubini und Setser (2005).

Wie könnte eine „geordnete“ Anpassung an ein langfristig tragfähiges Defizit aussehen?

Tabelle 1:
Stärkung der Binnennachfrage in China^{a,b} 2006–2025

	2006	2007	2008	2009	2010	2015	2020	2025
<i>Vereinigte Staaten</i>								
Reales BIP	0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0
Binnennachfrage	-0,2	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1	-1,6	-1,9	-2,1
Leistungsbilanz (Prozentpunkte)	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6	0,9	1,1
Inflation (Prozentpunkte)	0,3	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,3	0,4	0,5
Hauspreise	-0,5	-1,3	-1,6	-1,9	-2,1	-2,6	-2,6	-2,1
Aktienkurse	-0,3	0,5	1,0	1,3	1,5	3,0	4,8	6,2
Nom. eff. Wechselkurs	-1,6	-1,8	-2,0	-2,1	-2,2	-2,8	-3,2	-3,5
Real. eff. Wechselkurs	-1,6	-1,5	-1,5	-1,7	-2,0	-2,8	-3,1	-3,0
Kurzfr. Zins (Prozentpunkte)	0,6	0,3	0,1	0,0	0,0	0,3	0,6	1,0
Langfr. Zins (Prozentpunkte)	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,9	2,2	2,5
<i>Euroland</i>								
Reales BIP	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
Inflation (Prozentpunkte)	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5
Nom. eff. Wechselkurs	1,3	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,6	1,9
Real. eff. Wechselkurs	1,0	0,9	1,0	1,0	0,9	0,3	0,2	0,4
Kurzfr. Zins (Prozentpunkte)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,5	0,9
Langfr. Zins (Prozentpunkte)	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,5	0,9	1,1
<i>Deutschland</i>								
Reales BIP	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Binnennachfrage	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,4
Leistungsbilanz (Prozentpunkte)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	1,1
Exporte	1,1	0,8	0,6	0,5	0,6	1,0	0,9	0,4
Importe	0,9	0,8	0,8	0,7	0,8	1,0	0,7	0,6
Inflation (Prozentpunkte)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3	0,6
Hauspreise	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-1,2	-1,8	-1,2
Aktienkurse	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,5	1,7
Real. eff. Wechselkurs	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,2	0,1	0,6
<i>China</i>								
Reales BIP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Binnennachfrage	5,7	5,8	5,8	5,9	5,9	5,9	5,8	5,7
Leistungsbilanz (Prozentpunkte)	-7,0	-7,2	-7,2	-7,4	-7,6	-8,8	-9,8	-11,0

^aAbweichungen vom Referenzszenario in Prozent. — ^bDas Szenario setzt sich zusammen aus einer exogenen Erhöhung der chinesischen Binnennachfrage um 5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, einer exogenen Erhöhung der chinesischen Importe um 3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, einer exogenen Senkung der chinesischen Exporte um 2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts sowie einer endogenen Anhebung der Liquiditätsprämie auf die langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten um rund 1 Prozentpunkt.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Wie erwartet, sind die Konsequenzen für den Euroraum und für Deutschland gering. Der Euro wertet nominal und effektiv um rund 2 Prozent auf. Die dadurch sowie durch die geringere US-Importnachfrage resultierende leichte Dämpfung der Exporttätigkeit wird mehr als ausgeglichen durch die erhöhte Nachfrage aus China. In der Summe liegen die deutschen Exporte kurzfristig um bis zu 1 Prozent und langfristig um 0,5 Prozent höher. Dies hat auch positive Wirkung auf die Binnennachfrage in Deutschland,

die ein wenig stärker expandiert. Das reale Bruttoinlandsprodukt liegt dadurch im gesamten Simulationszeitraum etwa um 1/4 Prozent über dem Referenzniveau.

Im zweiten Szenario, der Erhöhung der Ersparnis in den OPEC-Ländern, sind die Anpassungsmechanismen grundsätzlich die gleichen. Allerdings sind die sich ergebenden quantitativen Effekte in Reaktion auf eine Anpassung der OPEC-Länder geringfügig kleiner als in der ersten Simulation. Der amerikanische Leistungsbi-

Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten

Tabelle 2:
Stärkung der Binnennachfrage in den OPEC-Ländern^{a,b} 2006–2025

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

^aAbweichungen vom Referenzszenario in Prozent. — ^bDas Szenario setzt sich zusammen aus einer exogenen Erhöhung der Binnennachfrage in den OPEC-Staaten um 5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, einer exogenen Erhöhung der Importe in die OPEC-Staaten um 3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, einer exogenen Senkung der Exporte der OPEC-Staaten um 2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts sowie einer endogenen Anhebung der Liquiditätsprämie auf die langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten um rund 1 Prozentpunkt.

Quelle: Eigene Berechnungen.

lanzsaldo verbessert sich auch in diesem Szenario langfristig um rund 1 Prozentpunkt (Tabelle 2). Für Deutschland ergibt sich durch die höhere Nachfrage der Ölexportländer wiederum ein Anziehen der Exporte, diesmal um knapp 1,5 Prozent gegenüber dem Referenzszenario im ersten Jahr. Diese Entwicklung wird auch in den folgenden Jahren durch die graduelle Aufwertung des Euros umgekehrt. Das reale Bruttoinlandsprodukt in Deutschland liegt auch in diesem Szenario um 0,1-0,3 Prozent höher als im Referenzszenario.

Hinsichtlich der Dynamik ist bisher unterstellt, dass sich die Anpassung sofort vollzieht, da auf diese Weise die Anpassungskanäle transparenter werden. Dies ist jedoch unrealistisch. Schließlich wurde oben argumentiert, dass die hohe Ersparnis in China und in den Ölförderländern nicht vor allem etwas mit institutionellen Faktoren zu tun hat, insbesondere mit mangelhaften Finanzmärkten in den jeweiligen Ländern, und das daher ein längerer Anpassungszeitraum zu erwarten ist. Wir rechnen aus diesem Grund zwei realistischere Szenarien,

Wie könnte eine „geordnete“ Anpassung an ein langfristig tragfähiges Defizit aussehen?

Tabelle 3:
Graduelle Stärkung der Binnennachfrage in China und den OPEC-Staaten^{a,b} 2006–2025

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

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

Quelle: Eigene Berechnungen.

in denen sich die oben beschriebenen Verschiebungen vom Außenbeitrag in den beiden Regionen zur Binnennachfrage sowie der Zinsanstieg graduell über einen Zeitraum von zehn Jahren vollziehen. In diesem Fall stellen wir direkt auf den aggregierten Effekt der beiden Szenarien

auf die Vereinigten Staaten, den Euroraum und Deutschland ab.¹⁹

¹⁹ Aus simulationstechnischen Gründen ist die direkte, gleichzeitige Simulation beider Anpassungsprozesse nicht durchführbar, weil das Modell in diesem Fall mathematisch nicht mehr lösbar ist.

Das amerikanische Leistungsbilanzdefizit würde sich langfristig um knapp 2 Prozentpunkte verringern (Tabelle 3). Der US-Dollar wertete effektiv um knapp 6 Prozent ab und die amerikanische Binnennachfrage läge mittelfristig um rund 3,5 Prozent unter dem Referenzniveau. Die Effekte auf Deutschland wären per saldo positiv, alles in allem aber sehr gering. Das reale Bruttoinlandsprodukt läge langfristig um 0,5 Prozent über dem Niveau der Basislösung.²⁰

Andere Anpassungskanäle

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

In Richtung auf mehr Investitionen und gegebenenfalls auch einen stärkeren Anstieg des privaten Verbrauchs könnte auch eine Beschleunigung des Potentialwachstums wirken. In Japan ist eine derartige Entwicklung beobachtbar. Grundsätzlich ist allerdings fraglich, durch welche Maßnahmen eine Wachstumsbe-

schleunigung erreicht werden kann. Reserven liegen in Deutschland vor allem in der Integration der Arbeitslosen in den Produktionsprozess etwa durch eine Flexibilisierung des Arbeitsmarktes. In diesem Zuge dürfte es jedoch zunächst zu einer Fortsetzung der in den vergangenen Jahren in Deutschland beobachteten Lohnzurückhaltung kommen, so dass sich die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft weiter verbesserte während die Zunahme des privaten Konsums kurzfristig gedämpft bliebe (Dovern und Meier 2006). Zu einem Abbau der weltweiten Ungleichgewichte würde eine derartige Politik nicht unmittelbar beitragen, auch wenn sie aus deutscher Perspektive sicherlich von Vorteil wäre (vgl. auch OECD 2005: 21). Zu berücksichtigen ist auch, dass die Ersparnis der privaten Haushalte in Deutschland und Japan aufgrund der ungünstigen demographischen Perspektiven vergleichsweise hoch bleiben dürfte.

Ein andere Möglichkeit zur Verringerung des Leistungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten, die oft genannt wird, wäre eine restriktivere Fiskalpolitik. Ein kausaler Zusammenhang zwischen beiden Defiziten im Sinne der „Twin-Deficit“-Hypothese der achtziger Jahren, nach der das Budgetdefizit das Defizit in der Leistungsbilanz „verursache“, ist jedoch wohl zu bezweifeln. Diese These kann weder erklären, warum das außenwirtschaftliche Defizit hoch blieb, als die Vereinigten Staaten einen zunehmenden Budgetüberschuss aufwiesen, noch warum Japan und Deutschland hohe Leistungsbilanzüberschüsse hatten, während die Budgetdefizite fortbestanden.²¹

In den von uns durchgeführten Simulationen, bei denen wir eine Kürzung der Staatsausgaben der US-Regierung um einen Prozentpunkt in Relation zum Bruttoinlandsprodukt bei gleichzeitiger Reduzierung der Nettoschuldenaufnahme in gleichem Umfang unterstellten, hängen die Ergebnisse bezüglich des Leistungsbilanzsaldos der Vereinigten Staaten stark von den Annahmen ab, die man hinsichtlich der Erwartungsbildung der privaten Haushalte macht (Barrell und Holland 2006). Verhalten sich letz-

²⁰ Der Internationale Währungsfond (IMF 2005) präsentiert eine ähnliche Simulation, die auf dem gleichen Grundgedanken wie die Berechnungen hier fußt und hinsichtlich des US-Leistungsbilanzdefizits ähnliche Resultate liefert. Infolge einer um 5 Prozentpunkte höheren Investitionsquote in den südostasiatischen Ländern (exklusive China) wird eine Reduzierung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits um $\frac{3}{4}$ Prozentpunkte ermittelt. Allerdings wird nicht darauf eingegangen welche Effekte bei einem solchen Szenario für die europäische oder deutsche Gesamtwirtschaft zu erwarten wären.

²¹ Vgl. dazu auch Bernanke (2005: 8).

Wie könnte eine „geordnete“ Anpassung an ein langfristig tragfähiges Defizit aussehen?

Tabelle 4:
Reduzierung des Budgetdefizits in den Vereinigten Staaten^{a,b} 2006–2025

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

^aAbweichungen vom Referenzszenario in Prozent. — ^bDas Szenario setzt sich zusammen aus einer dauerhaften Senkung der Staatsausgaben in den Vereinigten Staaten um 1 Prozent des Bruttoinlandsprodukt bei gleichzeitigem Absenken des Zielwertes für die Neuverschuldungsquote um 1 Prozentpunkt. Außerdem nehmen wir in dieser Simulation an, dass die privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten ihre Entscheidungen in einer Weise bilden, die konsistent mit der Annahme rationaler Erwartungen ist.

Quelle: Eigene Berechnungen.

tere rational, antizipieren sie die durch die restriktive Fiskalpolitik bedingten geringeren zukünftigen Steuerzahlungen und ändern sofort ihr Konsumverhalten. Die Zunahme der privaten Konsumausgaben gleicht die reduzierten Staatsausgaben aus. Dies bewirkt, dass sich das reale US-Zinsniveau nur marginal ändert (Tabelle 4). Das Leistungsbilanzdefizit verkleinert sich am Anfang des Simulationszeitraums geringfügig, liegt aber ab dem zweiten Jahr auf dem Niveau des Referenzszenarios. Da sich unter diesen Annahmen zwar interne Verschiebungen in der Zusammensetzung des Bruttoinlandsprodukts in den Vereinigten Staaten ergeben, die relativen Preise sowie die Wechselkurse jedoch nicht stark von denen im Referenzszenario abweichen, ergeben sich konsequenterweise keine großen Effekte für die deutsche Wirtschaft.

Realistischerweise ist zu erwarten, dass nur ein Teil der Haushalte in den Vereinigten Staaten völlig vorausschauend handelt, während die restlichen ihre Entscheidungen primär aufgrund ihres aktuellen Einkommens und ihrer aktuellen Vermögenswerte treffen. Doch zeigen weitere Simulationen, dass selbst unter der Annahme von ausschließlich kurzfristig orientierten Haushalten, der Effekt auf die amerikanische Leistungsbilanz gering ist. Sogar in diesem Fall müsste das Budgetdefizit auf null reduziert werden, allein um ein um 2 Prozentpunkte geringeres Leistungsbilanzdefizit zu erreichen.

Welche Risiken birgt die gegenwärtige Situation?

Auch wenn viel dafür spricht, dass sich das Leistungsbilanzdefizit durch endogene Marktreaktionen auf ein langfristig tragbares Niveau einpendeln wird, so ist die gegenwärtige Situation gleichwohl nicht frei von Gefahren. Phasen des Umbruchs sind immer auch Phasen erhöhter Risiken, denn wenn Neuland betreten wird, kann auf Erfahrungswerte nur noch bedingt zurückgegriffen werden. Fehlentscheidungen, insbesondere bei Finanz- oder Sachkapitalinvestitionen, werden wahrscheinlicher.

Turbulenzen an den Finanzmärkten

Gegenwärtig lässt sich nicht ausschließen, dass die Finanzmärkte die Renditen von Anlagen in den Vereinigten Staaten überschätzen und/oder die damit verbundenen Risiken unterschätzen. Käme es zu einer Neubewertung, so würde der Kapitalzufluss in die Vereinigten Staaten möglicherweise ins Stocken geraten, die Zinsen würden steigen und der US-Dollar würde abwerten. Unter Umständen käme es sogar zu einer regelrechten Flucht aus US-Anlagen, die wohl mit einem drastischen Zinsanstieg und einem ebenso drastischen Wertverlust des Dollar verbunden wäre. Dadurch würde zum einen die Inlandsnachfrage in den Vereinigten Staaten gedämpft, was für sich genommen schon mit schwächeren Exporte der übrigen Welt in die Vereinigten Staaten einherginge. Hinzu käme der Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den Vereinigten Staaten durch die Abwertung des Dollar, was ebenfalls die Konjunktur in der übrigen Welt bremsen würde. Vollzöge sich diese Entwicklung rasch und stark ausgeprägt, könnte eine weltweite Rezession die Folge sein (BIS 2006b: 161).

Wir simulieren einen Vertrauensverlust in die Vereinigten Staaten mit NiGEM, indem wir exogen die Risikoprämie auf langfristige Anlagen in US-Staatsanleihen um 2 Prozentpunkte erhöhen. Es zeigt sich allerdings, dass NiGEM in diesem Fall nur eine vergleichsweise geringe

Abwertung des Dollar berechnet. Im Jahr des Zinsanstiegs wären in den Vereinigten Staaten kaum Effekte zu beobachten (Tabelle 5). Der stärkste dämpfende Effekt träte im zweiten Jahr auf; die Zunahme des US-Bruttoinlandsprodukts würde um einen halben Prozentpunkt hinter dem Basisszenario zurück bleiben, vor allem die Binnennachfrage würde gedämpft. Der Dollar wertete in der Spitze um knapp 2,5 Prozent ab und das Leistungsbilanzdefizit ginge um einen halben Prozentpunkt zurück. Die Auswirkungen auf Deutschland und den Euroraum wären vernachlässigbar.

Stärker werden die Effekte, wenn wir statt der modellendogenen Reaktion des Wechselkurses modellexogen eine kräftige Abwertung des US-Dollar gegenüber allen anderen Währungen, deren Preise frei am Markt bestimmt werden, annehmen. Der Schock ist nun so kalibriert, dass der Dollar dauerhaft effektiv um 5 Prozent abwertet.²² Durch die Abwertung des Dollar ergibt sich über erhöhte Importpreise ein Inflationsdruck in den Vereinigten Staaten, der von der Geldpolitik mit einer Anhebung des Zinsniveaus beantwortet wird. Die kurzfristigen Zinsen schnellen um bis zu 1,5 Prozentpunkte nach oben und liegen langfristig – genau wie die langfristigen Zinsen – um rund einen Prozentpunkt oberhalb des Referenzniveaus (Tabelle 6). Dies reduziert langfristig die Binnennachfrage und führt dazu, dass das Bruttoinlandsprodukt dauerhaft um einen guten halben Prozentpunkt unterhalb des Referenzszenarios liegt. Als Folge ergibt sich außerdem ein um einen $\frac{3}{4}$ Prozentpunkt reduziertes Leistungsbilanzdefizit.²³

Deutschland sähe sich in diesem Szenario kurzfristig mit einer effektiven Aufwertung des Euros konfrontiert, die zu einer Dämpfung der Exporte um bis zu $1\frac{1}{3}$ Prozent nach zwei bis

²² Es ist zu beachten, dass alle bilateralen Wechselkurse in dieser Simulation trotzdem endogen über die erwarteten Zinsdifferenzen zwischen den Ländern bestimmt werden, der Schock also endogen in das Modell gegeben wird.

²³ Der Anpassungspfad in den ersten Jahren des Simulationszeitraums zeigt deutlich den „J-Curve“-Effekt, der in der Literatur als Folge von Wechselkursänderungen beschrieben wird.

Welche Risiken birgt die gegenwärtige Situation?

Tabelle 5:
Anstieg der Kapitalmarktzinsen in den Vereinigten Staaten^{a,b} 2006–2025

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

^aAbweichungen vom Referenzszenario in Prozent. — ^bDas Szenario setzt sich zusammen aus einer endogenen Erhöhung der Liquiditätsprämie auf die langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten, die so kalibriert ist, dass das Niveau der langfristigen Zinsen anfänglich um 2 Prozentpunkte über dem des Referenzniveaus liegt. Über den restlichen Simulationszeitraum halten wir diese zusätzliche Risikoprämie dann konstant auf diesem Niveau.

Quelle: Eigene Berechnungen.

drei Jahren führt. Außerdem sinkt das Preisniveau im gesamten Euroraum tendenziell unter das Referenzniveau, so dass in der Folge sowohl die kurzfristigen als auch die langfristigen Zinsen in Euroland sinken. Da die Binnennachfrage in Deutschland durch die niedrigeren Zinsen und Preise eher angeregt wird, liegt das Bruttoinlandsprodukt in der Spitze nur um etwa $\frac{1}{3}$ Prozent unter dem Niveau des Referenzszenarios. Langfristig liegt es dadurch, dass wegen der niedrigeren Realzinsen der Kapitalstock vergrößert wird, sogar $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt höher.

Werden die Auswirkungen der hier simulierten Dollarabwertung nun auf eine Abwertung des US-Dollar um 25 Prozent hochgerechnet (eine Größenordnung, die im historischen Ver-

gleich nicht ohne Beispiel ist²⁴), kann auf eine Reduzierung des Leistungsbilanzdefizits um knapp $3\frac{3}{4}$ Prozentpunkte des Bruttoinlandsprodukts auf dann unter 3 Prozentpunkte des Bruttoinlandsprodukts geschlossen werden. Eine solche Neubewertung an den Devisenmärkten würde diesen Ergebnissen zufolge also ausreichen, um das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten auf ein langfristig tragfähiges Niveau, das wir bei 3–4 Prozentpunkten ansiedeln, zu verkleinern. Für Deutschland ergäbe sich aufgrund dieser Hochrechnung ein Pfad für

²⁴ So wertete der US-Dollar von März 1985 bis März 1988 nominal effektiv um rund 35 Prozent ab (BIS 2006a).

Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten

Tabelle 6:
Abwertung des US-Dollar^{a,b} 2006–2025

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

^aAbweichungen vom Referenzszenario in Prozent. — ^bDas Szenario setzt sich zusammen aus einer endogenen Erhöhung der Risikoprämie auf den US-Dollar, die so kalibriert ist, dass der US-Dollar effektiv nominal um rund 5 Prozent abwertet.

Quelle: Eigene Berechnungen.

das Bruttoinlandsprodukt, der kurzfristig immerhin um bis zu 1 1/2 Prozent unter dem Referenzszenario läge. Auf lange Sicht würde das Bruttoinlandsprodukt aber um rund 2,5 Prozent höher liegen.²⁵ Zwar wären also kurzfristig substantielle negative Folgen zu erwarten. Langfristig wäre eine Reduzierung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits durch eine Abwertung des US-Dollar jedoch eher förderlich für die deutsche Gesamtwirtschaft.^{26,27}

²⁵ Die Multiplikatoren für alle anderen Variablen für eine 25 Prozent Abwertung des US-Dollars können auf gleiche Weise berechnet werden.

²⁶ Da aus simulationstechnischen Gründen die direkte Simulation eines Wechselkurschocks in der Größenordnung von 25 Prozent nur für exogene Schocks durchführbar ist, während die Simulation einer Erhöhung der Risikoprämie nur für kleinere Schocks

praktikabel ist, weil das komplexe Modell sonst mathematisch nicht mehr lösbar ist, haben wir zusätzlich einen exogenen Wechselkursschock simuliert. Dies dient zum Überprüfen der oben beschriebenen Auswirkungen eines Anstiegs der Risikoprämie für den Wechselkurs des Dollar. Dazu haben wir eine sofortige und dauerhafte exogene Abwertung des Dollar gegenüber den flexiblen Währungen um 25 Prozent angenommen. Diese Abwertung bewirkt eine effektive nominale Abwertung des Dollar um knapp 18 Prozent. Die Resultate weisen eine langfristige Abnahme des Leistungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten um gut 3 1/4 Prozentpunkte aus. Wird in Betracht gezogen, dass die effektive Abwertung des Dollar nur 18 Prozent (gegenüber 25 Prozent in den Berechnungen auf Basis des endogenen Schocks) beträgt, deckt sich dieses Ergebnis mit den im Text beschriebenen Zahlen.

²⁷ Die OECD (2005) präsentiert auch eine Analyse der möglichen Effekte eines „Dollar hard landing“-Szenarios. Dabei wird eine direkte und permanente

Ein kräftiger Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten

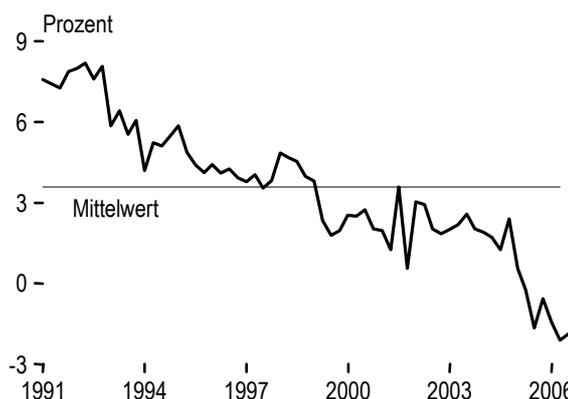
Ein weiteres Risiko für die Weltwirtschaft besteht in einer raschen Korrektur der Sparquote der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten. Oben wurde zwar argumentiert, dass die niedrige Sparquote der privaten Haushalte und zum Teil auch die Defizite der öffentlichen Haushalte in den Vereinigten Staaten wahrscheinlich Folge der – aufgrund der Ersparnisse in der übrigen Welt – sehr niedrigen Zinsen sind und sich im Zuge einer Abnahme der Ersparnis in der übrigen Welt auch die Sparraten von privaten und – in gewissem Umfang – öffentlichen Haushalte wieder erhöhen würde. Gleichwohl könnte es auch bei unveränderter Ersparnis der übrigen Welt Anpassungen bei diesen Größen geben. Insbesondere besteht mit Blick auf die – nicht zuletzt aufgrund der hohen Kapitalzuflüsse in die Vereinigten Staaten – mittlerweile sehr hohen US-Immobilienpreise die Gefahr, dass sich dort eine spekulative Blase entstanden ist. Immerhin hat der Preisanstieg am US-Immobilienmarkt in der ersten Hälfte des Jahres 2006 bereits deutlich nachgelassen.

Für die Simulation nehmen wir an, dass die amerikanischen Konsumenten ihre Sparquote in den nächsten zehn Jahren von derzeit etwa –1 Prozent auf 4 Prozent erhöhen. Dies ist kein unplausibler Anstieg der Ersparnis, immerhin lag die Sparquote der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten im Durchschnitt der ver-

Abwertung des US-Dollar um 30 Prozent gegenüber den anderen Währungen der OECD-Mitgliedsstaaten simuliert. Im Ergebnis erwartet die OECD eine Abnahme des amerikanischen Leistungsbilanzsaldos von knapp 3 Prozent nach vier Jahren. Auch wenn dieses Ergebnis nicht direkt mit unserer Analyse vergleichbar ist, da wir uns auf die gesamte effektive Abwertung (nicht nur gegenüber den OECD-Staaten) beziehen, kann doch gefolgert werden, dass die geschätzten Effekte von gleicher Größenordnung sind. (Nimmt man den von uns ermittelten Effekt von 0,4 Prozentpunkten nach vier Jahren (infolge einer effektiven Abwertung um rund 5 Prozent) mal sechs, ergibt sich eine Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos um 2,4 Prozentpunkte.

gangenen 1 ½ Jahrzehnte etwa bei 4 Prozent und der beobachtete Rückgang auf –1 Prozent vollzog sich über etwa zehn Jahre (Abbildung 6).

Abbildung 6:
Sparquote der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten 1991–2006



Quelle: NIESR (2006b); Eigene Berechnungen.

Infolge des geringeren Anstiegs der Konsumausgaben der privaten Haushalte würde die Produktionszunahme in den Vereinigten Staaten merklich gedämpft (Tabelle 7). In den beiden ersten Jahren bleibt der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 0,7 bzw. 0,6 Prozentpunkte hinter dem der Basislösung zurück, im dritten Jahr immer noch um einen halben Prozentpunkt. Der Effekt wird gemildert durch eine deutliche Zinssenkung der amerikanischen Notenbank, die ab dem zweiten Jahr einsetzt und die sich aufgrund von Erwartungseffekten bereits im ersten Jahr in den langfristigen Zinsen niederschlägt, sowie durch die deutliche reale Abwertung des Dollar um in der Spitze knapp 5 Prozent. Das Leistungsbilanzdefizit verringerte sich langfristig um reichlich 2 Prozentpunkte. In Deutschland wären die Effekte im ersten Jahr nach dem Einsetzen des Szenarios mit einer Dämpfung des Anstiegs des realen Bruttoinlandsprodukts um 0,3 Prozentpunkte am stärksten. Langfristig wäre der Effekt jedoch sogar positiv; das realen Bruttoinlandsprodukt läge um 1,1 Prozent über dem Niveau der Basislösung. Maßgeblich hierfür ist das um 1,5 Pro-

Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten

Tabelle 7:
Gradueller Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten^{a,b}

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

^aAbweichungen vom Referenzszenario in Prozent. — ^bDas Szenario setzt sich zusammen aus einer langsamen endogenen Abschwächung der privaten Konsumausgaben in den Vereinigten Staaten über zehn Jahre (simuliert durch eine graduelle Anpassung der Konstante in der stochastischen Verhaltensgleichung), die in einem graduellen Anstieg der Sparquote über zehn Jahre um 5 Prozentpunkte resultiert.

Quelle: Eigene Berechnungen.

zentpunkte verringerte Niveau der kurzfristigen und langfristigen Zinsen.²⁸ Zu berücksichtigen ist, dass die unterstellte Dynamik der Sparquote in diesem Szenario zwar durch deren historischen Verlauf motiviert, aber letztlich willkür-

²⁸ Die Abwertung des Dollar mit 5 Prozent ist deutlich geringer als in der Untersuchung von Obstfeld und Rogoff (2005). Diese Autoren kommen mit ihrem Modell zu dem Schluss, dass eine effektive Abwertung des Dollar um 17 Prozent notwendig wäre, um das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten von 5 auf 2,5 Prozent zu halbieren; eine Reduktion des Defizits um reichlich 2 Prozent wie in unserem Szenario erforderte demnach also eine Abwertung um etwa 15 Prozent. Allerdings ist das Modell der Autoren sehr einfach aufgebaut. Vor allem ist die Ersparnis in den verschiedenen Weltregionen völlig exogen.

lich ist. Eine schärfere Korrektur der privaten Konsumausgaben ist nicht auszuschließen. Unter der Annahme, dass der Anstieg der Sparquote auf 4 Prozent doppelt so rasch verläuft wie oben unterstellt, sind die Werte für die ersten Jahre des Anpassungsprozesses mit dem Faktor 2 zu multiplizieren, um näherungsweise einen Eindruck über die Effekte zu bekommen. Entsprechend wäre mit gravierenderen Effekten in Deutschland und im Euroraum zu rechnen.²⁹

²⁹ In IMF (2005) wird ebenfalls der Einfluss eines sofortigen Anstiegs der Sparquote amerikanischer Haushalte um 1 Prozentpunkt auf den Leistungsbilanzsaldo der Vereinigten Staaten untersucht. Der Effekt wird dort mit einer Verbesserung des Saldos um 1/2 Prozentpunkte nach drei Jahren angegeben. Diese Schätzung stimmt mit den von uns in diesem Beitrag

Weitere Risiken

Neben einer scharfen Korrektur der Erwartungen an den Finanzmärkten besteht das Risiko von politischen Fehlentscheidungen. Die rasche Zunahme der internationalen Arbeitsteilung verlangt überall Anpassungsprozesse, die sowohl Gewinner als auch Verlierer hinterlassen, auch wenn der Saldo aus Gewinnen und Verlusten aller Wahrscheinlichkeit nach deutlich positiv ist. Trotzdem werden die Stimmen, die sich gegen ein Fortschreiten der Globalisierung wenden, lauter und gewinnen an politischer Unterstützung. Die festgefahrenen Verhandlungen bei der Doha-Runde zur weltweiten Handelsliberalisierung sind ein Indiz dafür. Könnten sich in den Vereinigten Staaten oder der Europäischen Union die Befürworter eines stärkeren Protektionismus durchsetzen und eine Beschränkung des Handels mit den asiatischen Wachstumsregionen und den Ölförderländern erreichen, so könnte dies die Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits erheblich erschweren (BIS 2006b: 161–162). Ein anderes politisches Risiko besteht in den sich ausweitenden sozialen Gegensätzen in China, die zu größeren politischen Unruhen führen und das Land politisch und wirtschaftlich destabilisieren könnten.

Selbst wenn abrupte Turbulenzen wenig wahrscheinlich sind, da sie entweder deutliche Fehleinschätzungen an den Finanzmärkten oder gravierende Politikfehler implizierten, so besteht nach einem außerordentlichen Boom der Weltwirtschaft wie in den vergangenen Jahren jedoch grundsätzlich die Gefahr, dass dabei Übertreibungen stattgefunden haben, die eine ausgeprägte Konsolidierungsphase nach sich

ermittelten Auswirkungen erstaunlich exakt überein. So schätzen wir in der präsentierten Szenarioanalyse, dass die Abweichung des Leistungsbilanzsaldos nach zehn Jahren – also nachdem sich der graduelle Anstieg der Sparquote vollständig vollzogen hat – rund 2 Prozentpunkte beträgt. Übertragen auf einen Anstieg der Sparquote um nur 1 Prozentpunkt, wäre das eine Verbesserung der amerikanischen Leistungsbilanz um 0,4 Prozentpunkte. Eine im Text nicht beschriebene Simulation mit NiGEM, in der wir die Sparquote wie in IMF (2005) direkt um 1 Prozentpunkt ansteigen lassen, führt zu einer Verringerung des Leistungsbilanzdefizits um 0,4 Prozentpunkte nach drei Jahren.

ziehen werden (BIS 2006b: 163–164).³⁰ Der Weltwirtschaft könnte dann eine langwierige Wachstumsschwäche bevorstehen. Explizite Modellsimulationen hierzu wurden nicht durchgeführt.

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

Die oben beschriebenen Simulationen machen deutlich, dass eine Korrektur des US-Leistungsbilanzdefizits nicht notwendigerweise mit einem Einbruch der Weltkonjunktur oder mit gravierenden Konsequenzen für die deutsche Wirtschaft verbunden sein muss.³¹ Es kommt auf den „Auslöser“ an. Wenn die Korrektur über eine allmähliche Abnahme der Ersparnis außerhalb der Vereinigten Staaten erfolgt, sind die Effekte auf das reale Bruttoinlandsprodukt in Deutschland möglicherweise sogar positiv, weil sich die höhere Nachfrage etwa aus China oder aus den OPEC-Staaten positiv auf die Exporte auswirkt; dies könnte den Rückgang der Nachfrage aus den Vereinigten Staaten überkompensieren. Einen Dämpfer erhält die deutsche Wirtschaft jedoch dann, wenn der Abbau des Leistungsbilanzdefizits durch Änderungen in den Vereinigten Staaten selbst ausgelöst wird, also die Sparquote dort deutlich anzieht oder der Dollar wegen eines Vertrauensverlustes mas-

³⁰ Vor allem für China erscheint angesichts einer gesamtwirtschaftlichen Investitionsquote in der Nähe von 50 Prozent die Besorgnis hinsichtlich einer Fehlallokation des Kapitals nicht unbegründet.

³¹ Negative Auswirkungen ergeben sich in jedem Szenario allerdings für die Vereinigten Staaten, und in jedem Fall ist der Effekt hier auch weitaus am größten. In gewisser Weise kann man dies als eine Umkehr der positiven Effekte interpretieren, die sich ergaben, als sich das US-Leistungsbilanzdefizit vergrößerte: Durch die hohe weltweite Ersparnis und die hohen Kapitalzuflüsse konnte die interne Absorption in den Vereinigten Staaten stark zunehmen, ohne dass die Zinsen entsprechend stiegen. Kehrt sich nun der Prozess um, dann ziehen die Zinsen an, und das Einkommen steigt langsamer, als es sonst der Fall wäre.

siv abwertet. Liefere die Korrektur allein über eine Abwertung des US-Dollars – sie müsste rund 25 Prozent betragen, um die Defizitquote auf 3 Prozent zu reduzieren – wären die Einkommenseinbußen in Deutschland beträchtlich: Das reale Bruttoinlandsprodukt wäre zeitweise um bis zu 1,5 Prozent niedriger, als es sonst der Fall wäre.

Unsicher und kaum zu prognostizieren ist, welche Mechanismen letztlich die Korrektur beim Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten auslösen; durchaus denkbar ist auch eine Kombination aus den hier untersuchten Szenarien. Doch zeigen die Simulationen, dass sich selbst im ungünstigsten Fall die negativen Effekte für die Weltwirtschaft und auch für Deutschland in Grenzen halten. Eine schwere Rezession ist also nicht zu erwarten – vorausgesetzt, die Anpassung vollzieht sich allmählich. Anders verhielte es sich, wenn es abrupt zu einem Vertrauensverlust in die Leistungsfähigkeit der amerikanischen Wirtschaft käme und dadurch ein rascher Kursverfall des Dollar und ein massiver Anstieg der Zinsen ausgelöst würden.

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

Für die Wirtschaftspolitik in den Vereinigten Staaten ergibt sich nach unserer Einschätzung kein Handlungsbedarf, denn es ist wahrscheinlich, dass die Korrektur durchaus über die

Marktkräfte herbeigeführt werden kann. Zwar ist das amerikanische Budgetdefizit hoch, und es sollte mittelfristig verringert werden, um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu gewährleisten. Dies sollte aber nicht im Hinblick auf das Leistungsbilanzdefizit geschehen, denn ein kausaler Zusammenhang zwischen den beiden Defiziten („twin deficits“) besteht vermutlich nicht. Auch unsere Simulationen zeigen, dass sich das Leistungsbilanzdefizit allenfalls geringfügig verringert, wenn das Budgetdefizit zurückgeführt wird. Die Wirtschaftspolitik im Euroraum und in Deutschland ist ebenfalls nicht gefordert. In den Szenarien ist unter anderem unterstellt, dass die Europäische Zentralbank im Rahmen ihrer Strategie handelt: Sollte sich abzeichnen, dass die Inflationsrate im Zuge des Anpassungsprozesses deutlich sinkt, würde sie ihrem Auftrag entsprechend die Zinsen senken und so die negativen Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Produktion abfedern.

Gravierend wäre es jedoch, wenn die Regierungen das US-Leistungsbilanzdefizit zum Anlass für protektionistische Maßnahmen nähmen. Die Gefahr ist zum einen in den Vereinigten Staaten vorhanden, zumal sich abzeichnet, dass die Konjunktur dort an Schwung verliert; in der Vergangenheit gaben solche Phasen oft Anlass, nach Importbeschränkungen zu rufen, vermeintlich um heimische Arbeitsplätze zu sichern. Zum anderen könnte es solche Tendenzen zu mehr Protektionismus in anderen Industrieländern geben. Schon heute wird der Anpassungsdruck infolge der Globalisierung als sehr groß empfunden und mit einer Abwertung des US-Dollar, die in jedem Fall im Zuge der Anpassung an ein tragfähiges US-Leistungsbilanzdefizit zu erwarten ist, würde dieser Druck weiter steigen. Mit protektionistischen Maßnahmen wäre aber für die Korrektur des US-Leistungsbilanzdefizits nichts gewonnen; sie würden vielmehr das Wachstum der Weltwirtschaft beeinträchtigen.

Literaturverzeichnis

- Barrell, R., und D. Holland (2006). Correcting Global Imbalances. *National Institute Economic Review* 197 (July): 32-37.
- Bernanke, B.S. (2005). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Federal Reserve Board. 14. April, Washington, D.C. Via Internet (1. September 2006) <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>>.
- BIS (Bank for International Settlements) (2006a). BIS Effective Exchange Rate Indices. Via Internet (14. September 2006) <<http://www.bis.org/statistics/eer/index.htm>>.
- BIS (Bank for International Settlements) (2006b). 76th Annual Report 2006. Via Internet (20. September 2006) <<http://www.bis.org/publ/annualreport.htm>>.
- Blanchard, O., F. Giavazzi und F. Sa (2005). International Investors, the U.S. Current Account, and the Dollar. *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 1-49.
- Boss, A., K.-J. Gern, C.-P. Meier und J. Scheide (2004). *Mehr Wachstum in Europa durch eine Koordination makroökonomischer Politik?* Kieler Studien 330. Berlin.
- Buiter, W. (2006). Dark Matter or Cold Fusion? Global Economics Paper, 136. Goldman Sachs, London. Via Internet (20. September 2006) <<http://www.nber.org/~wbuiter/dark.pdf>>.
- Bureau of Economic Analysis (2006a). U.S. Net International Investment Position at Yearend 2005. News release. 29. Juni, Washington D.C. Via Internet (1. September 2006) <<http://www.bea.gov/bea/newsrelarchive/2006/intinv05.pdf>>.
- Bureau of Economic Analysis (2006b). Balance of Payments (International Transactions). Via Internet (19. September 2006) <<http://www.bea.gov/bea/di/table1.xls>>.
- Clarida, R., J. Galí und M. Gertler (1999). The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature* 37 (4): 1661-1707.
- Cooper, R. (2006). Understanding Global Imbalances. Federal Reserve Bank of Boston Konferenz "Global Imbalances – As Giants Evolve". Boston. Juni. Via Internet (1. September 2006) <<http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf51/papers/cooper.pdf>>.
- Debelle, G. (2006). Comments on Understanding Global Imbalances by Richard Cooper. Federal Reserve Bank of Boston Konferenz "Global Imbalances – As Giants Evolve". Boston. Juni. Via Internet (1. September 2006) <<http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf51/papers/debelle.pdf>>.
- Dooley, M.P., D. Folkerts-Landau und Peter Garber (2006). Interest Rates, Exchange Rates and International Adjustment. NBER Working Paper, 11771. Via Internet (25. September 2006) <http://sccie.ucsc.edu/webpages/conf/old/Euro-Dollar%20Glob%20Econ%20May%2006/Dooley_EC-conf.pdf>.
- Dovern, J., und C.-P. Meier (2006). Macroeconomic Aspects of Structural Labor Market Reforms in Germany. Kiel Working Papers, 1295. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Edwards, S. (2005). Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? If Not, How Costly is Adjustment Likely to Be? *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 211-271.
- Engel, C., und J.H. Rogers (2006). The U.S. Current Account Deficit and the Expected Share of World Output. *Journal of Monetary Economics* 53 (5): 1063-1093.
- Gern, K.-J., F. Oskamp, B. Sander und J. Scheide (2006). Boom in der Weltwirtschaft geht zu Ende. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2006. Kieler Diskussionsbeiträge, 430/431. IfW, Kiel.
- Gourinchas, P.-O., und H. Rey (2005a). From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege. NBER Working Paper, 11563. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.

- Gourinchas, P.-O. und H. Rey (2005b). International Financial Adjustment. NBER Working Paper, 11155. National Bureau of Economic Research, Cambridge Mass.
- Gundlach, E., J. Scheide und S. Sinn (1990). *Die Entwicklung nationaler Auslandsvermögenspositionen*. Kieler Studien, 230. Tübingen.
- Hausmann, R., und F. Sturzenegger (2006). Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations. John F. Kennedy School of Government Faculty Research Working Paper Series RWP06-003. Cambridge. Via Internet (1. September 2006) <[http://ksgnotes1.harvard.edu/Research/wpaper.nsf/rwp/RWP06-003/\\$File/rwp_06_003_hausmann_rev.pdf](http://ksgnotes1.harvard.edu/Research/wpaper.nsf/rwp/RWP06-003/$File/rwp_06_003_hausmann_rev.pdf)>.
- IMF (International Monetary Fund) (2005). *World Economic Outlook – Building Institutions*. September. Washington, D.C.
- IMF (International Monetary Fund) (2006). *World Economic Outlook – Globalization and Inflation*. April. Washington, D.C.
- Kotlikoff, L.J. (2006). Comments on Understanding Global Imbalances by Richard Cooper. Federal Reserve Bank of Boston Konferenz “Global Imbalances – As Giants Evolve”. Boston. Juni. Via Internet (1. September 2006) <<http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf51/papers/kotlikoff.pdf>>.
- Landefeld, J.S., und A.M. Lawson (1991). Valuation of the U.S. Net International Investment Position. Bureau of Economic Analysis. Washington, D.C. Via Internet (1. September 2006) <<http://www.bea.gov/bea/ARTICLES/INTERNAT/BPA/1991/0591bop.pdf>>.
- Lucas, R. (1990). Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries? *American Economic Review: Papers and Proceedings* 80 (2): 92–96.
- Meissner, C.M., und A.M. Taylor (2006). Losing Our Marbles in the New Century? The Great Rebalancing in Historical Perspective. Mimeo, präsentiert auf der Konferenz “Global Imbalances: As Giants Evolve” der Federal Reserve Bank of Boston. Via Internet (14. September 2006) <http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf51/papers/meissner_taylor.pdf>.
- Mussa, M. (2004). Exchange Rate Adjustments Needed to Reduce Global Payments Imbalance. In C. F. Bergsten und J. Williamson (Hrsg.), *Dollar Adjustment: How Far? Against What?* Washington, D.C.
- National Association of Realtors (2006). Existing Home Sales. Via Internet (19. September 2006) <[http://www.realtor.org/Research.nsf/files/EHSreport.XLS/\\$FILE/EHSreport.XLS](http://www.realtor.org/Research.nsf/files/EHSreport.XLS/$FILE/EHSreport.XLS)>.
- NIESR (National Institute for Economic and Social Research) (2006a). NiGEM Overview. Via Internet (14. September 2006) <<http://www.niesr.ac.uk/pdf/nigem3.pdf>>.
- NIESR (National Institute for Economic and Social Research) (2006b). Datenbank des NiGEM-Modells, Version V3.06. London.
- Obstfeld, M., und K.S. Rogoff (2005). Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 67–146. Via Internet (1. September 2006) <<http://www.economics.harvard.edu/faculty/rogoff/papers/BPEA2005.pdf>>.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2005). *Economic Outlook*, 77. May. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2006). *Main Economic Indicators*. August. Paris.
- Rey, H. (2005). Comment. *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 58–62.
- Roubini, N., und B. Setser (2005). The Sustainability of the US External Imbalances: The Sustainability of the US External Deficit. *CESifo Forum* 6 (1): 8–13.
- Stockman, A. C. (2005). How I Learned To Stop Worrying and Love the Current Account Deficit. Shadow Open Market Committee. Rochester. April. Via Internet (1. September 2006) <<http://www.somc.rochester.edu/May05/Stockman.pdf>>.

Literaturverzeichnis

Tille, C. (2003). The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt. *Issues in Economics and Finance* 9 (1): 1–7.

US Department of Labor (2006). Bureau of Labor Statistics. Consumer Price Indexes. Via Internet (21. September 2006) <<http://www.bls.gov/cpi/home.htm>>.

KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE

420. Low-Speed Recovery in Euroland
Joachim Benner, Klaus-Jürgen Gern, Carsten-Patrick Meier, and Joachim Scheide
Kiel, April 2005. 22 S. 9 Euro.
421. Anreizprobleme bei Hartz IV: Lieber ALG II statt Arbeit?
Alfred Boss, Björn Christensen und Klaus Schrader
Kiel, Juli 2005, 29 S. 9 Euro.
422. Finanzhilfen der Bundesländer in den Jahren 2000–2004: Eine empirische Analyse
Astrid Rosenschon
Kiel, August 2005, 52 S. 9 Euro.
423. Der Kieler Subventionsbericht: Grundlagen, Ergebnisse, Schlussfolgerungen
Alfred Boss und Astrid Rosenschon
Kiel, Februar 2006. 36 S. 9 Euro.
- 424./425. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr 2006
Kiel, März 2006. 58 S. 18 Euro.
426. Handel tut not – Anmerkungen zu einem Lernprozess
Rolf J. Langhammer
Kiel, April 2006. 14 S. 9 Euro.
427. Biokraftstoffe: Königsweg für Klimaschutz, profitable Landwirtschaft und sichere Energieversorgung?
Jan M. Henke und Gernot Klepper
Kiel, Mai 2006. 15 S. 9 Euro.
- 428./429. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2006
Kiel, Juni 2006. 32 S. 18 Euro.
- 430./431. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2006
Kiel, September 2006. 69 S. 18 Euro.
- 432./433. Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten: Ein Risiko für die Weltwirtschaft und für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland?
Jonas Dovern, Carsten-Patrick Meier und Joachim Scheide
Kiel, Oktober 2006. 18 Euro.

Mehr Informationen über Publikationen des IfW unter <http://www.ifw-kiel.de/pub/pub.htm>