

Merrbach, Martin

**Working Paper**

## Globale Ungleichgewichte: Sind sie für die Finanzmarktkrise (mit-) verantwortlich?

Wismarer Diskussionspapiere, No. 09/2011

**Provided in Cooperation with:**

Hochschule Wismar, Wismar Business School

*Suggested Citation:* Merrbach, Martin (2011) : Globale Ungleichgewichte: Sind sie für die Finanzmarktkrise (mit-) verantwortlich?, Wismarer Diskussionspapiere, No. 09/2011, ISBN 978-3-942100-73-1, Hochschule Wismar, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, Wismar

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/48568>

**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.*

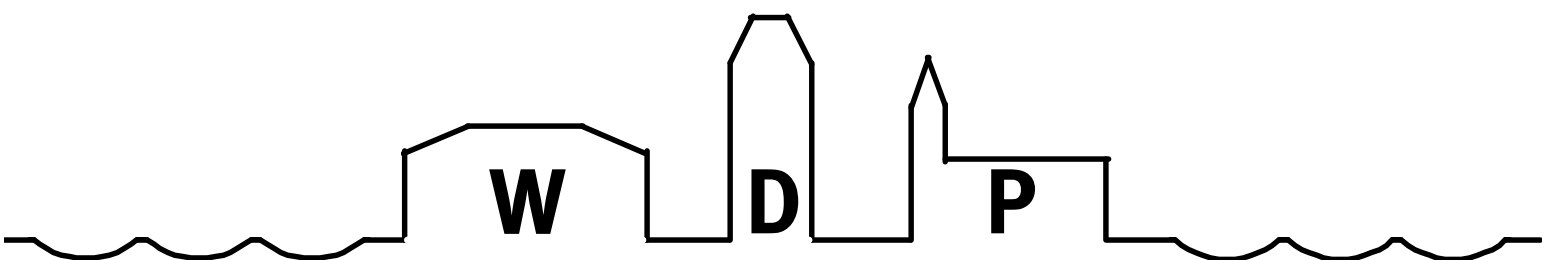


Fakultät für Wirtschaftswissenschaften  
Wismar Business School

Martin Merrbach

Globale Ungleichgewichte  
– Sind sie für die Finanzmarktkrise  
(mit-) verantwortlich?

Heft 09 / 2011



**Wismarer Diskussionspapiere / Wismar Discussion Papers**

Die Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Hochschule Wismar, University of Applied Sciences – Technology, Business and Design bietet die Präsenzstudiengänge Betriebswirtschaft, Wirtschaftsinformatik und Wirtschaftsrecht sowie die Fernstudiengänge Betriebswirtschaft, Business Consulting, Business Systems, Facility Management, Quality Management, Sales and Marketing und Wirtschaftsinformatik an. Gegenstand der Ausbildung sind die verschiedenen Aspekte des Wirtschaftens in der Unternehmung, der modernen Verwaltungstätigkeit, der Verbindung von angewandter Informatik und Wirtschaftswissenschaften sowie des Rechts im Bereich der Wirtschaft.

Nähere Informationen zu Studienangebot, Forschung und Ansprechpartnern finden Sie auf unserer Homepage im World Wide Web (WWW): <http://www.wi.hs-wismar.de/>.

Die Wismarer Diskussionspapiere/Wismar Discussion Papers sind urheberrechtlich geschützt. Eine Vervielfältigung ganz oder in Teilen, ihre Speicherung sowie jede Form der Weiterverbreitung bedürfen der vorherigen Genehmigung durch den Herausgeber.

Herausgeber: Prof. Dr. Jost W. Kramer  
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften  
Hochschule Wismar  
University of Applied Sciences – Technology, Business  
and Design  
Philipp-Müller-Straße  
Postfach 12 10  
D – 23966 Wismar  
Telefon: ++49/(0)3841/753 441  
Fax: ++49/(0)3841/753 131  
E-Mail: [jost.kramer@hs-wismar.de](mailto:jost.kramer@hs-wismar.de)

Vertrieb: HWS-Hochschule Wismar Service GmbH  
Phillipp-Müller-Straße  
Postfach 12 10  
23952 Wismar  
Telefon:++49/(0)3841/753-574  
Fax: ++49/(0) 3841/753-575  
E-Mail: [info@hws-wismar.de](mailto:info@hws-wismar.de)  
Homepage: <http://cms.hws-wismar.de/service/wismarer-diskussions-brpapiere.html>

ISSN 1612-0884

ISBN 978-3-942100-73-1

JEL-Klassifikation E44, G15

Alle Rechte vorbehalten.

© Hochschule Wismar, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, 2011.

Printed in Germany

## Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort .....</b>	<b>4</b>
<b>1. Einleitung .....</b>	<b>5</b>
<b>2. Ungleichgewichte aus makro- und mikroökonomischer Sicht .....</b>	<b>6</b>
2.1. Die Zahlungsbilanz .....	6
2.1.1. Aufbau und Buchungsregeln der Zahlungsbilanz .....	6
2.1.2. Die Leistungsbilanz .....	8
2.1.3. Die Kapitalbilanz .....	8
2.1.4. Ungleichgewichte in der Zahlungsbilanz .....	9
2.2. Binnennachfrage .....	10
2.3. Geldpolitik und Zinspolitik .....	13
2.4. Wechselkurse .....	15
2.5. Nachfrage nach Fremdwährungseinlagen .....	18
2.6. Staatsverschuldung .....	19
<b>3. Makroökonomische Zielstellung: Außenwirtschaftliches Gleichgewicht .....</b>	<b>20</b>
3.1. Außenwirtschaftliches Gleichgewicht .....	21
3.2. Probleme übermäßiger Leistungsbilanzdefizite .....	23
3.3. Probleme übermäßiger Leistungsbilanzüberschüsse .....	24
<b>4. Risiken globaler Ungleichgewichte am Beispiel der Finanzmarktkrise .....</b>	<b>25</b>
4.1. Entwicklung und Verteilung der globalen Ungleichgewichte .....	25
4.2. Die Amerikanische Leistungsbilanz .....	27
4.3. Finanziers des Kapitalimports in die USA .....	29
4.4. Wechselkursentwicklung und Wechselkurspolitik in Asien .....	32
4.5. Verfehlte Zinspolitik als Auslöser der Immobilienkrise .....	33
4.6. Die Amerikanische Sparquote .....	35
4.7. Anpassungsprozesse und Risiken der Ungleichgewichte .....	37
<b>5. Fazit .....</b>	<b>39</b>
<b>Literatur .....</b>	<b>41</b>
<b>Autorenangaben .....</b>	<b>42</b>

## Vorwort

Die nach wie vor nicht vollständig überwundene Finanzmarktkrise hat vielfältige Ursachen, wobei sich Wissenschaftler wie Politiker zunächst auf die beiden offensichtlichen Schwerpunkte – den Immobiliensektor speziell in den USA und die Umwandlung von Immobilienkrediten in hinsichtlich ihrer Bonität schwer beurteilbare derivative Wertpapiere – konzentriert haben. Mit etwas Verzögerung wurde auch die Zinspolitik namentlich der US-amerikanischen Notenbank als möglicher (Mit-)Verursacher der Krise untersucht. Im Gefolge dieser Akzentverschiebung auf eher volks- denn betriebswirtschaftliche Aspekte sind auch andere mögliche Krisenursachen in den Kreis der Aufmerksamkeit gerückt, so unter anderen die existierenden globalen Ungleichgewichte.

An dieser Stelle knüpft die vorliegende Studie von Martin Merrbach an, der sich im Rahmen seiner Master-Thesis im Studiengang Betriebswirtschaft mit dieser Problematik eingehender auseinandersetzt. Die Arbeit selbst ist inhaltlich in fünf Kapitel untergliedert, von denen das erste als Einleitung und das letzte als Fazit dienen. Die anderen befassen sich mit der Vorstellung des Begriffs des Ungleichgewichts aus makro- wie aus mikroökonomischer Sicht. Dazu musste der Autor tief in die Niederungen der VWL und insbesondere der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung eintauchen, wobei er einen Schwerpunkt im Bereich der Zahlungsbilanz setzt. Ergänzt werden diese Ausführungen durch die Berücksichtigung der Binnennachfrage, der Geld- und Zinspolitik, der Wechselkurse, aber auch der Nachfrage nach Fremdwährungseinlagen und der Staatsverschuldung.

Ergänzend hierzu wird im dritten Kapitel die makroökonomische Zielstellung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts angesprochen und in knapper aber angemessener Art und Weise hinsichtlich der aus übermäßigen Leistungsbilanzdefiziten bzw. -überschüssen resultierenden Probleme betrachtet.

Logisch daran anknüpfend geht der Autor auf die Risiken globaler Ungleichgewichte am Beispiel der Finanzmarktkrise ein, wobei die Bandbreite der von ihm behandelten Themen von der Entwicklung und Verteilung der globalen Ungleichgewichte über die Struktur der amerikanischen Leistungsbilanz und deren Finanzierung bis zur Wechselkursentwicklung in Asien einerseits und die problematische Zinspolitik vor der Immobilienkrise andererseits reicht. Abgerundet werden diese Ausführungen durch eine Betrachtung der niedrigen amerikanischen Sparquote, bevor abschließend mögliche Anpassungsprozesse zur tendenziellen Behebung der globalen Ungleichgewichte thematisiert werden.

Insgesamt macht die Untersuchung von Herrn Merrbach deutlich, dass neben den bereits oben angesprochenen Krisen verursachenden Faktoren in min-

destens zwei wirtschaftlich bedeutsamen Unternehmensbranchen noch weitere Faktoren mitverursachend waren für die schweren ökonomischen Verwerfungen im Rahmen der Finanzmarktkrise. Sein Verdienst ist es, einen dieser Aspekte in gut gelungener Art und Weise einer genaueren Betrachtung unterzogen und dadurch einen Beitrag zur Aufhellung der Krisenursachen geleistet zu haben.

Wismar, im Mai 2011

Jost W. Kramer

## **1. Einleitung**

Globale Ungleichgewichte, dieser Begriff beschreibt ein bestimmtes Muster, welches sich in der globalisierten Welt zwischen den Güter- und Kapitalströmen abzeichnet. Diese Ungleichgewichte entstehen im internationalen Handel zwischen verschiedenen Wirtschaftsregionen. Die globalen Ungleichgewichte sind eine Begleiterscheinung der Globalisierung und bergen durchaus Risiken für die internationalen sowie für die nationalen Güter- und Finanzmärkte. In dieser Arbeit wird versucht diesem Phänomen auf den Grund zu gehen und zu untersuchen, welchen Einfluss die globalen Ungleichgewichte auf die aktuelle Krise haben.

Untersucht werden soll das amerikanische Leistungsbilanzdefizit. Dazu wird im Folgenden zunächst die Zahlungsbilanz vorgestellt, um zu zeigen, wie internationale Transaktionen erfasst werden. Im Weiteren werden mögliche Zahlungsbilanzungleichgewichte vorgestellt. Um zu verstehen, wie Leistungsbilanzungleichgewichte entstehen, wird im nächsten Punkt der Zusammenhang zwischen Konsumausgaben, nationalem Sparen, Investitionen und dem Außenhandel verdeutlicht, um Rückschlüsse auf die negative Entwicklung der amerikanischen Sparquote zu ziehen.

Ex- und Importentscheidungen werden auch aufgrund von Wechselkursentwicklungen getroffen. Hier soll gezeigt werden, welchen Einfluss der Wechselkurs auf die Importentscheidung hat. Im weiteren Verlauf der Arbeit wird die Auswirkung des durch Interventionen künstlich gedrückten Wechselkurses der chinesischen Währung auf die eigene Exportleistung untersucht und ihre Bedeutung für die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits der USA erläutert.

Im dritten Kapitel werden die Zielstellung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts dargestellt und die Probleme übermäßiger Leistungsbilanzdefizite und Leistungsbilanzüberschüsse aufgezeigt.

Danach werden die Entwicklung und die regionale Verteilung der Leistungsbilanzungleichgewichte aufgezeigt, um zu verdeutlichen, warum das

amerikanische Defizit den Kern der globalen Ungleichgewichte bildet. Im Folgenden wird die amerikanische Leistungsbilanz aufgezeigt und einige Gründe für ihre Entwicklung angeführt.

Des Weiteren wird der Zusammenhang zwischen den Kapitalimporten in die USA und den damit verbundenen niedrigen Realzinsen verdeutlicht. Die Kapitalimporte in die USA setzten Kapital frei, welches zu günstigen Zinsen an die Privathaushalte floss und somit durch die Konsumententscheidung der amerikanischen Haushalte zur Bildung der Immobilienblase führte.

Auf andere Ungleichgewichte wie das Preisniveau, die Beschäftigung oder das Wirtschaftswachstum soll in dieser Arbeit nicht eingegangen werden.

## **2. Ungleichgewichte aus makro- und mikroökonomischer Sicht**

Handelsbilanzungleichgewichte entstehen durch den Handel zwischen verschiedenen Volkswirtschaften. Ist der Wert der Importe eines Landes gleich dem Wert seiner Exporte, die Ausgaben gleich den Einnahmen, spricht man von einem ausgeglichenen Außenhandel. Dieser Zustand wird von Volkswirtschaften allerdings selten erreicht. Handelsbilanzungleichgewichte spielen eine große Rolle, denn sie stellen die Verschuldung eines Landes gegenüber anderen Nationen dar. Sie haben deshalb großen Einfluss auf die makroökonomische Politik eines Landes, also darüber, wie ein Land auf seine Handelspartner einwirkt. Daher können Handelsbilanzungleichgewichte, insbesondere wenn sie groß und von langer Dauer sind, zu internationalen Unstimmigkeiten führen.

### *2.1. Die Zahlungsbilanz*

#### 2.1.1. Aufbau und Buchungsregeln der Zahlungsbilanz

Die Zahlungsbilanz erfasst alle Transaktionen von Wirtschaftseinheiten eines Landes mit den internationalen Wirtschaftsregionen. Unter dem Begriff Wirtschaftseinheiten eines Landes sind Einwohner, Unternehmen, Regierungen und andere Institutionen mit Sitz im Inland zu verstehen. In einem Kontensystem werden sowohl Handelsströme als auch Finanzströme erfasst (Blanchard u.a. 2009: 536).

Die Zahlungsbilanz ist eine ex-post-Rechnung, das heißt sie basiert auf statistischen Vergangenheitsdaten. Sie ist eine Stromgrößenrechnung, da sie Wertangaben von Transaktionen die während eines bestimmten Zeitraums stattgefunden haben, enthält (Maenning u.a. 1998: 11).

Die Zahlungsbilanz unterteilt sich in die Leistungsbilanz, die Bilanz der Vermögensübertragungen, die Kapitalbilanz und einem statistisch nicht aufgliederbaren Restposten. Als Beispiel ist nachfolgend die vereinfachte Zahlungsbilanz der Bundesrepublik Deutschland für das Jahr 2005 aufgeführt.

*Tabelle 1: Vereinfachte Zahlungsbilanz der Bundesrepublik Deutschland 2005 (in Mrd. Euro)*

<b>Teilbilanz</b>	<b>Betrag</b>
<b>Leistungsbilanz</b>	<b>+92,2</b>
Außenhandel	+140,4
Dienstleistungen	-27,9
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	+8,6
Laufende Übertragungen	-28,9
<b>Vermögensübertragungen</b>	<b>-1,3</b>
<b>Kapitalbilanz</b>	<b>-100,1</b>
Direktinvestitionen	-10,4
Wertpapieranlagen	-13,9
Finanzderivate	-4,7
Übriger Kapitalverkehr	-73,2
Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten	+2,2
<b>Nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)</b>	<b>+9,1</b>

Quelle: Deutsche Bundesbank 2006: 27.

Unter der Teilbilanz der einmaligen Vermögensübertragungen werden einmalige Zahlungen an oder vom Ausland, wie z.B. Erbschaften, Schenkungen oder Schuldenerlasse, aufgeführt (Bofinger 2007: 332).

Die Zahlungsbilanz folgt dem Prinzip der doppelten Buchführung, das bedeutet, die Summe der Kapitalbilanz sollte das Spiegelbild der Leistungsbilanz sein. Eine Zahlungsverpflichtung gegenüber dem Ausland, wie sie beim Güterimport entsteht, wird in der Leistungsbilanz erfasst und muss gleichzeitig auch als Kapitalmarkttransaktion erfasst werden (Blanchard u.a. 2009: 539). Der Saldo der Leistungsbilanz, der Kapitalbilanz und der Bilanz der Vermögensübertragungen beläuft sich auf null (Krugman u.a. 2006: 384).

Leistungsbilanz + Kapitalbilanz + Vermögensübertragungsbilanz = 0.  
In der Praxis ist der Saldo der Zahlungsbilanz jedoch selten ausgeglichen, da die Zahlen für Leistungs- und Kapitalbilanz unter Verwendung unterschiedlicher Quellen konstruiert werden (Blanchard u.a. 2009: 539). So stammt beispielsweise die Importmeldung über eine Lieferung von Waren aus dem Ausland von einem einheimischen Zollaufseher, während die Angaben für die Gegenbuchung in der Kapitalbilanz von einer einheimischen Bank übermittelt



wurden, bei welcher der Scheck für die Bezahlung der Ware eingereicht wurde. Die Meldungen unterscheiden sich häufig hinsichtlich ihrer Vollständigkeit, Genauigkeit und Pünktlichkeit, deswegen ist die Zahlungsbilanz in der Praxis im Gegensatz zur Theorie selten ausgeglichen. Diese nicht oder falsch gemeldeten internationalen Transaktionen werden unter dem Punkt der nicht aufgliederbaren Restposten zusammengefasst. Der Ursprung solcher Diskrepanzen in der Leistungsbilanz, der Kapitalbilanz und der Vermögensübertragungsbilanz lässt sich nicht ermitteln (Krugman u.a. 2006: 387).

Im Jahr 2005 betrug die statistisch erfasste Differenz 15,4 Milliarden Euro, was verdeutlicht das auch in Deutschland die Erfassung ökonomischer Daten nicht perfekt ist. Dieses Messproblem zeigt sich auch in der Summe der Leistungsbilanzdefizite aller Länder. Das Defizit eines Landes sollte genau dem Überschuss entsprechen, den alle anderen Länder in Summe aufweisen. Das ist jedoch nicht der Fall. Zählt man die veröffentlichten Leistungsbilanzdefizite aller Volkswirtschaften zusammen, kommt man zu dem Ergebnis, dass die Welt insgesamt ein großes Leistungsbilanzdefizit aufweist (Blanchard u.a. 2009: 539).

### 2.1.2. Die Leistungsbilanz

Die Leistungsbilanz setzt sich aus vier Teilbilanzen zusammen, der Handelsbilanz, der Dienstleistungsbilanz, der Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen und der Bilanz der laufenden Übertragungen (Maenning u.a. 1998: 12).

Hierbei wird in der Handelsbilanz die Ein- und Ausfuhr von Waren erfasst. In der Dienstleistungsbilanz werden Leistungstransaktionen abgebildet, die sich aus Transporten, Finanzdienstleistungen und dem Reiseverkehr ergeben. Die Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen erfasst alle Kapitalerträge und Kapitaleaufwendungen aus dem Ausland bzw. in das Ausland sowie Einkommen aus unselbstständiger Arbeit. In der Bilanz der laufenden Übertragungen werden unentgeltliche Leistungen an das Ausland bzw. vom Ausland aufgeführt. Hierbei handelt es sich z.B. um Transfers der öffentlichen Hand an internationale Institutionen oder Überweisungen von Gastarbeitern in ihr Heimatland (Bofinger 2007: 332).

### 2.1.3. Die Kapitalbilanz

Die Kapitalbilanz unterteilt sich in vier Unterbilanzen, die Bilanz der Direktinvestitionen, die Bilanz der Wertpapieranlagen, grenzüberschreitende Transaktionen mit Derivaten und direkte Kredite (Bofinger 2007: 332f).

Hierbei wird in der Bilanz der Direktinvestitionen gezeigt, in welchem Umfang sich Inländer an ausländischen Unternehmen und in welchem Umfang sich Ausländer an inländischen Unternehmen beteiligen. Die Bilanz der Wertpapieranlagen erfasst alle Käufe und Verkäufe von Aktien, festverzinslichen

Anleihen und Geldmarktpapieren durch Inländer im Ausland und durch Ausländer im Inland. Grenzüberschreitende Transaktionen mit Derivaten erfassen also Optionen sowie Finanztermingeschäfte. In der vierten Teilbilanz werden direkte Kredite durch Banken, den Staat sowie Unternehmen und Privatpersonen dargestellt (Bofinger 2007: 332f).

#### 2.1.4. Ungleichgewichte in der Zahlungsbilanz

Die Zahlungsbilanz ist aufgrund der doppelten Buchführung stets ausgeglichen, dennoch gibt es häufig Diskussionen über eine unausgeglichene Zahlungsbilanz. Dieser Widerspruch erklärt sich, indem nicht die gesamte Zahlungsbilanz, sondern nur einzelne oder zusammengefasste Teilbilanzen betrachtet werden. Einzelne Teilbilanzen wie z.B. die Handelsbilanz, sind nur äußerst selten ausgeglichen, da Entscheidungen über Importe und Exporte von verschiedenen Wirtschaftseinheiten getroffen werden und diese sich nicht koordinieren (Maenning u.a. 1998: 29).

Der Außenhandel eines Landes ist selten ausgeglichen. Eine Differenz zwischen Export und Import von Gütern, Dienstleistungen und Faktoreinkommen wird als Leistungsbilanzsaldo oder vereinfacht als Nettoexporte bezeichnet (Krugman u.a. 2006: 374).

Die Leistungsbilanz gibt den Umfang und die Richtung der internationalen Kreditaufnahme wieder. Importiert ein Land mehr als es exportiert, kauft es mehr von Ausländern, als es im Gegenzug an das Ausland verkauft. Dieses Defizit muss das Land finanzieren, in dem es sich gegenüber dem Ausland verschuldet (Krugman u.a. 2006: 374f).

Übersteigen die Importe eines Landes seine Exporte, so hat es ein Leistungsbilanzdefizit (Krugman u.a. 2006: 374). Das bedeutet, im Land wird mehr verbraucht als produziert. Das Land importiert mehr als es exportiert und wird dadurch zum Schuldnerland. Das Inland hat Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland, die es irgendwann bedienen muss.

Im umgekehrten Fall, wenn die Exporte eines Landes seine Importe übersteigen, so hat es einen Leistungsbilanzüberschuss (Krugman u.a. 2006: 374). Das bedeutet, im Land wird mehr produziert als verbraucht. Das Land exportiert seine Überschüsse und wird somit zum Gläubigerland. Das Inland erwirbt Ansprüche gegenüber dem Ausland, die das Ausland in der Zukunft bedienen muss.

Folgende Tabelle gibt einen Überblick über drei mögliche Konstellationen für eine offene Volkswirtschaft. Aus Vereinfachungsgründen und wegen ihrer Bedeutung wird nur die Handelsbilanz betrachtet. Die Erwerbs- und Vermögenseinkommen, sowie die laufenden Übertragungen werden in der Tabelle vernachlässigt. Es werden eine Volkswirtschaft mit einem Handelsbilanzdefizit, eine Volkswirtschaft mit einer ausgeglichenen Handelsbilanz und eine Volkswirtschaft mit einem Handelsbilanzüberschuss dargestellt.

Tabelle 2: Konstellationen einer offenen Volkswirtschaft

<b>Handelsbilanzdefizit</b>	<b>Ausgeglichene Handelsbilanz</b>	<b>Handelsbilanzüberschuss</b>
Exporte < Importe	Exporte = Importe	Export > Importe
Nettoexporte < 0	Nettoexporte = 0	Nettoexporte > 0
Bruttonationaleinkommen < privater Konsum + Investitionen + Staatsausgaben	Bruttonationaleinkommen = privater Konsum + Investitionen + Staatsausgaben	Bruttonationaleinkommen > privater Konsum + Investitionen + Staatsausgaben
Ersparnis < Investitionen	Ersparnis = Investitionen	Ersparnis > Investitionen
Nettokapitalabfluss < 0	Nettokapitalabfluss = 0	Nettokapitalabfluss > 0

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Mankiw u.a. 2008: 773.

Betrachten wir zunächst eine Volkswirtschaft mit einem Handelsbilanzdefizit. Das bedeutet, dass der Wert der exportierten Güter und Dienstleistungen unter dem Wert der importierten Güter und Dienstleistungen liegt. Die Nettoexporte als Differenz zwischen Exporten und Importen sind also negativ. Das bedeutet, das Bruttonationaleinkommen der Volkswirtschaft ist kleiner als die inländischen Ausgaben. Demzufolge muss das Bruttonationaleinkommen abzüglich der privaten und staatlichen Konsumausgaben, also die Ersparnis auch kleiner sein als die Investitionen. Es herrscht ein negativer Nettokapitalabfluss (Mankiw u.a. 2008: 774).

Für eine Volkswirtschaft mit einem Handelsbilanzüberschuss gilt die umgekehrte Logik. Der Wert der exportierten Güter und Dienstleistungen liegt über dem Wert der importierten Güter und Dienstleistungen. Die Nettoexporte sind positiv. Das Bruttonationaleinkommen der Volkswirtschaft ist größer als die inländischen Ausgaben. Das Bruttonationaleinkommen abzüglich der privaten und staatlichen Konsumausgaben, also die Ersparnis der Volkswirtschaft muss die Investitionen übersteigen. Spart die Volkswirtschaft mehr als sie investiert, muss sie einen Teil der Ersparnis im Ausland anlegen. Demzufolge ist der Nettokapitalabfluss positiv (Mankiw u.a. 2008: 774).

Bei einer Volkswirtschaft mit einer ausgeglichenen Handelsbilanz entsprechen die Exporte den Importen. Das bedeutet, die Nettoexporte sind null. Das Bruttonationaleinkommen ist gleich den inländischen Ausgaben und die Ersparnis entspricht den Investitionen. Der Nettokapitalabfluss ist null (Mankiw u.a. 2008: 774).

## 2.2. Binnennachfrage

In diesem Punkt wird der Zusammenhang zwischen Konsumausgaben, natio-

nalem Sparen, Investitionen und dem Außenhandel verdeutlicht. Hierzu ist es notwendig, folgende Begriffe kurz zu erläutern:

*Bruttonationaleinkommen:* Hierunter versteht man das Einkommen der Produktionsfaktoren eines Landes abzüglich der Abschreibungen sowie den Produktions- und Importabgaben. Um die verschiedenen Ausgabeformen zu unterscheiden, werden diese in vier Kategorien eingeteilt. Die Unterteilung in private Konsumausgaben, Konsumausgaben des Staates, Investitionen und Leistungsbilanz ist wichtig um die Ursachen für eine bestimmte Entwicklung erkennen zu können (Krugman u.a. 2006: 368f).

*Private Konsumausgaben:* Hierunter versteht man den Teil am Bruttonationaleinkommen, mit dem die privaten Haushalte ihre laufenden Bedürfnisse (z.B. Lebensmittel, Fernseher) befriedigen. Diese Ausgaben machen in den meisten Ländern den größten Teil des Bruttonationaleinkommens aus (Krugman u.a. 2006: 371).

*Investitionen:* Hierunter versteht man den Teil am Bruttonationaleinkommen, mit dem der Kapitalbestand eines Landes aufgestockt wird. Dies ist folglich der Teil der Produktion, mit dem private Unternehmen zukünftige Produktion herstellen. In diese Kategorie fallen beispielsweise Stahl und Beton für die Errichtung eines Fabrikgebäudes oder die Dienstleistung eines Technikers für die Entwicklung neuer Produktionsanlagen. Auch Ausgaben für die Lagerhaltung zählen zu den Investitionen, da sie eine Verlagerung der Produktion von gegenwärtigen auf zukünftigen Konsum darstellen (Krugman u.a. 2006: 372).

*Konsumausgaben des Staates:* Hierunter versteht man den gesamten Erwerb von Gütern und Dienstleistungen auf der Ebene des Bundes der Länder oder der Kommunen. In diese Kategorie fallen z.B. Militärausgaben oder der Bildungsetat (Krugman u.a. 2006: 372).

Jedes Endprodukt in einer geschlossenen Gesellschaft wird entweder von privaten Haushalten und dem Staat konsumiert oder von Unternehmen investiert. Werden Konsumgüter nicht sofort verbraucht, erhöhen diese den Lagerbestand der Unternehmen und erhöhen damit die Investitionen. In einer geschlossenen Gesellschaft gilt daher (Krugman u.a. 2006: 372):

$$\text{Bruttonationaleinkommen} = \text{privater Konsum} + \text{Investition} + \text{öffentlicher Konsum}$$

In einer offenen Volkswirtschaft geben die Einwohner einen Teil ihres Einkommens für Importe aus. Entsprechend erhöhen die Exporte eines Landes das Nationaleinkommen der inländischen Wirtschaft. Um jetzt das inländische Bruttonationaleinkommen zu ermitteln, muss der Wert der Importe von den Gesamtausgaben des Landes abgezogen werden, da nur der Teil der Ausgaben, der nicht auf Importe entfällt, in das inländische Bruttonationaleinkommen eingeht. Entsprechend erhöhen die Käufe von Ausländern das inländische Bruttonationaleinkommen. Das Bruttonationaleinkommen einer offenen

Volkswirtschaft ist folglich die Summe der inländischen und ausländischen Ausgaben für die von inländischen Produktionsfaktoren erzeugten Güter und Dienstleistungen. Es gilt (Krugman u.a. 2006: 373):

$$\text{Bruttonationaleinkommen} = \text{privater Konsum} + \text{Investition} + \text{öffentlicher Konsum} + \text{Exporte} - \text{Importe}$$

In einer geschlossenen Gesellschaft entsprechen die nationalen Investitionen dem nationalen Sparen, also dem Teil des Nationaleinkommens, der nicht für Konsum ausgegeben wird.

$$\text{nationales Sparen} = \text{Investitionen}$$

Eine geschlossene Volkswirtschaft kann ihren Reichtum nur durch die Akkumulation neuen Kapitals vermehren (Krugman u.a. 2006: 376).

$$\text{nationales Sparen} = \text{Bruttonationaleinkommen} - \text{privater Konsum} - \text{öffentlicher Konsum}$$

In einer offenen Volkswirtschaft, in welcher der Handel mit dem Ausland möglich ist, gilt dies nicht, da ein Teil der inländischen Produktion in das Ausland exportiert wird, während ein Teil des inländischen Einkommens für importierte Produkte aus dem Ausland ausgegeben wird. Das bedeutet, dass im Gegensatz zu einer geschlossenen Gesellschaft hier Sparen und Investitionen nicht notwendigerweise gleich sind. Länder können in diesem Modell auch in Form von Auslandsvermögen sparen, indem die Exporte größer sind als die Importe. Im umgekehrten Fall, wenn die Importe größer sind als die Exporte, reduzieren sich die Auslandsvermögen, was als negatives Sparen oder „Entsparen“ bezeichnet wird (Krugman u.a. 2006: 371).

Wenn also nationales Sparen gleich Bruttonationaleinkommen abzüglich der privaten und öffentlichen Konsumausgaben ist und die Nettoexporte gleich Exporte abzüglich Importe sind, dann gilt für eine offene Volkswirtschaft:

$$\text{Nationales Sparen} = \text{Investitionen} + \text{Nettoexporte}$$

Das bedeutet, eine offene Volkswirtschaft kann sowohl durch den Aufbau ihres Kapitalstocks als auch durch den Erwerb von Auslandsvermögen sparen. Investitionsmöglichkeiten können so genutzt werden, ohne die Ersparnisse zu erhöhen. Eine Volkswirtschaft kann gleichzeitig die Investitionen und die Kreditaufnahme im Ausland steigern, ohne das nationale Sparen zu verändern (Krugman u.a. 2006: 377).

Beispiel:

Wenn die USA eine Windkraftanlage bauen wollen, können sie die benötigten Materialien aus Deutschland importieren und mit deutschen Krediten bezahlen. Diese Transaktion erhöht die Investitionen in den USA und vergrößert somit den inländischen Kapitalstock. Damit ändert sich nichts am nationalen Sparen der USA. Allerdings wächst das amerikanische Leistungsbilanzdefizit. Voraussetzung für diese Transaktion ist allerdings die Bereitschaft Deutschlands, so viel zu sparen, dass die für den Bau der Windkraftanlage benötigten

Mittel für die USA verfügbar sind (Krugman u.a. 2006: 377).

Das nationale Sparen eines Landes kann auf diesem Wege genutzt werden, um den Kapitalstock eines anderen Landes zu erhöhen. Dabei gewährt das eine Land einen Kredit an ein anderes Land und erhöht somit seinen Leistungsbilanzüberschuss oder seine Nettoauslandsinvestitionen (Krugman u.a. 2006: 377).

### 2.3. Geldpolitik und Zinspolitik

In diesem Punkt soll zunächst der Einfluss der Geldpolitik und des Zinsniveaus auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage verdeutlicht werden.

Das Zinsniveau hat einen starken Einfluss auf die wirtschaftlichen Aktivitäten einer Volkswirtschaft. Bei der Investitionsplanung ist der Zinssatz ein zentrales Entscheidungskriterium. Unternehmen prüfen die Rentabilität einer Investition über den Kapitalwert. Hierbei subtrahiert man die Anfangsauszahlung von der Summe der Barwerte, um so die in verschiedenen Perioden anfallenden Zahlungen durch Abzinsen auf die Gegenwart vergleichbar zu machen (Bofinger 2007: 404f).

Beispiel:

Eine Investition in Höhe von 500.000 Euro soll in den nächsten 10 Jahren einen jährlichen Einzahlungsüberschuss von 90.000 Euro erzielen. Um zu überprüfen, ob die Investition rentabel ist, wenn dafür ein Kredit aufgenommen werden muss der zu 8% verzinst wird, wird der Kapitalwert wie folgt berechnet:

$$\begin{aligned} \text{Kapitalwert} = & -500000 + 90000 * 1/1,08 + 90000 * 1,08^2 \\ & + \dots + 90000 * 1/1.08^{10} \approx 103907 \end{aligned}$$

Der Kapitalwert ist positiv und somit die Investition rentabel. Wobei bei einem Zinssatz von 14% und einem negativen Kapitalwert von 30550 Euro die Investition unrentabel ist (Bofinger 2007: 405).

Wenn man also davon ausgeht, dass in einer Volkswirtschaft Investitionen kreditfinanziert werden, hat das vorherrschende Zinsniveau einen großen Einfluss auf die Investitionstätigkeit (Bofinger 2007: 405f).

Steigt aufgrund eines fallenden Zinsniveaus die Investitionstätigkeit, hat das einen positiven Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Volkswirtschaften sollten bestrebt sein das Zinsniveau weitgehend stabil zu halten. Stark schwankende Zinssätze führen zu Unsicherheiten beim Investitionsverhalten. Erwarten die Unternehmen z.B. stark fallende Zinssätze, könnte dies zu einer Investitionsklemme führen, da Investitionen womöglich hinausgezögert werden, um bessere Zinskonditionen abzuwarten.

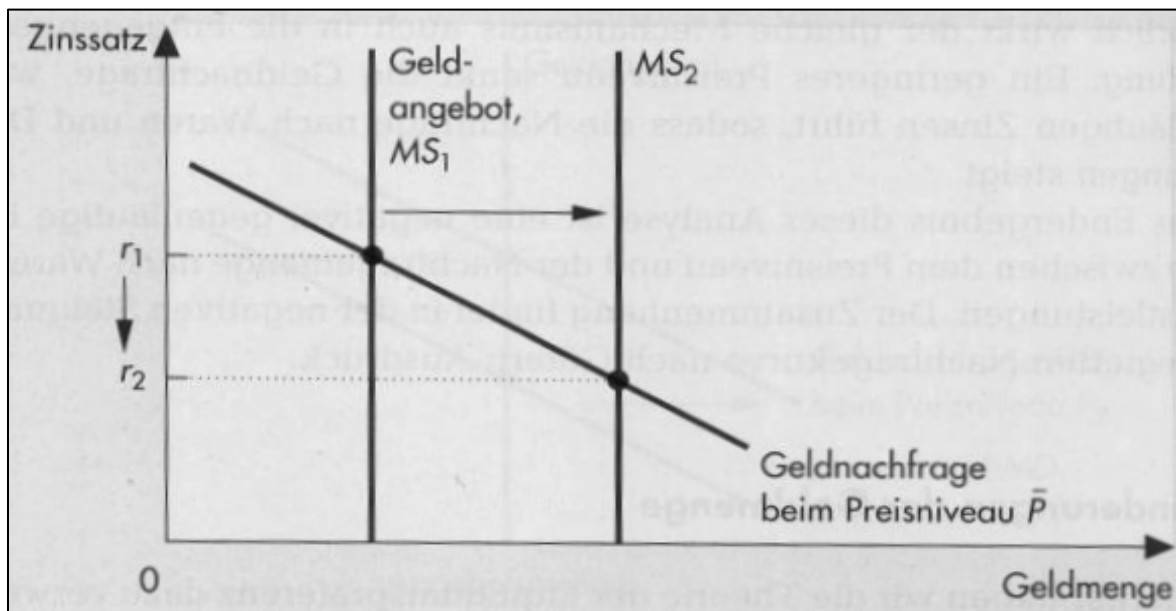
Das Zinsniveau in einer Volkswirtschaft beeinflusst die Ausgaben für Waren und Dienstleistungen. Niedrige Zinssätze reduzieren die Kosten der Kreditaufnahme, daher werden Unternehmen angeregt Kredite für Investitionen aufzunehmen. Aber auch Haushalte fragen mehr Kredite für den Hausbau oder

langlebige Konsumgüter (z.B. Autos) nach. Im umgekehrten Fall, für steigende Zinsen, bedeutet das einen Rückgang der Investitionstätigkeit und der Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen (Mankiw u.a. 2008: 828).

Da das Zinsniveau die Investitionen und somit auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage bestimmt, kommt der Geldpolitik eine entscheidende Rolle zu. Die Zentralbank einer Volkswirtschaft hat die Möglichkeit die vorhandene Geldmenge in dieser Volkswirtschaft zu erhöhen oder zu senken. Diese Steuerung des Geldangebots wird als Geldpolitik bezeichnet (Mankiw 2008: 713).

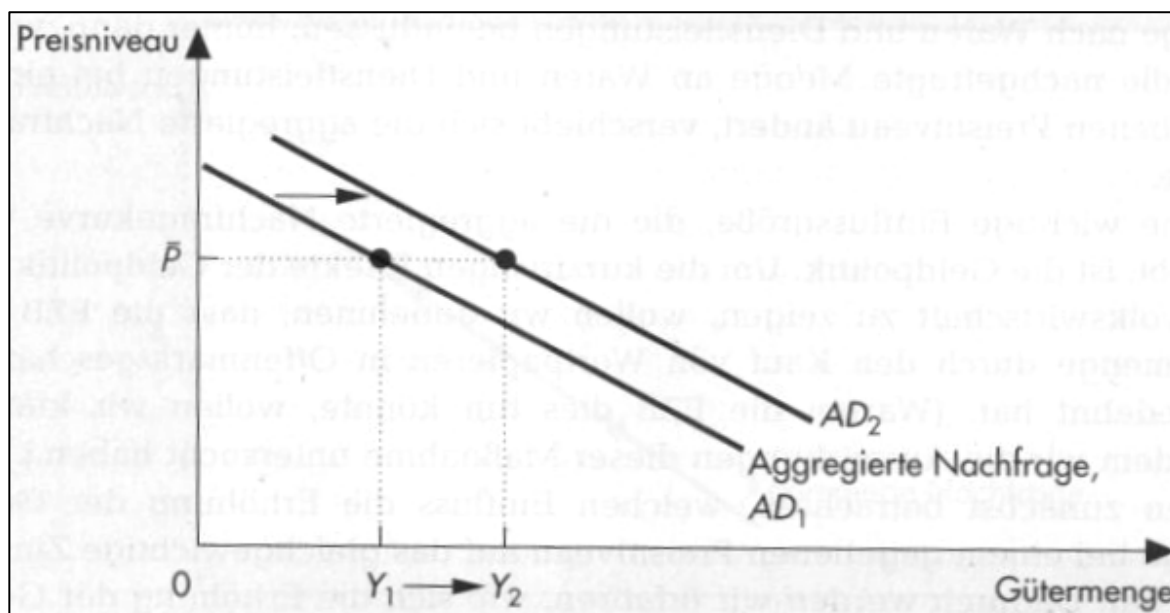
Folgende Darstellungen zeigen den Einfluss einer Veränderung der Geldmenge auf den Zinssatz, die Geldnachfrage und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Das Beispiel zeigt den Einfluss einer Erhöhung der Geldmenge bei gegebenem Preisniveau auf den Zinssatz.

Abbildung 1: Erhöhung des Geldangebotes durch die Zentralbank



Quelle: Mankiw u.a. 2008: 868.

Abbildung 2: Verschiebung der gesamtwirtschaftlichen Nachfragekurve



Quelle: Mankiw u.a. 2008: 868.

Durch eine Steigerung der Geldmenge von MS1 nach MS2 kommt es zu einer Rechtsverschiebung der Geldangebotskurve. Die Geldnachfrage bleibt in diesem Fall unverändert. Der Zinssatz muss zur Angleichung von Geldangebot und Geldnachfrage von  $r_1$  auf  $r_2$  sinken. Der niedrige Zinssatz reduziert die Kosten der Kreditaufnahme und die Erträge der Ersparnisse. Die Unternehmen steigern ihre Investitionen und die privaten Haushalte konsumieren mehr (z.B. Kauf von Häusern). Deswegen steigt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage bei einem bestimmten Preisniveau von  $Y_1$  auf  $Y_2$ . Die Geldmengenerhöhung steigert die nachgefragte Menge nach Waren und Dienstleistungen bei jedem Preisniveau. Damit verschiebt sich die gesamte Nachfragekurve nach rechts. Eine Verknappung der Geldmenge führt entgegengesetzt zu steigenden Zinsen, sodass bei jedem Preisniveau die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sinkt. Die Nachfragekurve verschiebt sich nach links (Mankiw u.a. 2008: 867f).

Unter dieser Geldmengensteigerung versteht man eine expansive Geldpolitik.

#### 2.4. Wechselkurse

Der Preis einer Währung in einer anderen ist der Wechselkurs. Wechselkurse spielen eine zentrale Rolle im internationalen Handel, sie ermöglichen einen Preisvergleich der Güter und Dienstleistungen verschiedener Länder. Ein inländischer Verbraucher kann die inländischen Produkte direkt vergleichen. Um aber z.B. den Preis eines deutschen Autos in Euro mit dem eines amerikanischen Autos in US-Dollar vergleichen zu können, muss er den relativen Preis des Euros in US-Dollar kennen. Mithilfe des Wechselkurses können Un-



ternehmen und Privathaushalte eine Umrechnung ausländischer in einheimische Preise vornehmen. Werden die Geldpreise von inländischen und importierten Gütern und Dienstleistungen in einer Währung ausgedrückt, kann man die relativen Preise berechnen, welche die internationalen Handelsströme und somit auch die Leistungsbilanzen beeinflussen (Krugman u.a. 2009: 424ff).

Ein Wechselkurs kann auf zwei Arten angegeben werden. Wird der Wechselkurs z.B. €0,87 pro US-Dollar ausgewiesen, so wird dies als Preisnotierung bezeichnet. Die Preisnotierung gibt an wie viele inländische Geldeinheiten eine ausländische Geldeinheit wert ist. In vielen angelsächsischen Ländern und auch im Euroraum wird jedoch überwiegend die Mengennotierung verwendet. Die Mengennotierung gibt an, wie viele ausländische Geldeinheiten man für eine inländische Geldeinheit erhält, z.B. \$1,15 pro Euro (Mankiw u.a. 2008: 775f).

Veränderungen der Wechselkurse bezeichnet man als Aufwertung oder als Abwertung. Ändert sich der relative Preis einer Währung so, dass für den Erwerb einer Einheit ausländischer Währung weniger Einheiten inländischer Währung nötig sind, so spricht man von einer Aufwertung der inländischen Währung. Sind jedoch für den Erwerb einer Einheit ausländischer Währung mehr Einheiten inländischer Währung von Nöten als zuvor, wird diese Veränderung als Abwertung der inländischen Währung bezeichnet (Mankiw u.a. 2008: 776).

Die Bezeichnung von Wechselkursänderungen kann allerdings auch irreführend sein. Steigt z.B. der Wechselkurs des US-Dollars zum Euro (in Mengennotierung) von \$1,15 auf \$1,20, so wurde der Euro aufgewertet, da nun mehr US-Dollars mit einem Euro erworben werden können. Die Aufwertung der einen Währung ist jedoch stets auch die Abwertung der anderen. In dem Beispiel wurde der US-Dollar gegenüber dem Euro abgewertet, da nun mit einem US-Dollar weniger Euros erworben werden können. Um Missverständnisse auszuschließen, muss immer klar erkennbar sein, welche Währung gegenüber der anderen auf- oder abgewertet wurde (Krugman u.a. 2009: 427/ Mankiw u.a. 2008: 776).

Die Abwertung der Währung eines Landes führt dazu, dass die Exporte dieses Landes für Ausländer billiger werden. Importe werden für Inländer dementsprechend teurer. Eine Aufwertung der inländischen Währung hat den gegenteiligen Effekt. Ausländer müssen mehr für die Produkte des betreffenden Landes zahlen, während Inländer weniger für ausländische Produkte bezahlen (Krugman u.a. 2009: 427).

Die Nachfrage nach Importen und Exporten wird von den relativen Preisen beeinflusst. Darunter versteht man z.B. den Preis von britischen Pullovern in amerikanische Jeans, also wie viele amerikanische Jeans bekommt man für einen britischen Pullover? Ein Wechselkurs von \$1,50 pro Pfund bedeutet, dass ein Amerikaner für einen Pullover der in Großbritannien 50 Pfund kostet, 75 US-Dollar bezahlt. Die amerikanische Jeans hat einen Preis von 45 US-Dollar.

Somit ist der Pulloverpreis in Jeans ( $\$75$  pro Pullover) / ( $\$45$  pro Jeans) = 1,67 Jeans pro Pullover. Für einen Briten gilt natürlich derselbe relative Preis. Also  $(50 \text{ Pfund pro Pullover}) / (30 \text{ Pfund pro Jeans}) = 1,67$  Jeans pro Pullover. Folgende Tabelle zeigt die relativen Preise, die sich bei verschiedenen Wechselkursen ergeben, dabei wird davon ausgegangen, dass sich der Geldpreis der Güter nicht verändert (Krugman u.a. 2009: 427).

*Tabelle 3: Wechselkurs des US-Dollars gegenüber dem Pfund und relative Preise amerikanischer Jeans und britischer Pullover*

Wechselkurs (Dollar/Pfund)	1,25	1,5	1,75
Relativpreis (Jeans/Pullover)	1,39	1,67	1,94

Quelle: Krugman u.a. 2009: 427.

In der Tabelle kann man erkennen, dass konstante Geldpreise in den jeweiligen Ländern vorausgesetzt, eine Aufwertung des Dollars gegenüber dem Pfund den in Jeans ausgedrückten Preis der Pullover senkt. Der amerikanische Konsument erhält mehr Pullover pro Jeans. Eine Abwertung des Dollars gegenüber dem Pfund hebt den in Jeans ausgedrückten Preis für Pullover. Der amerikanische Käufer erhält nun weniger Pullover pro Jeans. Daraus kann man schlussfolgern, dass eine Aufwertung der inländischen Währung die relativen Preise der Exporte des betreffenden Landes hebt und die relativen Preise seiner Importe senkt. Eine Abwertung würde im umgekehrten Fall die relativen Preise der Exporte des Landes senken und die relativen Preise der Importe heben (Krugman u.a. 2009: 427f).

Der Wechselkurs wird durch Interaktionen derjenigen Privathaushalte, Unternehmen und Finanzinstitutionen bestimmt, die für internationale Zahlungen Fremdwährungen kaufen und verkaufen. Den Markt für den Handel von Fremdwährungen nennt man Devisenmarkt. Die wichtigsten Akteure sind Geschäftsbanken, internationale Unternehmen, andere Finanzinstitutionen wie Versicherungsgesellschaften sowie die Zentralbanken. Geschäftsbanken stehen im Zentrum des Devisenmarktes, da die Mehrheit der Devisentransaktionen beim Austausch von Bankeinlagen verschiedener Währungen getätigt werden. Geschäftsbanken sind gut geeignet um Käufer und Verkäufer von Devisen zusammenzuführen, da sie z.B. durch den umfangreichen Kauf von Devisen viele Käufer gleichzeitig bedienen kann und somit den Aufwand und die Kosten für ihre Kunden senkt. Multinationale Unternehmen sind oft am Devisenmarkt tätig, da sie oft Zahlungen in Währungen erhalten oder leisten, welche im Land ihres Hauptsitzes nicht gelten. Auch bankfremde Investoren wie beispielsweise Pensionsfonds oder Hedgefonds sind am Devisenmarkt aktiv. Zentralbanken intervenieren auch an den Devisenmärkten. Das Volumen der Zentralbanktransaktionen ist im Vergleich zu den Geschäftsbanken ge-

wöhnlich nicht groß. Die Zentralbanken agieren aber mit großer Regelmäßigkeit am Devisenmarkt. Sie haben einen großen Einfluss, da sie von den Akteuren am Devisenmarkt genau beobachtet werden. Die Marktteilnehmer ziehen aus dem Verhalten der Zentralbanken Rückschlüsse auf deren zukünftige makroökonomische Politik, welche sich wiederum auf die Wechselkurse auswirken kann (Krugman u.a. 2009: 428f).

### *2.5. Nachfrage nach Fremdwährungseinlagen*

Die Nachfrage nach Fremdwährungseinlagen wird bestimmt durch die Erwartung hinsichtlich ihres zukünftigen Wertes. Dieser zukünftig zu erwartende Wert hängt von ihrem Zinssatz und von der zu erwartenden Veränderung ihres Wechselkurses gegenüber anderen Währungen ab. Entscheidend ist hier die erwartete reale Rendite der Vermögenswerte. Renditen kann man allerdings nur dann vergleichen, wenn diese in der gleichen Maßeinheit angegeben werden, z.B. in US-Dollar oder Euro. Es gibt jedoch für Sparer auch andere Qualitäten. Einige Vermögenswerte werden nicht nur wegen der erwarteten Renditen geschätzt. Weitere wichtige Eigenschaften sind beispielsweise das Risiko, das heißt die Unsicherheits- und Zufälligkeitsfaktoren, welche den Vermögenswert beeinflussen und die Liquidität, also die Möglichkeit den Vermögenswert zu verkaufen, bzw. einzutauschen. Sparer lehnen häufig einen Vermögenswert trotz hoher erwarteter Rendite ab, wenn dieser ein starkes Schwankungsrisiko birgt (Krugman u.a. 2009: 437ff).

Um die Rendite auf eine Währungseinlage zu berechnen, braucht es zwei Informationen. Einerseits die Entwicklung des Marktwertes der Einlage und andererseits die Entwicklung der Wechselkurse. Unter dem Zinssatz versteht man hier den Betrag in dieser Währung, den ein Individuum in einem Jahr verdienen kann, wenn es eine Währungseinheit für ein Jahr verleiht. Der Zinssatz des Dollars ist demnach der Betrag, der für das einjährige Ausleihen eines Dollars entrichtet werden muss. Für den Kauf eines Schatzwechsels der USA erhält man den Dollarzinssatz, denn damit leiht man dem amerikanischen Staat Dollars. Der Zinssatz einer Fremdwährung gibt demnach die Rendite auf Einlagen in dieser Währung wieder (Krugman u.a. 2009: 440ff).

Die zweite Information ist die erwartete Veränderung des Wechselkurses zwischen der Inlands- und der Fremdwährung für einen bestimmten Zeitraum. Um also zu beurteilen, welche Einlage die höhere erwartete Rendite bietet, muss man berechnen, wie viele Einheiten inländischer Währung man zurück erhält, wenn man mit Inlandswährung eine Fremdwährungseinlage kauft. Um also beispielsweise aus deutscher Sicht die Renditen aus Euro- und Dollareinlagen beurteilen zu können, muss berechnet werden, wie viele Euros man zurückerhält, wenn man mit Euros eine Dollareinlage kauft. Auf diese Weise errechnet sich die Euroverzinsung einer Dollareinlage, denn man vergleicht ihren heutigen Europreis mit ihrem Eurowert in einem Jahr (Krugman u.a. 2009:

440ff).

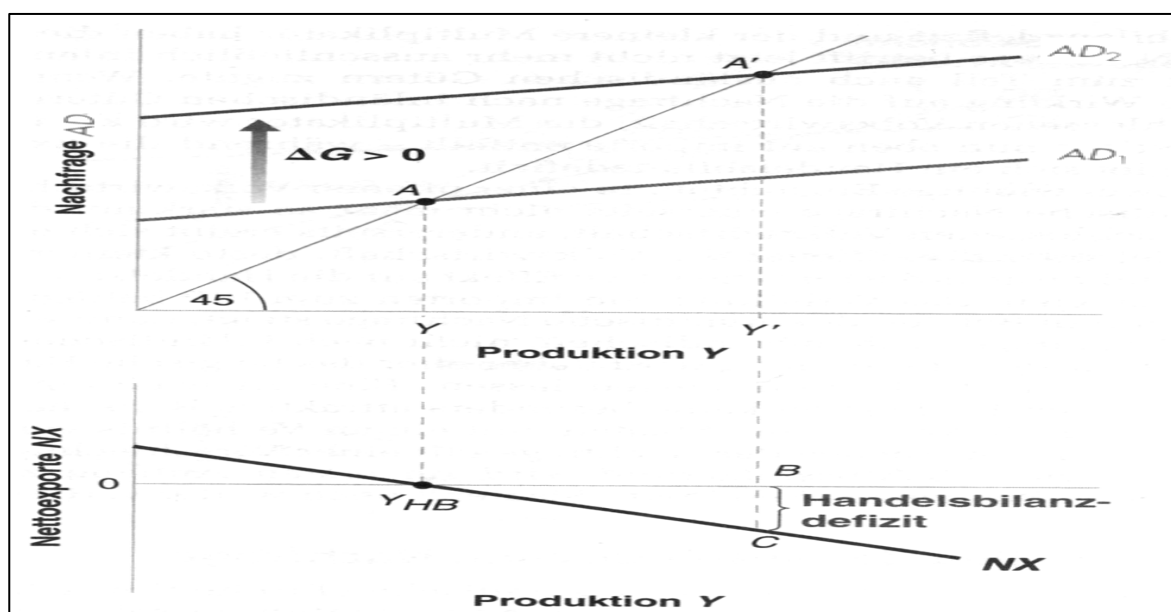
Die Nachfrage nach Fremdvermögenswerten hängt jedoch nicht nur von erwarteten realen Renditen sondern auch vom Risiko und der Liquidität ab. Das bedeutet, selbst wenn die Euroverzinsung höher ist als die Dollarverzinsung, werden Euroeinlagen gemieden, falls ihre Rendite starken Schwankungen unterliegt. Auch Liquiditätsfaktoren beeinflussen Marktteilnehmer bei der Wahl, welche Währung sie halten wollen. So halten aufgrund der hohen Liquidität viele Marktteilnehmer amerikanische Dollars, da diese in vielen Teilen der Welt als Zahlungsmittel akzeptiert werden (Krugman u.a. 2009: 444f).

## 2.6. Staatsverschuldung

Nicht nur die Geldpolitik einer Zentralbank hat Einfluss auf die Entwicklung einer Volkswirtschaft. Die Regierung kann mithilfe der Fiskalpolitik, also den Einnahmen und den Ausgaben des Staates, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen erhöhen oder senken.

Nehmen wir an die Regierung beschließt, die Staatsausgaben zu erhöhen, um so die inländische Nachfrage zu steigern. Diese Maßnahme hat Auswirkungen auf die Produktion und auf die Handelsbilanz. Folgende Grafik zeigt die Auswirkungen einer expansiven Fiskalpolitik auf die Produktion und auf die Handelsbilanz. Vor der Erhöhung der Staatsausgaben war die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch die Gerade  $AD_1$  beschrieben, das Gleichgewicht befand sich im Punkt A, die Produktion im Gleichgewicht war  $Y$ . Zur Vereinfachung sei in der Ausgangssituation eine ausgeglichene Handelsbilanz,  $Y_{HB}$  unterstellt. Demnach gilt in der folgenden Abbildung  $Y = Y_{HB}$  (Blanchard u.a. 2009: 560f).

Abbildung 3: Auswirkung einer Erhöhung der Staatsausgaben



Quelle: Blanchard u.a. 2009: 561.

Durch eine Erhöhung der Staatsausgaben um  $\Delta G$ , ist für jedes Produktionsniveau die Nachfrage um  $\Delta G$  höher. Die Funktion der aggregierten Nachfrage verschiebt sich also um  $\Delta G$  von AD1 nach oben auf AD2. Das Gleichgewicht verschiebt sich von A nach A'. Die Produktion steigt mehr als die Staatsausgaben von Y auf Y', Grund hierfür ist der Multiplikatoreffekt (Blanchard u.a. 2009: 561). Dieser beschreibt die zusätzlichen positiven Verschiebungen der aggregierten Nachfrage, die sich ergeben, wenn eine expansive Fiskalpolitik die Einkommen und dadurch die Ausgaben der Konsumenten erhöht (Mankiw u.a. 2008: 871f).

Die Staatsausgaben verändern auch die Handelsbilanz, da sie weder in die Export- noch in die Importfunktion direkt eingehen, verschiebt sich die Relation zwischen den Nettoexporten und der Produktion nicht. Der Anstieg der Produktion von Y auf Y' führt demnach zu einem Handelsbilanzdefizit in Höhe von BC. Grund für das Handelsbilanzdefizit ist die Nachfragesteigerung, welche sich nicht ausschließlich auf inländische Güter, sondern auch auf ausländische Güter auswirkt. Ein Teil des Nachfrageanstiegs entfällt somit auf Importe, während die Exporte unverändert bleiben, dadurch ergibt sich ein Handelsbilanzdefizit (Blanchard u.a. 2009: 561f).

### **3. Makroökonomische Zielstellung: Außenwirtschaftliches Gleichgewicht**

Makroökonomische Zielstellungen einer offenen Volkswirtschaft sind das binnenwirtschaftliche und das außenwirtschaftliche Gleichgewicht. Unter dem binnenwirtschaftlichen Gleichgewicht versteht man vereinfacht die Vollbeschäftigung aller Ressourcen einer Volkswirtschaft und die innere Preisniveaustabilität. Unter dem außenwirtschaftlichen Gleichgewicht versteht man, dass die Leistungsbilanz einer Volkswirtschaft weder ein zu hohes Defizit, noch einen zu hohen Überschuss aufweist. Bei diesem Ziel soll verhindert werden, dass das Land seine Schulden gegenüber dem Ausland nicht mehr zurückzahlen kann, bzw. dass das Ausland in eine solche Lage gerät (Krugman u.a. 2009: 655).

Diese oben aufgeführten einfachen Definitionen des binnenwirtschaftlichen und außenwirtschaftlichen Gleichgewichts erfassen die Ziele, die von den meisten politischen Entscheidungsträgern angestrebt werden. Dennoch gibt es in der Praxis noch andere potenzielle politische Problemstellungen, die diese Definitionen nicht abdecken. So können Politiker neben der Vollbeschäftigung und der Preisniveaustabilität auch eine bestimmte Einkommensverteilung für ihr Land anstreben. Auch Veränderungen in der Zahlungsbilanz, die nicht auf die Leistungsbilanz zurückzuführen sind, können Politiker bei ihren Entscheidungen beeinflussen. Eine klare Trennung zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Zielen ist nicht immer möglich. In welche Kategorie ordnet man beispielsweise ein bestimmtes Beschäftigungsziel für die Exportbranche ein?

Dieses Beispiel tangiert Unterziele der Vollbeschäftigung, beeinflusst aber auch das Exportwachstum und damit die Fähigkeit eines Landes seine Schulden gegenüber dem Ausland zu begleichen (Krugman u.a. 2009: 655f).

Binnenwirtschaftliche Ziele sind nicht Gegenstand dieser Arbeit, deswegen konzentriert sich dieses Kapitel, soweit möglich auf das außenwirtschaftliche Gleichgewicht.

### *3.1. Außenwirtschaftliches Gleichgewicht*

Der Begriff des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts ist nicht leicht zu definieren. Es können für die Außenbeziehungen eines Landes keine einfachen Maßstäbe wie z.B. Vollbeschäftigung oder Preisstabilität angelegt werden, wie es beim binnenwirtschaftlichen Gleichgewicht denkbar ist. Es hängt von verschiedenen Faktoren ab, ob der Handel eines Landes mit dem Ausland makroökonomische Probleme mit sich bringt. So kann beispielsweise die besondere Lage einer Volkswirtschaft, die Bedingungen der sie umgebenden Welt und die institutionellen Regelungen Einfluss auf die außenwirtschaftlichen Beziehungen einer Volkswirtschaft haben. Auch der Wechselkurs spielt bei der Festlegung eines außenwirtschaftlichen Gleichgewichts eine Rolle. So kann eine Volkswirtschaft, welche sich verpflichtet hat, den Wechselkurs seiner Währung gegenüber einer Fremdwährung zu fixieren, das außenwirtschaftliche Gleichgewicht durchaus anders definieren, als eine Volkswirtschaft deren Währung schwankt (Krugman u.a. 2009: 657).

Die Leistungsbilanzsalden aller Volkswirtschaften müssen sich definitionsgemäß zu Null addieren. Das bedeutet, dass einer externen Gläubigerposition immer eine entsprechende externe Schuldnerposition im Rest der Welt gegenübersteht. Deswegen werden ausgeglichene Leistungsbilanzsalden zur Vermeidung wirtschaftlicher Ungleichgewichte oft als politische Zielvorgabe genannt. Ein Beispiel hierfür ist das deutsche Stabilitäts- und Wachstumsgesetz von 1967. Das hier genannte Ziel eines außenwirtschaftlichen Gleichgewichts wird in der Regel als Vermeidung eines Leistungsbilanzsaldos interpretiert (Rübel 2009: 12).

Das außenwirtschaftliche Gleichgewicht wird also häufig mit einer ausgeglichenen Leistungsbilanz gleichgesetzt. Diese Aussage kann in vielen Fällen richtig sein, taugt jedoch keinesfalls als allgemeingültige Regel. Ein Leistungsbilanzdefizit kann durchaus wünschenswert sein. Hier leiht sich ein Land Ressourcen vom Ausland, welche es in der Zukunft zurückzahlen muss. Die Investitionsmöglichkeiten könnten in diesem Land rentabler sein als im Ausland, so stellt die spätere Rückzahlung der geliehenen Ressourcen kein Problem dar. Der zu erwartende Ertrag der Investition muss hierbei höher sein als der Kapitalbetrag und die Zinsen des Kredits. Auch ein Leistungsbilanzüberschuss stellt kein Problem dar, solange das inländische Sparen zu Investitionen im Ausland führt, welche profitabler sind als im Inland (Krugman u.a. 2009:

657).

Leistungsbilanzungleichgewichte können also auch ein Indikator für Außenhandelsgewinne sein. Sie spiegeln den Tausch von Konsummöglichkeiten zu verschiedenen Zeitpunkten wider. Volkswirtschaften verzeichnen Außenhandelsgewinne, wenn sich ihre Möglichkeiten zur Produktion zu einem bestimmten Zeitpunkt unterscheiden, sie sich auf ihre Stärken konzentrieren und Außenhandel treiben. Investitionen sollten demnach immer in die Volkswirtschaft fließen, die am besten geeignet ist, gegenwärtigen in zukünftigen Konsum zu verwandeln (Krugman u.a. 2009: 657f).

Ein anhaltendes Leistungsbilanzdefizit kann also auch ein Anzeichen für eine starke globale Nachfrage nach inländischen Finanzanlagen sein. Ist eine Volkswirtschaft für Auslandsinvestoren besonders attraktiv, kann sie sich leisten weniger zu sparen, als zu investieren (Breuss 2006: 28f).

Länder mit wenig produktiven Investitionsmöglichkeiten sollten in lukrativere Investitionen im Ausland investieren. Sie werden dadurch Nettoexporteure gegenwärtig verfügbarer Produktion und weisen deswegen einen Leistungsbilanzüberschuss auf. Die Länder mit den verhältnismäßig besseren Investitionsmöglichkeiten werden Nettoimporteure gegenwärtig verfügbarer Produktion und weisen deswegen ein Leistungsbilanzdefizit auf. Um den Austausch gegenwärtiger gegen zukünftige Produktion abzuschließen, sollten die Länder mit den besseren Investitionsmöglichkeiten, sobald diese sich auszahlen, Produkte in die Länder mit den schlechteren Investitionsmöglichkeiten exportieren (Krugman u.a. 2009: 658).

Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz können als Indikator für die internationale Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Volkswirtschaften herangezogen werden. Überschussländer wie z.B. Deutschland haben komparative Vorteile im Handel von Waren und Dienstleistungen, während chronische Defizitländer wie z.B. die USA mit komparativen Nachteilen behaftet sind ((Breuss 2006: 29).

Auch können mit Hilfe von Auslandskrediten Produktionsausfälle wie z.B. eine Missernte ausgeglichen werden. Ohne eine solche Kreditaufnahme wäre der Preis der gegenwärtigen Produktion, gemessen in zukünftiger Produktion, teurer als im Ausland. Intertemporaler Handel hebt diesen Preisunterschied auf und ist somit für beide Seiten von Vorteil (Krugman u.a. 2009: 658).

Das Ziel, dass die Leistungsbilanz sämtlicher Volkswirtschaften ausgeglichen sein sollte, übersieht diese Außenhandelsgewinne, welche sich durch intertemporalen Handel erzielen lassen. Deshalb wird kein Land eine ausgeglichene Leistungsbilanz unter allen Umständen zum politischen Ziel erklären. Allerdings versteht man unter einem außenwirtschaftlichen Gleichgewicht stets ein gewisses Leistungsbilanzziel, welches von den politischen Entscheidungsträgern angestrebt wird. Diese Zielgröße ist selten gleich null, dennoch versuchen die meisten Regierungen ein zu großes Leistungsbilanzdefizit oder einen übermäßigen Leistungsbilanzüberschuss zu vermeiden, wenn diese nicht

eindeutig durch intertemporale Außenhandelsgewinne gerechtfertigt sind. Allerdings ist es schwer exakt zu bestimmen, welcher Stand der Leistungsbilanz die Gewinne des intertemporalen Handels maximiert. Leistungsbilanzen können sich schnell und unvorhergesehen verändern, sobald eine neue konjunkturelle Lage eintritt, was es umso schwieriger macht ein angestrebtes Ziel einzuhalten. Starke Ungleichgewichte können jedoch Probleme verursachen (Krugman u.a. 2009: 658).

### *3.2. Probleme übermäßiger Leistungsbilanzdefizite*

Ein hohes Leistungsbilanzdefizit kann ein Problem darstellen. Es zeigt die Verschuldung einer Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland. Dies ist dann kein Problem, wenn die geliehenen Mittel in produktive einheimische Investitionen fließen, welche sich aus ihrem zukünftigen Ertrag selbst finanzieren. Probleme entstehen allerdings, wenn die ausgeprägten Leistungsbilanzdefizite einen zeitweilig hohen Konsum der Volkswirtschaft widerspiegeln. Dies kann z.B. durch zu optimistisch oder schlecht geplante Investitionen geschehen, welche nicht die erhofften Erträge zur Rückzahlung der Auslandsschulden erzielen. Ist dies der Fall, sollte die Regierung das Leistungsbilanzdefizit senken, bevor die Volkswirtschaft Probleme bei der Rückzahlung ihrer Auslandsschulden bekommt (Krugman u.a. 2009: 658f).

Eine Volkswirtschaft, die hohe Ungleichgewichte in Form eines Leistungsbilanzdefizits aufweist, muss in Zukunft einen wachsenden Teil ihres Bruttonationaleinkommens als Zinszahlungen an ausländische Gläubiger leisten (Bofinger 2007: 300f). Sie erweitert durch Kredite ihren Konsumspielraum heute, schränkt dadurch aber den Konsumspielraum in der Zukunft ein (Breuss 2006: 28).

Auch eine stark expansive Fiskalpolitik kann das Leistungsbilanzdefizit anwachsen lassen. Verbessert diese Politik nicht die Attraktivität einheimischer Investitionsmöglichkeiten, ist dies ein klares Signal dafür, dass die Volkswirtschaft das außenwirtschaftliche Gleichgewicht durch eine veränderte Wirtschaftspolitik wiederherstellen sollte (Krugman u.a. 2009: 658f).

Fällt es einer Volkswirtschaft schwer, ihren Zahlungsverpflichtungen aus früheren Auslandskrediten nachzukommen, gewähren ausländische Gläubiger neue Kredite nur zögernd oder verlangen zunächst die sofortige Rückzahlung früherer Kredite. In solchen Fällen ist es der Regierung des Landes nicht möglich, ihre angestrebte außenwirtschaftliche Position selbst zu wählen, sondern sie wird von außen vorgegeben. Es ist notwendig, den Kreditbedarf gegenüber dem Ausland zu senken. Wächst das Leistungsbilanzdefizit, kann das Vertrauen ausländischer Investoren untergraben werden und so zum Entstehen einer Schuldenkrise beitragen (Krugman u.a. 2009: 658f).



### 3.3. Probleme übermäßiger Leistungsbilanzüberschüsse

Ein übermäßiger Leistungsbilanzüberschuss verursacht andere Probleme als ein Leistungsbilanzdefizit. Er zeigt an, dass die Volkswirtschaft Vermögenswerte im Ausland anhäuft. Das kann zum Problem werden, denn bei gegebenem Niveau des nationalen Sparens ist ein Leistungsbilanzüberschuss ein Indikator für abnehmende Investitionen in inländische Produktionsstätten. Das ergibt sich aus der Identität des Nationaleinkommens, welche besagt das sich das gesamte nationale Sparen auf inländische Investitionen und auf den Erwerb ausländischer Vermögenswerte aufteilt (Krugman u.a. 2009: 659).

$$\text{Nationales Sparen} = \text{Investitionen} + \text{Nettoexporte}$$

In der politischen Diskussion wird eine Verringerung des Leistungsbilanzdefizits bzw. eine Vergrößerung des Leistungsbilanzüberschusses oft positiv hervorgehoben. Begründet wird dies, mit einer Steigerung der Leistungsfähigkeit der Volkswirtschaft sowie einer Erhöhung der Konkurrenzfähigkeit inländischer Waren und Dienstleistungen auf dem Weltmarkt. Diese Argumente können zutreffen. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass im Ausmaß der Erhöhung des Leistungsbilanzüberschusses ein Nettokapitalexport erfolgen muss. Der Leistungsbilanzüberschuss muss also nicht zwingend eine gute internationale Konkurrenzfähigkeit und Standortstärke ausdrücken. Denkbar ist auch, dass inländische Kapitalanleger im Inland keine hinreichende Rentabilität erwarten und ihr Kapital deswegen im Ausland anlegen. Der Kapitalexport in Form von Direktinvestitionen bedeutet einen Export zukünftiger Arbeitsplätze (Rübel 2009: 12).

Politische Entscheidungsträger sind meist bemüht, die durch das inländische Sparen ermöglichten Investitionen im Inland zu halten. Sie können leichter besteuert werden, als Vermögenswerte im Ausland und eine Zunahme des einheimischen Kapitalstocks kann zur Senkung der Arbeitslosigkeit beitragen. Dies führt zu einem höheren Nationaleinkommen als eine Zunahme der ausländischen Vermögenswerte in gleicher Höhe. Ein anderer nicht außer Acht zu lassender Punkt ist der Wissenstransfer, bei Investitionen im Inland können andere einheimische Produzenten von der Verbreitung des technologischen Wissens profitieren, das von dem investierenden Unternehmen nicht selbst verwendet werden kann (Krugman u.a. 2009: 659).

Der Verlust von einem Teil des Auslandvermögens ist eines der größten Probleme. Zeigt ein inländischer Leistungsbilanzüberschuss eine übermäßige Auslandsverschuldung von Ausländern an, dann muss geprüft werden ob das betreffende Land in Zukunft in der Lage sein wird seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Hat das Ausland mehr Kredit aufgenommen, als es zurückzahlen kann, verliert das Inland einen Teil seines Auslandsvermögens. Gibt ein Inländer einem anderen geliehenes Geld nicht zurück, führt das lediglich zu einer Umverteilung innerhalb des Landes. Ist das Inland jedoch nicht in der Lage, das ihm geschuldete Geld einzutreiben, führt das zu einer Senkung

des nationalen Reichtums (Krugman u.a. 2009: 659).

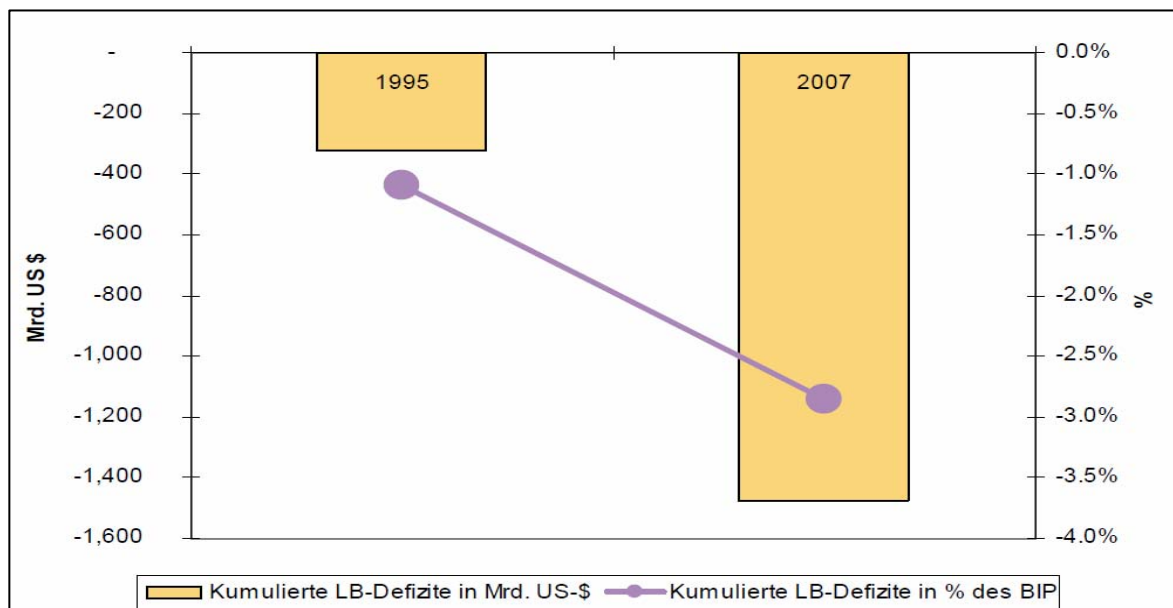
Ein übermäßiger Leistungsbilanzüberschuss kann auch politisch unangenehm werden. Solche Länder ziehen manchmal diskriminierende protektionistische Maßnahmen von Handelspartnern mit einem hohen Leistungsbilanzdefizit auf sich. Regierungen sollten daher bemüht sein den Leistungsbilanzüberschuss einzudämmen, um schädliche Handelsbeschränkungen abzuwenden (Krugman u.a. 2009: 659).

#### 4. Risiken globaler Ungleichgewichte am Beispiel der Finanzmarktkrise

##### 4.1. Entwicklung und Verteilung der globalen Ungleichgewichte

Wenn man sich die Entwicklung der globalen Leistungsbilanzungleichgewichte ansieht, kann man erkennen, dass sich diese seit Mitte der 1990er Jahre bis zum Ausbruch der Finanzkrise fast vervierfacht haben. Dieses stetige rasche Anwachsen der Leistungsbilanzsalden wurde vor dem Ausbruch der Finanzmarktkrise als eine der größten Bedrohungen für die stabile Entwicklung der Weltwirtschaft eingeschätzt. Das bloße Auftreten von Leistungsbilanzsalden rechtfertigt jedoch eine solche Aussage nicht. Exportüberschüsse auf der einen und Importüberschüsse auf der anderen Seite sind nicht zwingend negativ zu beurteilen. Als Spiegelbild der Investitions- und Sparentscheidung einer Volkswirtschaft zeigen Leistungsbilanzungleichgewichte nur den Transfer überschüssiger Ersparnisse von einer Ökonomie in eine andere. Folgende Abbildung zeigt das Ausmaß des kumulierten weltweiten Leistungsbilanzdefizits, welches sich in der Zeit von 1995 bis 2007 von rund 300 Milliarden US-Dollar auf über 1400 Milliarden US-Dollar ausgeweitet hat. Damit erreichte rund 3% es des globalen Bruttoinlandsproduktes (KfW 2009: 2f).

Abbildung 4: Kumulierte globale Leistungsbilanzdefizite 1995 und 2007

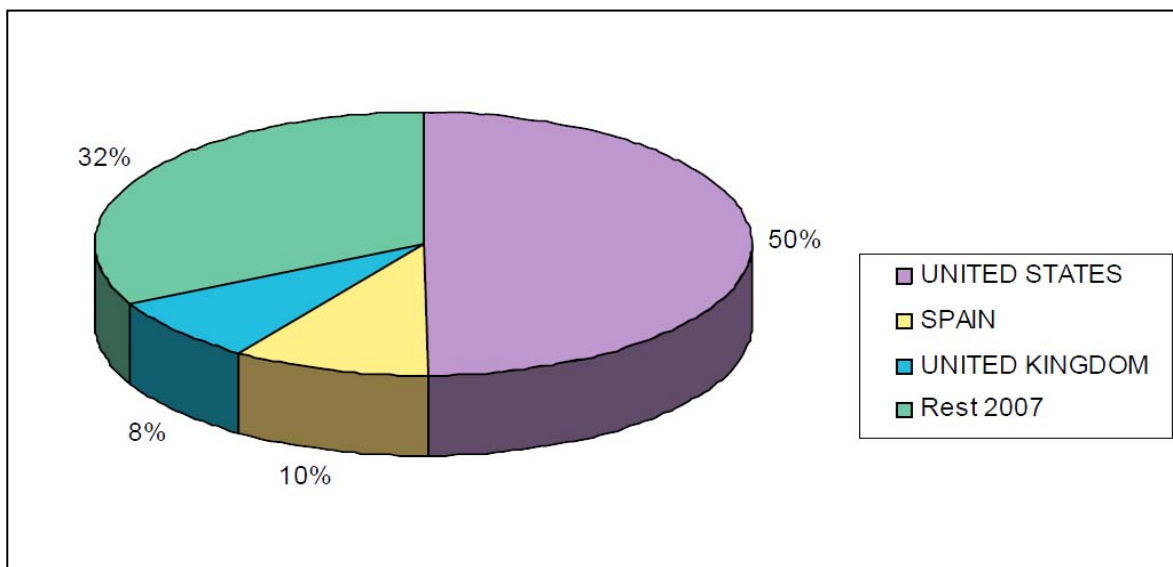


Quelle: KfW 2009: 2.

Dennoch können Leistungsbilanzdefizite eine Bedrohung für die Weltwirtschaft darstellen, besonders wenn man sich deren starkes Wachstum und das Ausmaß verdeutlicht. Fließen die internationalen Kapitalströme nicht in die Investitionen mit den nachhaltig höchsten Renditen, kann es zu einer Blasenbildung kommen. Bei einem Abbau dieser Ungleichgewichte kann es zu Anpassungskrisen kommen, welche sich je nach Größe des Ungleichgewichts nur regional auf bestimmte Länder oder auf die ganze Weltwirtschaft auswirken können (KfW 2009: 2f).

Aber nicht nur die Höhe der Leistungsbilanzsalden ist bedenklich, sondern auch die Konzentration auf wenige Volkswirtschaften. Die Leistungsbilanzdefizite verteilten sich 2007 zu 50% Prozent auf die USA, gefolgt von Spanien mit 10% und Großbritannien mit 8% (KfW 2009: 3). Die USA stehen für einen erheblichen Anteil am aggregierten Leistungsbilanzdefizit. Diese Konstellation gilt als das Synonym für die globalen Handelsungleichgewichte (KfW 2009: 3/Weber 2007).

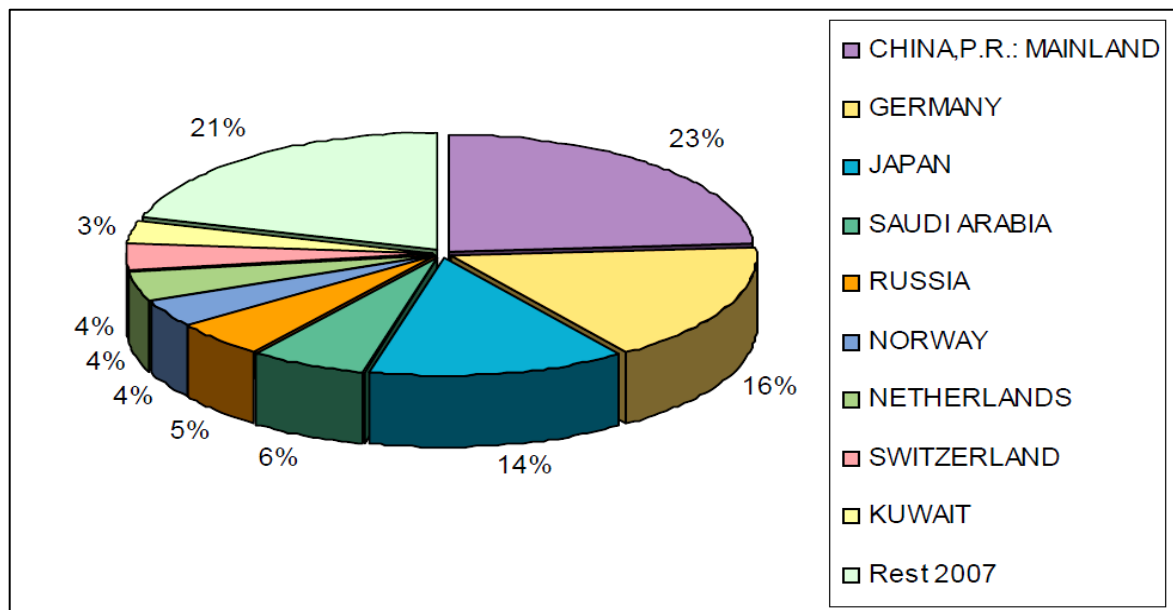
*Abbildung 5: Verteilung der Leistungsbilanzdefizite 2007*



Quelle: KfW 2009: 3.

Die Verteilung der Leistungsbilanzüberschüsse ist weniger konzentriert. Die größten Überschussländer sind neben den klassischen Industrieländern, Deutschland mit 16% und Japan mit 14%, insbesondere China mit 23% und die Erdöl exportierenden Länder (KfW 2009: 3).

Abbildung 6: Verteilung der Leistungsbilanzüberschüsse 2007

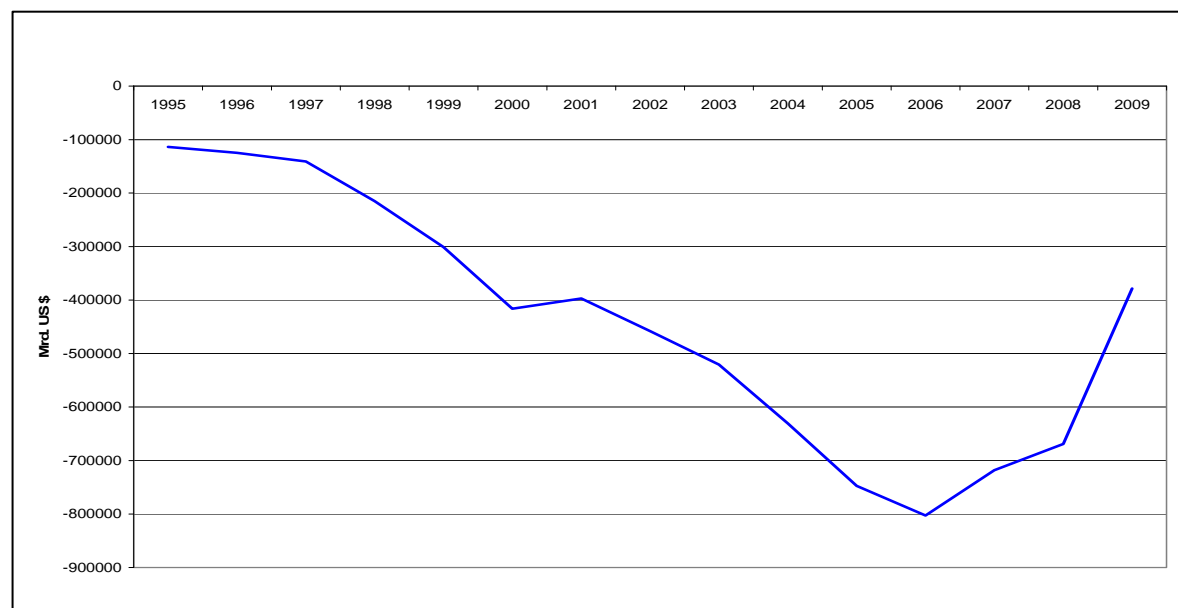


Quelle: KfW 2009: 3.

#### 4.2. Die Amerikanische Leistungsbilanz

Die USA haben das höchste Leistungsbilanzdefizit aller Volkswirtschaften der Welt, 2006 erreichte es mit 800 Mrd. US-Dollar bzw. 6% (IMF 2010: 195) des Bruttoinlandsprodukts der USA seinen bisherigen Höchststand. Folgende Abbildung zeigt die Entwicklung des Leistungsbilanzdefizits der USA.

Abbildung 7: Jährlicher Leistungsbilanzsaldo der USA 1995 bis 2009



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Bureau of Economic Analysis 2010.

Der starke Anstieg des Leistungsbilanzdefizits um die Jahrtausendwende wurde sehr kritisch beobachtet und führte zu Warnungen. Ein Defizit dieser Grö-

Benordnung würde nicht dauerhaft durch ausländische Investoren finanziert und stelle eine Bedrohung für die weltwirtschaftliche Stabilität dar (KfW 2009: 6/Sachverständigenrat 2006: 122).

Aus der ökonomischen Theorie ist keine langfristig tragbare Defizitquote abzuleiten. Leistungsbilanzdefizite führen aber zur Anhäufung von Auslandsschulden. Ausländische Kreditgeber werden nur so lange Kredite gewähren, wie sie überzeugt sind, dass die verschuldete Volkswirtschaft diese inklusive Zinsen am Ende eines unendlichen Zeithorizonts begleichen kann (KfW 2009: 6f).

Das Bureau of Economic Analysis im US-Handelsministerium erstellt eine jährliche Schätzung über das Nettoauslandsvermögen der USA, d.h. die Auslandsforderungen abzüglich der Auslandsverbindlichkeiten. Die Schätzung für 2006 ergab, dass die USA eine weitaus größere negative Nettoauslandsvermögensposition hatten als irgendeine andere Volkswirtschaft. Das Nettoauslandsvermögen belief sich auf -2.539,6 Mrd. US-Dollar. Zum Vergleich die Auslandsschulden sämtlicher Volkswirtschaften Mittel- und Osteuropas beliefen sich auf 759 Mrd. US-Dollar im Jahre 2006. Um diese Zahlen zu bewerten, muss die Bedeutung der amerikanischen Wirtschaft berücksichtigt werden. Die Nettoauslandsverschuldung der USA macht nur 20 Prozent ihres BIP aus, während die der Schuldner in Mittel- und Osteuropa rund 50 Prozent ihres gemeinsamen BIP betrug. Die Außenverschuldung belastet die Einkommen in den USA also weniger, als es für Schuldnerländer mit höherer Verschuldung in Verhältnis zum BIP der Fall ist (Krugman u.a. 2009: 414f).

Die Vereinigten Staaten hatten im Vergleich zu vielen ihrer Wirtschaftspartner ab der zweiten Hälfte der 1990er Jahre ein sehr hohes Wirtschaftswachstum. Von 1996 bis 2000 lag die durchschnittliche Wachstumsrate in den USA bei 4,1%, das bedeutet, in fünf Jahren stieg das reale BIP um insgesamt 20,5%. Zum Vergleich im Euroraum lag die durchschnittliche Wachstumsrate im gleichen Zeitraum bei 2,7%, das entspricht einem Zuwachs von 13,5% in fünf Jahren. Auch in den Jahren von 2000 bis 2006 lag das Wirtschaftswachstum in den USA deutlich höher als z.B. im Euroraum. Die Importe, welche von der Entwicklung des amerikanischen BIP abhängen, haben deshalb weit stärker zugenommen als die Exporte, welche von der Entwicklung im Rest der Welt abhängen. Ein hohes Wachstum muss allerdings nicht notwendigerweise ein höheres Leistungsbilanzdefizit bedeuten. Sind der Nachfrageanstieg und das Wachstum vor allem auf eine gestiegene ausländische Nachfrage zurückzuführen, kann eine Volkswirtschaft schnell wachsen und dennoch eine ausgeglichene Leistungsbilanz aufweisen. Im Fall der USA gab es jedoch einen starken Anstieg der inländischen Nachfrage. Das anhaltende Wachstum wurde durch eine hohe Konsum- und Investitionsnachfrage gestützt und vergrößerte deshalb das Leistungsbilanzdefizit (Blanchard u.a. 2009: 571).

Schuppan sieht die Gründe der zu geringen Exporte, gemessen an den Importvolumina der amerikanischen Volkswirtschaft, in den Differenzen der Pro-

portionen zwischen Industriellem Sektor und Dienstleistungssektor. Der industrielle Sektor liegt in den USA qualitativ unter denen anderer exportintensiver Volkswirtschaften wie z.B. Deutschland oder Japan. Als weiteren Grund führt Schuppan an, dass sich die Exportintensitäten vorwiegend auf Großkonzerne konzentrieren und der amerikanische Mittelstand traditionell binnenmarktorientiert aufgestellt ist. Als letzten Grund nennt er den langfristigen Verlust der internationalen Wettbewerbsfähigkeit ganzer Branchen wie beispielsweise den Automobil-, Flugzeug- und Maschinenbau (Schuppan 2011: 270f).

Auch der starke Anstieg des Ölpreises von 21 US-Dollar pro Barrel am 11. Januar 2002, auf 145,16 US-Dollar am 4. Juli 2008 verteuerte die Energieimporte der USA deutlich. Was sich negativ auf die Leistungsbilanz auswirkte (Financial Times 2011).

Ein weiterer Grund für die Entwicklung des US-Leistungsbilanzdefizits liegt in der Erhöhung der Staatsausgaben. Wie in Kapitel 2 gezeigt wurde, führt eine expansive Fiskalpolitik über eine Verschiebung der Nachfragekurve zu einer Ausweitung des Handelsbilanzdefizits. Folgende Tabelle zeigt die Entwicklung des Staatshaushaltes der USA für die Jahre 2000 bis 2009.

*Tabelle 4: Jährlicher Staatshaushalt der USA in Mrd. US-Dollar*

Jahr	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Netto Staats- haus- halt	226,5	24,6	-306,9	-415,2	-387,8	-257,1	-152,7	-233,0	-663,6	-1.271,9

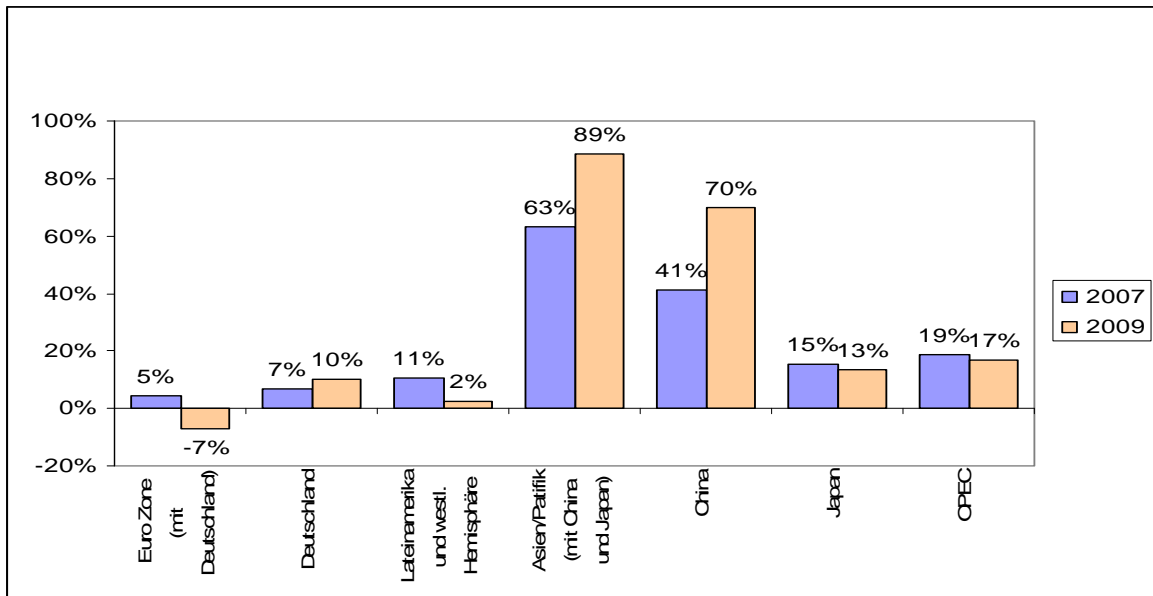
Quelle: Bureau of Economic Analysis 2010: National Income and Product Accounts Table.

Im Jahre 2000 startete Präsident Georg W. Bush ein massives Steuersenkungsprogramm, gleichzeitig trieben die Terroranschläge in New York und Washington im Jahr 2001 und die Kriege in Afghanistan und im Irak die Staatsausgaben in die Höhe. Das führte zu großen Staatshaushaltsdefiziten und zu einem Anstieg des US-Leistungsbilanzdefizits (Krugman u.a. 2009: 587).

#### *4.3. Finanziers des Kapitalimports in die USA*

Die regionale Verteilung des US-Leistungsbilanzdefizits ist sehr einseitig. Neben den Erdöl exportierenden Ländern entfällt der größte Anteil am Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten auf den asiatischen Raum. Folgende Grafik zeigt, dass allein China und Japan 2007 für 56% des Importüberschusses der USA verantwortlich waren. Im Jahr 2009 hat sich dieser Anteil noch erhöht, allein auf China entfielen 70% des US-Defizits.

Abbildung 8: Regionale Verteilung des US-Leistungsbilanzdefizits



Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung in Anlehnung an: Bureau of Economic Analysis 2010: U.S. International Transactions Accounts Data.

Die Ursachen für diese Leistungsbilanzüberschüsse sind unter Ökonomen immer noch umstritten. Einige Faktoren sind jedoch erkennbar wie z.B. der Aufstieg Chinas auf internationaler Ebene. Die rasche Expansion des privaten Sektors, ab Ende der 1970er Jahre, brachte für einen großen Teil der chinesischen Bevölkerung wirtschaftliche Verwerfungen mit sich. Aufgrund des Abbaus sozialer Leistungen, wie z.B. der Gesundheitsversorgung, seitens des Staates sparten die Chinesen deutlich mehr als früher. Das starke Wachstum der chinesischen Volkswirtschaft und gleichzeitig das starke Wachstum in den USA führten zu einem Anstieg der Rohstoffpreise. Besonders die Erdöl exportierenden Länder hatten mehr Einnahmen, als sie konsumieren oder investieren konnten, was zu einem Anstieg des weltweiten Sparens außerhalb der USA beitrug (Krugman u.a. 2009: 717).

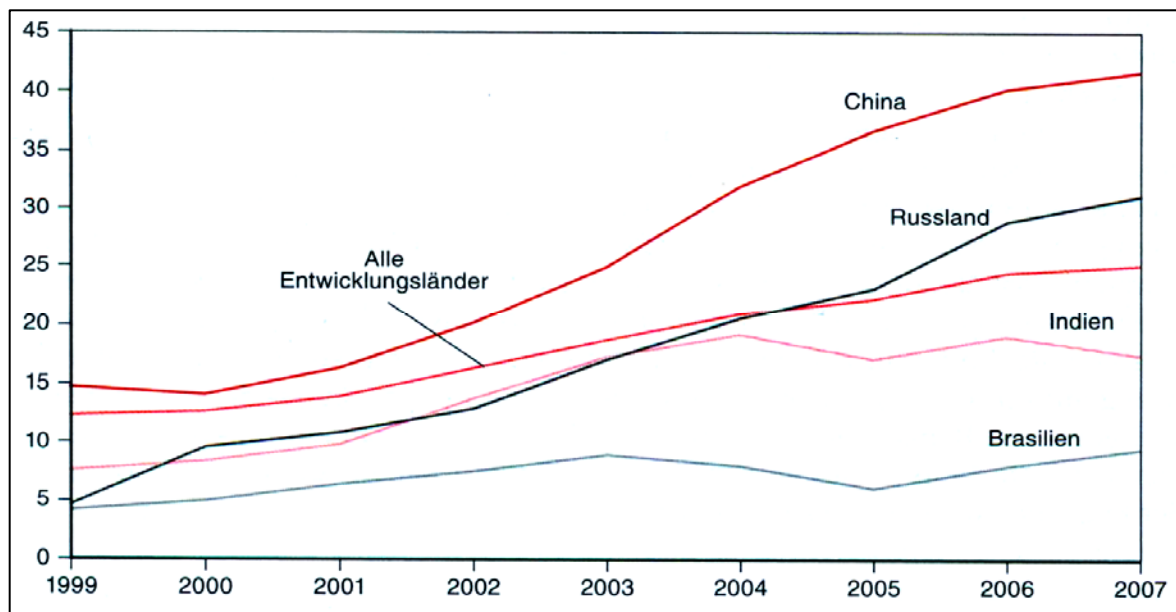
Ein weiterer Faktor waren die Wirtschafts- und Finanzkrisen Ende der 1990er Jahre. Sie veranlassten die ärmeren Länder zu einer vorsichtigeren Fiskalpolitik und dämpften ihre Investitionsbereitschaft. Das Ergebnis der konservativen Wirtschaftspolitik der Entwicklungsländer war eine rasche Zunahme der in US-Dollar gehaltenen Devisenreserven. Für die Entwicklungsländer dienten diese Devisenreserven als Absicherung gegen zukünftige wirtschaftliche Fehlschläge (Krugman u.a. 2009: 717).

Nach den asiatischen Wirtschaftskrisen vertraten einige Ökonomen die Auffassung, der beste Schutz für die Entwicklungsländer wäre der Aufbau umfassender Barbestände in US-Dollar, Euro und anderen international akzeptierten Fremdwährungen. Der Aufbau von Devisenreserven hat weltweit zugenommen, vor allem in der Gruppe von Entwicklungsländern hat sich dieser Aufbau nach den Finanzkrisen Ende der 1990er Jahre beschleunigt (Krugman u.a.

2009: 833ff).

Folgende Abbildung zeigt für die Gruppe aller Entwicklungsländer sowie für China, Russland Indien und Brasilien die gehaltenen Fremdwährungsreserven anteilig zur nationalen Gesamtproduktion. Allein China hat seine Reserven im Zeitraum zwischen 1999 und 2007 gemessen als Anteil am BIP fast verdreifacht (Krugman u.a. 2009: 833ff).

*Abbildung 9: Fremdwährungsreserven der Entwicklungsländer in Prozent der Gesamtproduktion*



Quelle: Krugman u.a. 2009: 835.

Durch die Reserveankäufe haben die Entwicklungsländer in erheblichem Umfang das Leistungsbilanzdefizit der USA finanziert (Krugman u.a. 2009: 833ff).

Die Gründe für den Aufbau von Reserven sind jedoch nicht immer ein Bemühen um Absicherung. Ein Wachstum der Devisenreserven kann auch eine Nebenwirkung von Interventionen am Devisenmarkt zum Verhindern einer Währungsaufwertung sein. Um eine Aufwertung der einheimischen Währung gegenüber einer ausländischen Währung zu verhindern, muss die Zentralbank das Angebot an ausländischer Währung verringern. Die Folge ist ein Anwachsen der Devisenreserven. Ein Beispiel hierfür ist China. Das wirtschaftliche Wachstum Chinas ist auf eine rasante Steigerung der Ausfuhr arbeitsintensiver Produkte zurückzuführen. Eine Aufwertung des chinesischen Renminbi bedeutet jedoch eine Verteuerung der chinesischen Arbeitskraft gegenüber dem Ausland. Um eine Aufwertung zu verhindern und damit nicht die Export fördernde Wirkung einer unterbewerteten Währung zu verlieren, hat China durch den Ankauf von US-Dollars den Wechselkurs in engen Grenzen gehalten. Ende 2007 entsprachen Chinas Devisenreserven mehr als 40 Prozent der nationa-



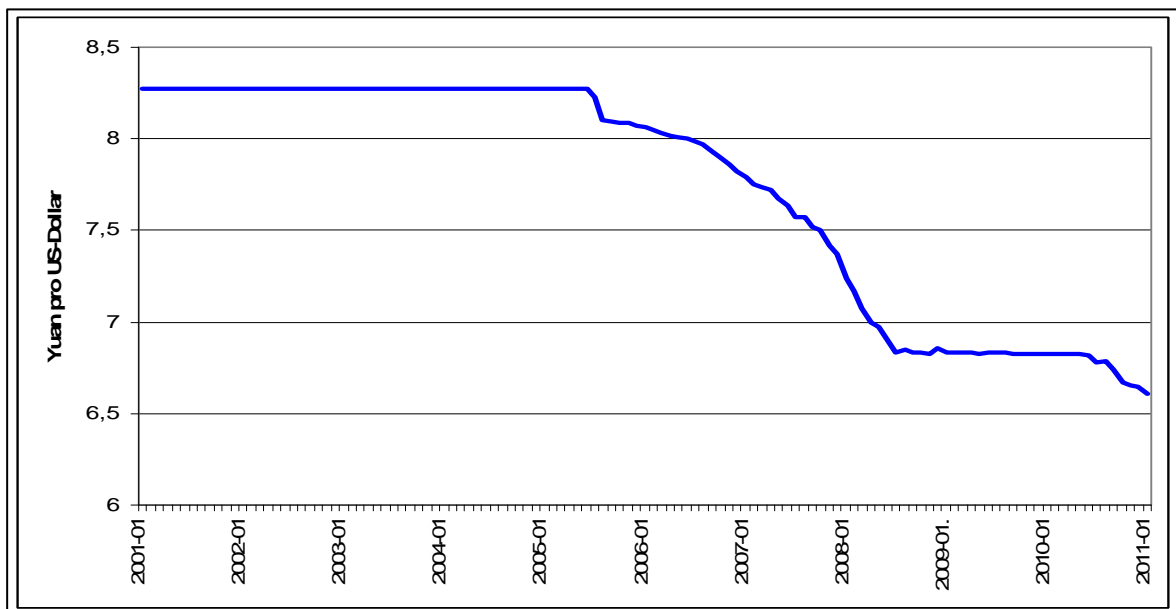
len Gesamtproduktion (Krugman u.a. 2009: 833f).

#### 4.4. Wechselkursentwicklung und Wechselkurspolitik in Asien

Bei einem steigenden Leistungsbilanzdefizit könnte eine reale Abwertung des US-Dollars für eine ausgeglichene Leistungsbilanz sorgen. Bei einer Abwertung des US-Dollars werden ausländische Güter und Dienstleistungen für Innländer teurer. Somit werden amerikanische Anbieter wettbewerbsfähiger. Statt einer realen Abwertung kam es in den Vereinigten Staaten seit Mitte der 1990er Jahre zu einer realen Aufwertung des Wechselkurses. Zwischen den Jahren 1995 und 2002 ist der multilaterale Wechselkurs des Dollars um 20 Prozent angestiegen. Diese Aufwertung verstärkte das Leistungsbilanzdefizit. Auch wenn es zwischen 2002 und 2004 eine Abwertung des Dollars gab, war diese sehr begrenzt. 2005 gab es sogar wieder eine Aufwertung (Blanchard u.a. 2009: 571f).

Das US-Leistungsbilanzdefizit wurde zu Beginn des Jahrtausends zum großen Teil durch die Zentralbanken von asiatischen Entwicklungsländern, insbesondere Chinas finanziert. Sie kauften riesige Devisenbestände, während sie die Wechselkurse ihrer Währungen gegenüber dem Dollar fixierten (Krugman u.a. 2009: 714f).

Abbildung 10: Wechselkurs des Renminbi zum US-Dollar von Januar 2001 bis Januar 2011



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Board of Governors of the Federal Reserve System 2011.

China verfolgt, neben den kleinen Schwellenländern Asiens und Japan, gegenüber dem US-Dollar eine Export fördernde Unterbewertungsstrategie. Wie man anhand der folgenden Abbildung erkennen kann, hat China den Renminbi

bis 2005 fest an den Dollar gekoppelt. Seit dem Umstieg auf einen Währungskorb hat China allerdings auch weiterhin nur geringe nominale Aufwertungen zugelassen. Der Yen floatet offiziell frei gegenüber dem Dollar, aber auch hier sind die Interventionen der japanischen Zentralbank am Devisenmarkt durch den Aufbau der Devisenreserven erkennbar (KfW 2009: 9fr).

China hat nach der Jahrtausendwende einen erheblichen Leistungsbilanzüberschuss erzielt. Im Jahr 2006 belief sich der Leistungsbilanzüberschuss Chinas auf 239 Mrd. US-Dollar oder 9,1 Prozent des chinesischen Bruttoinlandsproduktes, 233 Mrd. US-Dollar entfielen dabei auf den bilateralen Überschuss aus dem Handel mit den USA (Krugman u.a. 2009: 855). Im Jahr 2007 steigerte sich der Leistungsbilanzüberschuss Chinas auf 10,6 Prozent der chinesischen Gesamtproduktion. Nach dem Ausbruch der Finanzkrise gingen die Exporte Chinas etwas zurück, der Leistungsbilanzüberschuss lag allerdings 2009 mit 6 Prozent des chinesischen BIP immer noch sehr hoch (IMF 2010: 196f).

Die mangelnde Bereitschaft Chinas, angesichts hoher außenwirtschaftlicher Überschüsse, eine deutliche Abwertung des chinesischen Renminbi zuzulassen, führt zu Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China. Wie obige Abbildung zeigt, war der Wechselkurs vor 2005 für eine lange Periode auf 8,28 Yuan pro US-Dollar festgelegt. Um Handelssanktionen seitens der amerikanischen Regierung zu verhindern, nahm China 2005 eine 2,1-prozentige Aufwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar vor. In den folgenden Jahren ließ China eine begrenzte stetige Aufwertung der chinesischen Währung zu. Im Januar 2008 hatte der Renminbi ausgehend von einem Wechselkurs von 8,28 Yuan pro US-Dollar um rund 13 Prozent aufgewertet. Nach Einschätzung der amerikanischen Regierung ist jedoch eine Aufwertung um mindestens 20 Prozent nötig um die unterbewertete Währung anzugleichen (Krugman u.a. 2009: 855). Als Reaktion auf die Finanzkrise hat China jedoch den Renminbi ab Mitte 2008 bis 2010 faktisch wieder fix an den US-Dollar gekoppelt und lässt erst seit Mitte 2010 wieder eine geringe Aufwertung zu.

#### *4.5. Verfehlte Zinspolitik als Auslöser der Immobilienkrise*

Die Leistungsbilanz ergibt sich aus der Differenz von nationalem Sparen und Investitionen. Dieser Zusammenhang bedeutet, dass das umfangreiche Leistungsbilanzdefizit der USA, welches die Nachfrage nach Ersparnissen darstellt, das von amerikanischen Haushalten, Unternehmen und staatlichen Institutionen bereitgestellte Angebot an Ersparnissen übersteigt. Parallel zur steigenden Nachfrage Amerikas nach den Ersparnissen anderer Länder sanken jedoch die Realzinsen. Bei steigender Nachfrage nach globalen Ersparnissen wäre zu erwarten gewesen, dass die Realzinssätze steigen. Steigende Zinsen würden das Sparen in den USA fördern und Investitionen bremsen. Die gegenteilige Entwicklung lässt sich mit dem Spar- und Investitionsverhalten außer-

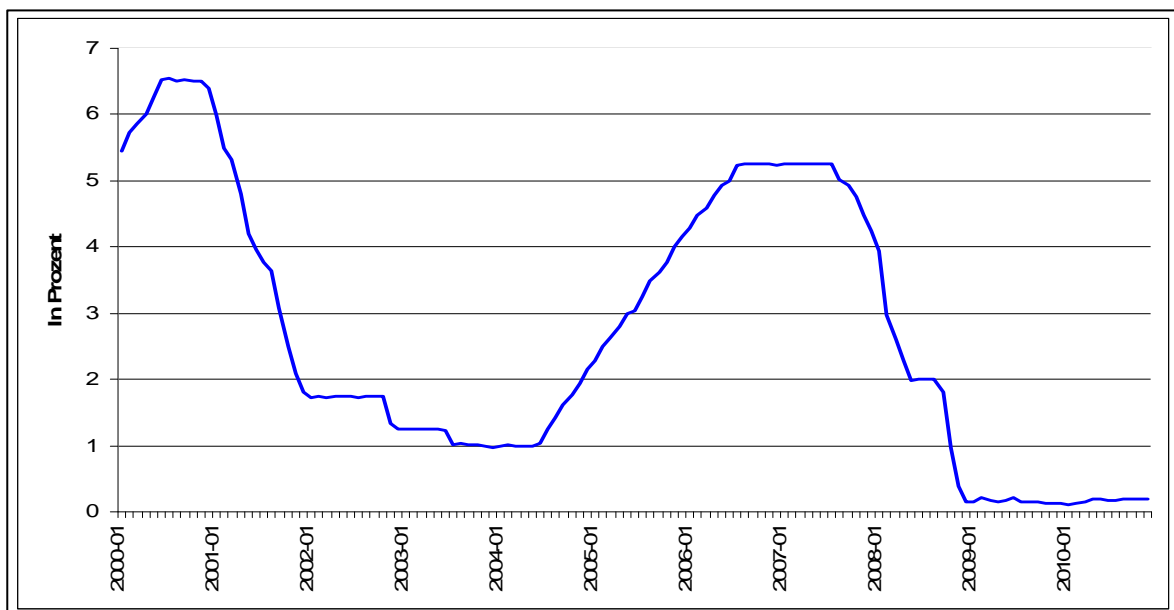
halb der Vereinigten Staaten von Amerika erklären (Krugman u.a. 2009: 716f).

Der starke Anstieg der Ersparnisbildung in Asien, hauptsächlich in China, und den Erdöl exportierenden Ländern und die unzureichenden Anlagemöglichkeiten der heimischen Finanzsysteme, führten dazu, dass diese Mittel in das amerikanische Finanzsystem flossen. Das erhöhte Kapitalangebot führte in den USA und auch global zu einem Umfeld niedriger Zinsen (KfW 2009: 11f).

Die potenzielle Instabilität des makroökonomischen Umfeldes entlud sich im Sommer 2007 in einer Krise auf den internationalen Kreditmärkten. Die Finanzkrise hatte ihren Ursprung am US-amerikanischen Hypothekenmarkt für privates Wohneigentum. Ein Schlüsselsegment der Subprimekrise bildete die lange Periode der Zinssenkungen und des niedrigen Zinsniveaus der Jahre 2001 bis 2004 (Krugman u.a. 2009: 715).

Folgende Abbildung zeigt den Leitzins der amerikanischen Notenbank von Januar 2000 bis November 2010. Hier ist deutlich zu erkennen, dass die Federal Reserve schnelle Zinssenkungen infolge der Terroranschläge im September 2001 getätigt hat. Dies diente dazu, zusammen mit erheblichen Steuersenkungen, die Gefahr einer Rezession abzuwehren. 2004 erreichte der amerikanische Leitzins mit 1 Prozent seinen bisherigen Tiefststand. Ab Mitte 2004 hob die Federal Reserve den Leitzins in schnellen Schritten wieder an. Mitte 2006 erreichte er 5,25 Prozent. Nach dem Ausbruch der Finanzkrise sah sich die amerikanische Notenbank gezwungen die Zinsen wieder zu senken, um den Märkten eine umfangreiche Liquiditätshilfe zu leisten. Der aktuelle Leitzins im November 2010 betrug 0,19 Prozent.

*Abbildung 11: Federal funds effective rate 01/2000 bis 11/2010*



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Federal Reserve Bank of New York 2011.

Die Entwicklung der Leitzinssätze bewirkte eine lange Periode niedriger Realzinssätze für langfristige Darlehen. Die Realzinssätze sind definiert als Zinssätze für zehnjährige Staatsanleihen abzüglich der durchschnittlichen Inflation. Die Realzinssätze befanden sich von 2003 bis Ende 2005 auf einem sehr niedrigen Niveau. Diese niedrigen Zinssätze lösten in den USA einen Anstieg der Eigenheimpreise aus. Diese Entwicklung veranlasste amerikanische Banken zu einer riskanten Kreditvergabe. So wurden beispielsweise Hypotheken für den Eigenheimerwerb vergeben, bei denen nur ein geringes oder gar kein Eigenkapital nötig war. Auch gab es seitens der Hypothekengeldgeber niedrige Raten und günstige Zinssätze um den Anreiz zu erhöhen (Krugman u.a. 2009: 715). Die Banken sahen darin kein Risiko, da die Sicherheiten für die Kredite, also die Immobilien, stetig im Wert stiegen. Die Bonität der Schuldner spielte vor diesem Hintergrund keine große Rolle für die Banken.

Die Federal Reserve musste im Interesse einer Inflationseindämmung das Geldangebot verknappen (Krugman u.a. 2009: 796). Ende 2005 kam es dadurch zu einem abrupten Anstieg der Zinssätze. Da die Hypothekennehmer Kredite mit variablen Zinsen hatten, konnten viele aufgrund der höheren Belastung durch die steigenden Zinsen ihre monatlichen Ratenzahlungen nicht mehr bedienen. Damit brachten sie auch ihre Gläubiger in Schwierigkeiten, was zum Ausbruch der Hypothekenkrise führte (Krugman u.a. 2009: 715).

Die Kreditgeber hatten nun selbst Schwierigkeiten Darlehen aufzunehmen. Die amerikanische Zentralbank nahm daraufhin eine starke Absenkung des Leitzinses vor, was zu einer Abwertung des US-Dollars führte. Diese Abwertung trug dazu bei, die weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte zu reduzieren (Krugman u.a. 2009: 718).

#### *4.6. Die Amerikanische Sparquote*

Nicht allein das Kapitalangebot, sondern auch die Verwendung der finanziellen Mittel, welche durch die Spar- und Investitionsentscheidungen außerhalb der USA in das amerikanische Finanzsystem fließen, zeigen einen Schwachpunkt. Die Allokation des Kapitals in der amerikanischen Wirtschaft ist ungleichmäßig.

Ausländische Investoren investierten nicht direkt in die riskanten Segmente des amerikanischen Kreditmarktes, sondern vornehmlich in US-Staatsanleihen. Dies setzte jedoch Kapital frei, welches zu günstigen Zinsen an die amerikanischen Privathaushalte floss. Diese nutzten das günstige Kapital zum Erwerb von Immobilien und für Konsumzwecke. Die daraus resultierenden steigenden Immobilienpreise verstärkten den Kreditboom, da sich das Vermögen und damit der Wert der Besicherungsgegenstände erhöhten (KfW 2009: 15f).

Die implizierten hohen Ausfallrisiken der Hypothekenkredite waren durch eine falsche Risikobewertung der Ratingagenturen und durch eine mehrfache

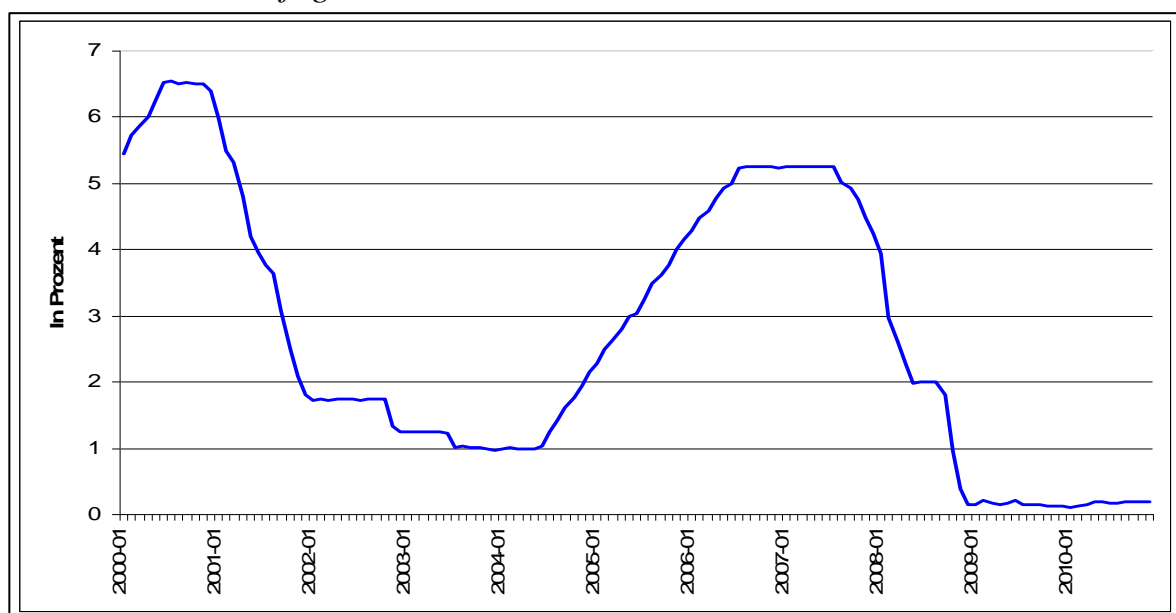
Verbriefung der Wertpapiere unüberschaubar. Eine Investmententscheidung wurde also auf der Grundlage eingeschränkter Informationen getätigt (Schuppan 2011: 71f). Der internationale Finanzmarkt besonders in den USA und in Europa war demnach bereit, das Kreditrisiko an den Hypothekenkrediten der amerikanischen Haushalte zu tragen (KfW 2009: 15f).

Die Entwicklung der Nettoersparnisse der US-Gesamtwirtschaft hat sich zeitlich nahezu im Gleichlauf mit der Entwicklung der Leistungsbilanz von etwa 7 Prozent auf -1,7 Prozent des Bruttoinlandsprodukts reduziert (Schuppan 2011: 63f).

Diese Zusammenhänge kann man auch am Spar- und Investitionsverhalten der amerikanischen Privathaushalte sehen. Wie die folgende Abbildung zeigt, ist die Ersparnisbildung der privaten Haushalte bis 2005 kontinuierlich rückläufig, bis sie auf dem Höhepunkt des Immobilienbooms im Jahre 2005 fast völlig zum Erliegen kam (KfW 2009: 16).

Die private Ersparnis ist definiert als der Teil des Einkommens, der den Haushalten nach Abzug der Steuerzahlungen und der Konsumausgaben verbleibt (Mankiw u.a. 2008: 645). Besonders eine relativ niedrige Tilgungsrate und der hohe Zinsanteil bei Immobilienkrediten verschärften die Entwicklung der rückläufigen Sparquote. Die Tilgung der Kredite stellt Ersparnis dar, während die Zinszahlungen Konsum widerspiegeln. Die Laufzeiten der Subprimekredite betragen zwischen 15 und 30 Jahren und waren teilweise mit langfristigen tilgungsfreien Phasen von über 3 Jahren versehen. Bei vorzeitiger Tilgung waren vertraglich festgelegte hohe Vorfälligkeitsentgelte fällig, was zum Festhalten an bestehenden Kreditverträgen beitrug (Schuppan 2011: 124).

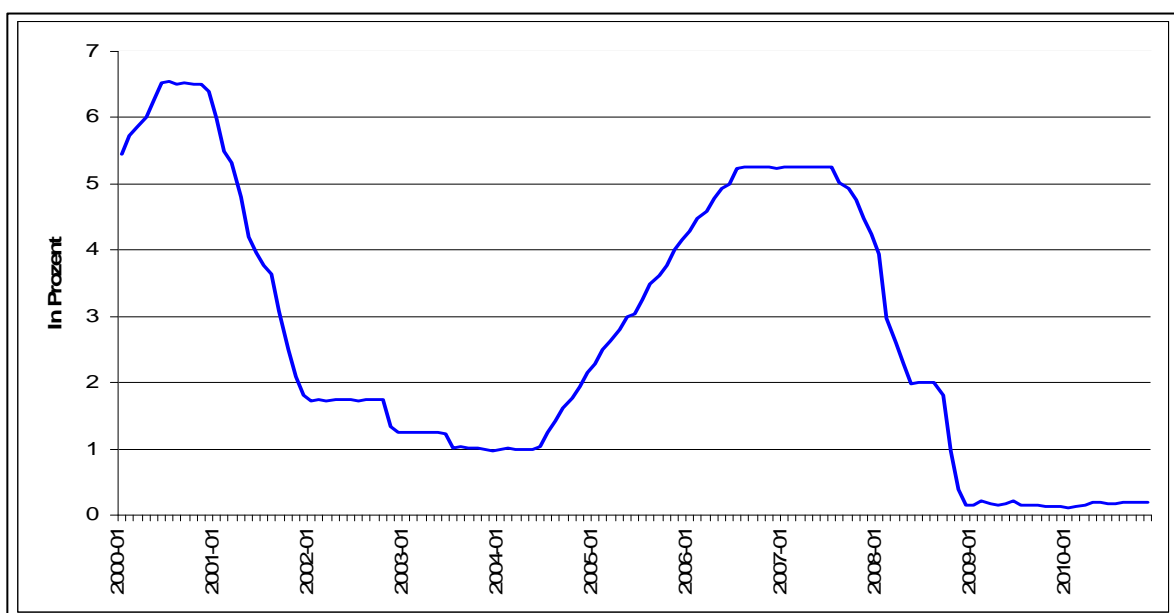
*Abbildung 12: Ersparnis der amerikanischen Privathaushalte in Prozent des verfügbaren Einkommens*



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Bureau of Economic Analysis 2009: NIPA Archive for November 24.

Die rückläufige Sparquote der amerikanischen Privathaushalte führt zu einer steigenden Verschuldung. Diese erreichte im Vorfeld der Krise ein Niveau von über 130 Prozent des verfügbaren Einkommens. Gleichfalls führen die erhöhten Staatsausgaben zu einer Steigerung der Verschuldung der öffentlichen Haushalte. Die dargestellten Entwicklungen führen zu ungünstigen Relationen in der Struktur des amerikanischen Bruttoinlandsproduktes. Der Anteil der privaten Konsumausgaben, sowie die Staatsausgaben sind im Vorfeld der Finanzkrise zulasten des Außenbeitrages, aber auch der Investitionen angestiegen (Schuppan 2011: 63ff).

Abbildung 13: Struktur des Bruttoinlandsproduktes der USA 2007/08



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Bureau of Economic Analysis 2010: Bureau of Economic Analysis: National Income and Product Accounts Table.

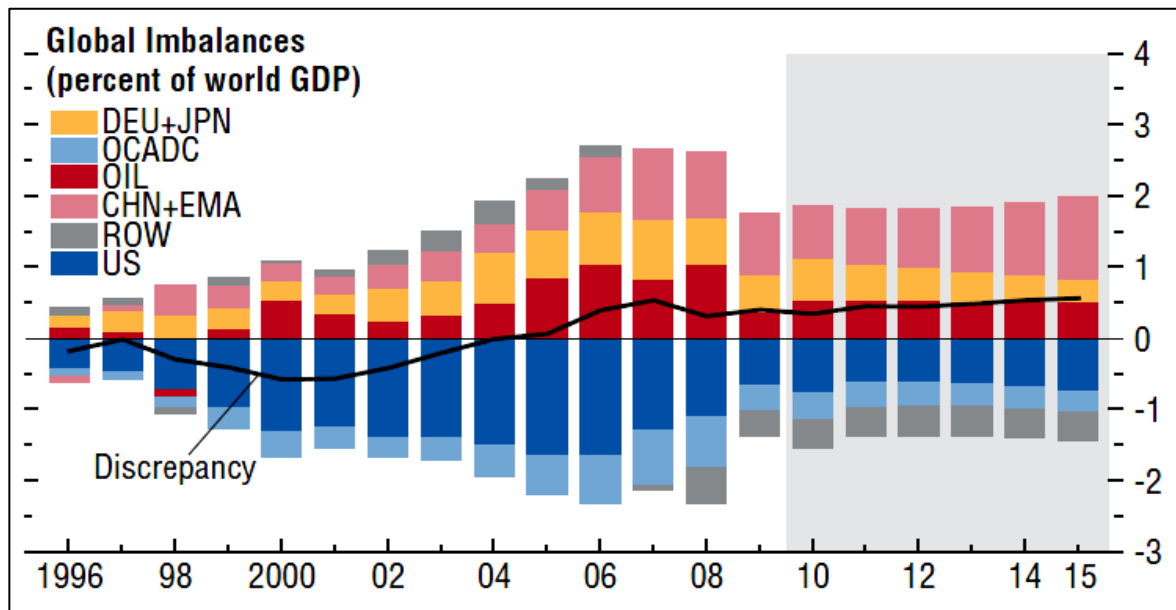
Der private Verbrauch liegt mit einem Anteil von rund 70 Prozent am amerikanischen BIP im Jahre 2007 etwa 10 Prozent über dem Anteil vergleichbarer Industrienationen. Dieser hohe, zum Teil kreditfinanzierte Konsum der amerikanischen Privathaushalte, führt einerseits zu Leistungsbilanzdefiziten und auf der anderen Seite zu Leistungsbilanzüberschüssen der Handelspartner (Schuppan 2011: 63ff).

#### 4.7. Anpassungsprozesse und Risiken der Ungleichgewichte

Wie man anhand der unteren Abbildung erkennen kann, kam es im Zuge der Finanzkrise zu einem deutlichen Absinken der globalen Ungleichgewichte. Das US-Leistungsbilanzdefizit nahm deutlich ab und auch die Überschüsse, vor allem in China, Japan und Deutschland verringerten sich. Grund für diesen Rückgang ist der konjunkturelle Abschwung. Die Nachfrage nach langlebigen Konsum- und Investitionsgütern ging stark zurück. Die globalen Exporte

und Importe sanken und bewirkten so rückläufige Leistungsbilanzsalden.

Abbildung 14: Entwicklung der globalen Ungleichgewichte<sup>1</sup>



Quelle: IMF 2010: 29.

Dennoch weiten sich die in dieser Arbeit aufgezeigten Ungleichgewichte bei anziehender Konjunktur wieder aus. Die Leistungsbilanzdefizite und Leistungsbilanzüberschüsse steigen wieder an. Der Grund hierfür ist, dass die Ursachen der zugrunde liegenden Disproportionen nicht beseitigt sind. In der amerikanischen Wirtschaft existiert weiterhin ein hoher Konsum der privaten und öffentlichen Haushalte. Diese Ausgaben werden in einem Ausmaß von Importen gedeckt, das die Exportvolumina übersteigt. Auch auf der Finanzierungsseite des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits ist keine grundlegende Änderung in Sicht. Ein Abweichen Chinas von seiner Wechselkurspolitik gegenüber den USA ist nicht zu erwarten und kann aufgrund der Abhängigkeit der amerikanischen Finanzpolitik von den Kapitalzuflüssen auch nicht erzwungen werden (Schuppan 2011: 270ff).

Die Höhe, Verwendung und Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits hatte vor der Krise ein bedenkliches Ausmaß erreicht. Durch das Platzen der Immobilienblase kam es zu einer Reduzierung der Ungleichgewichte, da aber die makroökonomischen Ursachen der Krise weiterhin bestehen, ist auch in Zukunft mit weiteren Anpassungsprozessen zu rechnen.

Da keine kurzfristige Veränderung der Waren- und Kapitalströme zu erwar-

<sup>1</sup> CHN+EMA: China, Hong Kong SAR, Indonesia, Korea, Malaysia, Philippines, Singapore, Taiwan Province of China, and Thailand; DEU+JPN: Germany and Japan; OCADC: Bulgaria, Croatia, Czech Republic, Estonia, Greece, Hungary, Ireland, Latvia, Lithuania, Poland, Portugal, Romania, Slovak Republic, Slovenia, Spain, Turkey, and United Kingdom; OIL: Oil exporters; ROW: rest of the world; US: United States.

ten ist, werden jene Staaten, welche in Zukunft weiteren Stabilisierungsbedarf und somit höhere Staatsausgaben haben, unter Druck geraten. In Folge einer sinkenden Nachfrage nach Anleihen dieser Staaten werden die Kurse sinken und die Renditen steigen. Relevant sind hier zum einem die Aufnahmefähigkeit der Bondmärkte im Segment der Staatsanleihen und die Bonität der Staaten. Eine drohende Staatsinsolvenz könnte die Folge sein. Staaten wie Portugal, Italien, Irland, Spanien und insbesondere Griechenland haben dazu ein erstes Beispiel gegeben (Schuppan 2011: 277).

Auch die Zinssituation, welche die Blasenbildung des amerikanischen Immobilienmarktes begünstigte, hat sich nicht verändert. Die Notenbanken reagierten zur Eindämmung der Krise mit starken Zinssenkungen. Diese expansive Geldpolitik war nötig um die Märkte mit Liquidität zu versorgen. Dennoch bleibt mit dieser Strategie der Notenbanken die geldpolitische Ursache der Finanzkrise erhalten und fördert einen weiteren Anstieg der Verschuldung.

Ohne eine Abwertung der amerikanischen Währung lässt sich ein Abbau des Leistungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten nicht erreichen. Laut Schätzungen ist eine Abwertung von 20 bis 40 Prozent nötig. Die entscheidende Frage ist, ob es zu einer abrupten Umkehr kommen wird oder ob ein allmählicher Abbau der globalen Ungleichgewichte gelingt. Hierfür wäre eine Kombination weltweiter wirtschaftspolitischer Maßnahmen nötig, welche sich nach Meinung vieler Ökonomen nur schwer realisieren lassen (Blanchard u.a. 2009: 571ff).

Bei globalisierten Finanzmärkten und Marktbeeinflussungen, wie z.B. die einseitige Wechselkursbindung, ist die Finanzierung großer Leistungsbilanzdefizite über längere Zeiträume möglich. In der Vergangenheit geschah so etwas in Entwicklungs- und Schwellenländern. In der Folge kam es hier allerdings zu Währungskrisen und einer deutlichen Abwertung, die Krisen und Rezessionen auslöste. Die USA haben allerdings, im Gegensatz zu Entwicklungsländern, die Möglichkeit sich in ihrer eigenen Währung zu verschulden. Der Dollar wird als Weltwährungsreserve von vielen anderen Ländern gehalten und akzeptiert. Entständen hierüber allerdings Zweifel, wäre eine Abkehr vom US-Dollar die Folge. In diesem Fall sind starke Erschütterungen der Wechselkurse wie auch der Weltwirtschaft nicht auszuschließen (Rübel 2009: 313).

## **5. Fazit**

Die Frage, inwieweit das amerikanische Leistungsbilanzdefizit tragfähig ist, lässt mehrere Schlussfolgerungen zu. Einerseits könnte man annehmen, dass die USA als Kapitalanlagestandort sehr attraktiv sind und der damit verbundene Kapitalimport und das Leistungsbilanzdefizit die Folge ist. Andererseits könnten die steigenden Importe und die anwachsende Verschuldung auf eine drohende Überschuldung der USA hinweisen.



Fest zu halten ist jedoch, dass kein Land sich auf Dauer verschulden kann. Die entstandenen Leistungsbilanzdefizite müssen in Zukunft durch Leistungsbilanzüberschüsse ausgeglichen werden. Eine fortlaufende Verschlechterung des Auslandsvermögens wäre sonst die Folge. Eine Korrektur dieser globalen Ungleichgewichte, welche sich hauptsächlich zwischen den USA und China polarisieren, ist also unumgänglich. In welchen Zeiträumen und in welcher Form eine Anpassung erfolgt, ist derzeit nicht abzuschätzen. Schnelle Erfolge sind jedoch nicht zu erwarten.

Für den Ausbruch der aktuellen Krise lassen sich viele Ursachen finden:

- Die Kreditvergabe in den USA, welche Kredite an Schuldner mit zweifelhafter Bonität vergaben,
- die variable Verzinsung der Subprime-Kredite,
- Mängel bei Regulierung des Bankensektors,
- die Bündelung vieler Kredite mit verschiedenen Ausfallmöglichkeiten,
- teilweise Mehrfachverbriefung der Wertpapiere in Zweckgesellschaften, welche die zugrunde liegenden Risiken verschleierten,
- die Rolle der Ratingagenturen bei der Bewertung der Ausfallrisiken,
- der Hunger der Anleger nach rentablen Anlagemöglichkeiten.

Die globalen Ungleichgewichte schufen jedoch erst das Umfeld, welches dazu führte, dass sich eine Immobilienblase bildete. Die Struktur der amerikanischen Wirtschaft, insbesondere der hohe private Konsum und die erhöhten Staatsausgaben führten zu einer Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits. Es gibt einen starken Kapitalimport, aus Export starken Nationen wie China, Deutschland, Japan und den Erdöl exportierenden Ländern. Aber auch über die Schwellen- und Entwicklungsländer gelangte viel Kapital in das amerikanische Finanzsystem. Das Anlegen von Devisenreserven in US-Dollar dient vielen Entwicklungsländern als Absicherung gegen wirtschaftliche Fehlschläge. Besonders die Rolle Chinas ist für einen großen Teil der globalen Ungleichgewichte relevant. Die Export fördernde Unterbewertungsstrategie des chinesischen Renminbi war 2007 für über 40 Prozent des Leistungsbilanzdefizits der USA verantwortlich. Die hohen Kapitalimporte in die USA setzten in Verbindung mit einer langen Periode niedriger Realzinssätze günstiges Kapital frei. Die amerikanischen Privathaushalte nutzen dieses Kapital, um den Kauf von Immobilien und den steigenden Konsum zu finanzieren.

Die Finanzkrise führte zu einer Korrektur der globalen Ungleichgewichte, da sich aber die zugrunde liegenden Muster nicht geändert haben, werden die Ungleichgewichte speziell zwischen den USA und China auch weiterhin bestehen. Ein Abbau der Ungleichgewichte ist zwingend notwendig, aber aufgrund des Fortbestehens der Ursachen ist zumindest kurz- und mittelfristig kein permanenter Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte zu erwarten.

## Literatur

- Blanchard, O./Illing, G.** (2009): Makroökonomie, 5. Auflage, München.
- Board of Governors of the Federal Reserve System** (2011): Economic research and data, Washington, abgerufen unter: <https://www.federalreserve.gov> (Stand 05.01.2011).
- Bofinger, P.** (2007): Grundzüge der Volkswirtschaftslehre. Eine Einführung in die Wissenschaft von Märkten, 2. Auflage, München.
- Breuss, F.** (2006): Monetäre Außenwirtschaft und Europäische Integration, Frankfurt am Main.
- Bureau of Economic Analysis** (2010): National Income and Product Accounts Table, abgerufen unter: <http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=86&ViewSeries=NO&Java=Yes&Request3Place=N&3Place=N&FromView=YES&Freq=Year&FirstYear=2000&LastYear=2009&3Place=N&Update=Update&JavaBox=no#Mid> (Stand 07.01.2011).
- Bureau of Economic Analysis** (2009): NIPA Archive for November 24, abgerufen unter: [http://www.bea.gov/histdata/NIyearAPFFiles.asp?docDir=Releases/GDP\\_and\\_PI/2009/Q3/Second\\_November-24-2009&year=2009&quarter=Q3](http://www.bea.gov/histdata/NIyearAPFFiles.asp?docDir=Releases/GDP_and_PI/2009/Q3/Second_November-24-2009&year=2009&quarter=Q3) (Stand 03.01.2011).
- Bureau of Economic Analysis** (2010): U.S. International Transactions Accounts Data, abgerufen unter: <http://www.bea.gov/international/index.htm#bop> (Stand 03.01.2011).
- Deutsche Bundesbank** (2006): Monatsbericht März 2006, abgerufen unter: [http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/monatsberichte/2006/200603mb\\_bbk.pdf](http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/monatsberichte/2006/200603mb_bbk.pdf) (Stand 12.11.2010).
- Federal Reserve Bank of New York** (2011): Federal Funds Data, abgerufen unter: <http://www.newyorkfed.org/markets/omo/dmm/fedfundsdata.cfm> (Stand 03.01.2011).
- Financial Times Deutschland** (2011): Marktübersicht Rohstoffe, abgerufen unter: <http://markets.ftd.de/commodities/> (Stand 11.01.2010).
- IMF** (2010): World Economic Outlook October 2010 Recovery, Risk, and Rebalancing, abgerufen unter: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/text.pdf> (Stand 03.01.2011).
- KfW Bankengruppe** (Hrsg.) (2009): MakroScope Ausgabe 29: Globale Ungleichgewichte. Sind sie für die Finanzmarktkrise (mit-) verantwortlich?, Frankfurt am Main, abgerufen unter: [http://www.kfw.de/kfw/de/I/II/Download\\_Center/Fachthemen/Research/PDF-Dokumente\\_MakroScope\\_/Makroscope\\_Nr.\\_29\\_Februar\\_2009.pdf](http://www.kfw.de/kfw/de/I/II/Download_Center/Fachthemen/Research/PDF-Dokumente_MakroScope_/Makroscope_Nr._29_Februar_2009.pdf) (Stand 12.11.2010).
- Krugman, P. R./Obstfeld, M.** (2006): Internationale Wirtschaft Theorie und Politik der Außenwirtschaft, 7. Auflage, München.
- Krugman, P. R./Obstfeld, M.**: Internationale Wirtschaft Theorie und Politik der Außenwirtschaft, 8. Auflage, München.
- Maennig, W./Willfling, B.** (1998): Außenwirtschaft Theorie und Politik, München.
- Mankiw, N. G./Taylor, M. P.** (2008): Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 4. Auflage, Stuttgart.

**Rübel, G.** (2009): Grundlagen der Monetären Außenwirtschaft, 3. Auflage, München.

**Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung**

(2006): Jahresgutachten 2006/07: Widerstreitende Interessen - ungenutzte Chancen, Wiesbaden, abgerufen unter: [http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/gutachten/ga06\\_ges.pdf](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/gutachten/ga06_ges.pdf) (Stand 21.12.2010).

**Schuppan, N.** (2011): Globale Rezession. Ursachen, Zusammenhänge, Folgen, Wismar.

**Weber, A.** (2007): Globale Ungleichgewichte Theorien und Fakten, Festvortrag anlässlich der Verleihung der Ehrendoktorwürde der Universität Duisburg-Essen, Essen, abgerufen unter: <http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2007/20070628.webercxy.pdf> (Stand 08.06.2009).

### **Autorenangaben**

Martin Merrbach

c/o Hochschule Wismar, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften

Philipp-Müller-Straße

Postfach 12 10

D - 23952 Wismar

Telefon: ++49 / (0)3841 / 753 441

Fax: ++ 49 / (0)3841 / 753 131

## **WDP - Wismarer Diskussionspapiere / Wismar Discussion Papers**

- Heft 12/2008: Jost W. Kramer: Produktivgenossenschaften – Utopische Idee oder realistische Perspektive?
- Heft 01/2009: Günther Ringle: Vertrauen der Mitglieder in ihre Genossenschaft - Das Beispiel der Wohnungsgenossenschaften -
- Heft 02/2009: Madleen Duberatz: Das Persönliche Budget für Menschen mit Behinderungen – Evaluation der Umsetzung am Beispiel der Stadt Schwerin
- Heft 03/2009: Anne Kroll: Wettervorhersage mit vorwärts gerichteten neuronalen Netzen
- Heft 04/2009: Claudia Dührkop: Betriebswirtschaftliche Besonderheiten von Zeitschriften und Zeitschriftenverlagen
- Heft 05/2009: Dieter Herrig/Herbert Müller: Kosmologie: So könnte das Sein sein. Technikwissenschaftliche Überlegungen zum Entstehen, Bestehen, Vergehen unserer Welt
- Heft 06/2009: Verena Theißen/Barbara Bojack: Messie-Syndrom – Desorganisationsproblematik
- Heft 07/2009: Joachim Winkler/Heribert Stolzenberg: Adjustierung des Sozialen-Schicht-Index für die Anwendung im Kinder- und Jugendgesundheitssurvey (KiGGS) 2003/2006
- Heft 08/2009: Antje Bernier/Henning Bombeck: Landesbaupreis für ALLE? – Analyse der Barrierefreiheit von prämierten Objekten des Landesbaupreises Mecklenburg-Vorpommern 2008
- Heft 09/2009: Anja Graeff: Der Expertenstandard zum „Entlassungsmanagement in der Pflege“ des Deutschen Netzwerks zur Qualitätsentwicklung in der Pflege: Wirkungsvolles Instrument für die Qualitätsentwicklung in der Pflege?
- Heft 10/2009: Maria Lille/Gunnar Prause: E-Governmental Services in the Baltic Sea Region
- Heft 11/2009: Antje Bernier/Henning Bombeck/Doreen Kröplin/Katarina Strübing: Öffentliche Gebäude für ALLE? – Analyse der multisensorischen Barrierefreiheit von Objekten in Mecklenburg-Vorpommern, Schleswig Holstein und Hamburg
- Heft 12/2009: Susanne Eilart/Eva Nahrstedt/Stefanie Prack/Stefanie Schröder: „Der Mindestlohn muss her, weil man von Arbeit leben können muss“
- Heft 13/2009: Claus W. Turtur: Wandlung von Vakuumenergie elektromagnetischer Nullpunktoszillationen in klassische mechanische Energie

- Heft 01/2010: Jonas Bielefeldt: Risikomanagement unter Marketinggesichtspunkten
- Heft 02/2010: Barbara Bojack: Der Suizid im Kinder- und Jugendalter
- Heft 03/2010: Thomas Dahlmann/Andreas Hauschild/Maik Köppen/Alexander Kofahl/Uwe Lämmel/Stefan Lüdtkke/Stefan Luttenberger: Wissensmanagement mittels Wiki-Systemen
- Heft 04/2010: Günther Ringle/Nicole Göler von Ravensburg: Der genossenschaftliche Förderauftrag
- Heft 05/2010: Antje Bernier/Henning Bombeck: Campus für ALLE? – Analyse der multisensorischen Barrierefreiheit von staatlichen Hochschulen in Mecklenburg-Vorpommern
- Heft 06/2010: Herbert Müller: Die Hauptsätze der Thermodynamik. Eine Neubetrachtung aus systemwissenschaftlicher Sicht mit Konsequenzen
- Heft 07/2010: Gunnar Prause (Ed.): Regional Networking as Success Factor in the Transformation Processes of Maritime Industry. Experiences and Perspectives from Baltic Sea Countries
- Heft 01/2011: Karsten Gaedt: Strategischer Bezug des externen Wachstums
- Heft 02/2011: Hubert Kneußel: Partizipationsformen der Umweltpolitik und des Energiesektors
- Heft 03/2011: Slim Lamine/Roland Rohrer/Moritz Ruland/Holger Werner: Marketing und Vertrieb als erfolgsrelevante Faktoren eines Unternehmens
- Heft 04/2011: Frauke Harder/Assaf Hoz-Klemme: Emotionale Markenkommunikation im Investitionsgütermarketing am Beispiel des Antriebssystemherstellers MTU
- Heft 05/2011: Jonas Bielefeldt: Der E-Commerce und seine Vergütungsmodelle in Bezug auf Affiliate-Marketing
- Heft 06/2011: Alexander Kirsch/Thorsten S. Stoyke: Erfolgsfaktoren für eine produktive Zusammenarbeit zwischen Marketing und Vertrieb – Bestandsaufnahme, Trends, Lösungsmöglichkeiten und Grenzen der Einflussnahme
- Heft 07/2011: Harald Mumm: Benchmark zur Tourenoptimierung
- Heft 08/2011: Jürgen Hönle/Barbara Bojack: Alkohol- und Drogenprobleme von Auszubildenden als Ursache von Ausbildungsabbrüchen
- Heft 09/2011: Martin Merrbach: Globale Ungleichgewichte – Sind sie für die Finanzmarktkrise (mit-) verantwortlich?