

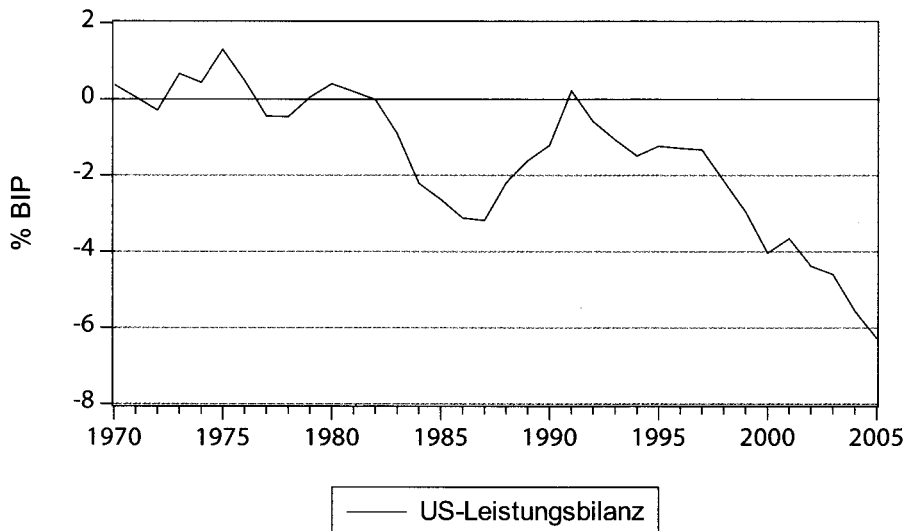
Das Defizit in der US-Leistungsbilanz

Hans Seidel

1. *The Dance of the Dollar*

Die Außenwirtschaft der USA unterlag in den letzten Jahrzehnten großen Schwankungen. Die Leistungsbilanz¹ war schon in der ersten Hälfte der 1980er Jahre stark passiv, konnte jedoch bis Ende der Dekade wieder ins Lot gebracht werden. Seit Anfang der 1990er Jahre geriet sie neuerlich ins Defizit, stärker und nachhaltiger als zuvor. 2005 betrug die Lücke in der US-Leistungsbilanz bereits 6,3% des BIP. Die Importe waren um die Hälfte höher als die Exporte. Eine Trendumkehr ist nicht in Sicht.

Abbildung 1: Leistungsbilanzdefizit der USA in % des BIP

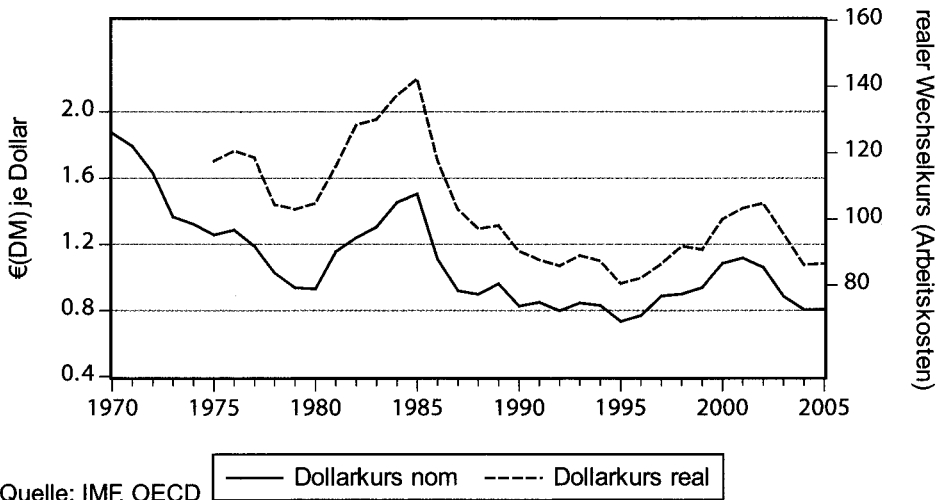


Quelle: IMF, International Financial Statistics.

Ebenso wie die Leistungsbilanz schwankten die nominellen und realen Wechselkurse. Gemessen an der DM bzw. dem Euro verlor der Dollar schon in den 1970er Jahren an Wert.² In der ersten Hälfte der 1980er Jahre legte er kräftig zu. Der Höhenflug erwies sich jedoch als nur vorübergehend. In der zweiten Hälfte sank der Dollar unter das Niveau zu Beginn der Dekade. Zwischen 1995 und 2006 überlagerte eine ähnliche, wenngleich nicht so hohe Welle einen weitgehend ebenen Trend. Die Schwankungen

des nominellen Dollarkurses, gemessen an der DM (bzw. dem Euro), entsprachen weitgehend den realen effektiven Wechselkursen (gemessen an den Arbeitskosten).

Abbildung 2: Nomineller und realer Wechselkurs des Dollar



2. Spezifika des Dollarproblems

Bevor auf Erklärungen eingegangen wird, empfiehlt es sich, auf einige Besonderheiten des Dollarproblems hinzuweisen.

2.1 Größe des Landes

Die US-Wirtschaft beeinflusst infolge ihrer Größe und ihrer Dominanz auf den Finanzmärkten (und in geringerem Maße im internationalen Handel) den Gang der Weltwirtschaft. Auf die USA entfällt etwa die Hälfte der marktfähigen Finanzaktiva. Das Defizit in ihrer Leistungsbilanz beansprucht etwa drei Viertel der Überschüsse des „Rests der Welt“. Um das „Phänomen US-Leistungsbilanzdefizit“ zu verstehen, müssen daher nicht nur die Interaktionen zwischen dem Gütermarkt und dem Finanzmarkt, sondern auch die Interdependenzen zwischen der US-Wirtschaft und der übrigen Weltwirtschaft (gegliedert nach charakteristischen Ländergruppen) berücksichtigt werden.

2.2 Vorzugsstellung auf den internationalen Finanzmärkten

Die USA waren bis in die 1980er Jahre Netto-Gläubiger. Die Leistungsbilanzdefizite seither führten jedoch zu einer zunehmenden Verschuldung.

Ende 2005 betrug die Netto-Schuld bereits 30% des BIP, Tendenz steigend. Dass sich die USA in so kurzer Zeit so stark verschulden konnten, wurde durch die zunehmende internationale Verflechtung der Finanzmärkte und die dominante Stellung der USA auf diesen Märkten erleichtert. In der genannten Zeitspanne wuchsen in den USA die Auslandsforderungen von etwa 30% auf 75% des BIP und die Auslandsschulden von 22% auf 100%. In anderen Industrieländern stiegen die Bruttobestände ähnlich stark und erreichten insbesondere in kleinen Ländern noch höhere Prozentanteile am BIP. (Ein Extrembeispiel bietet die Schweiz. Ihre Auslandsforderungen übersteigen das Fünffache und ihre Auslandsverbindlichkeiten das Dreieinhalbfache des BIP.)

Tabelle 1: Netto-Auslandsschuld der USA

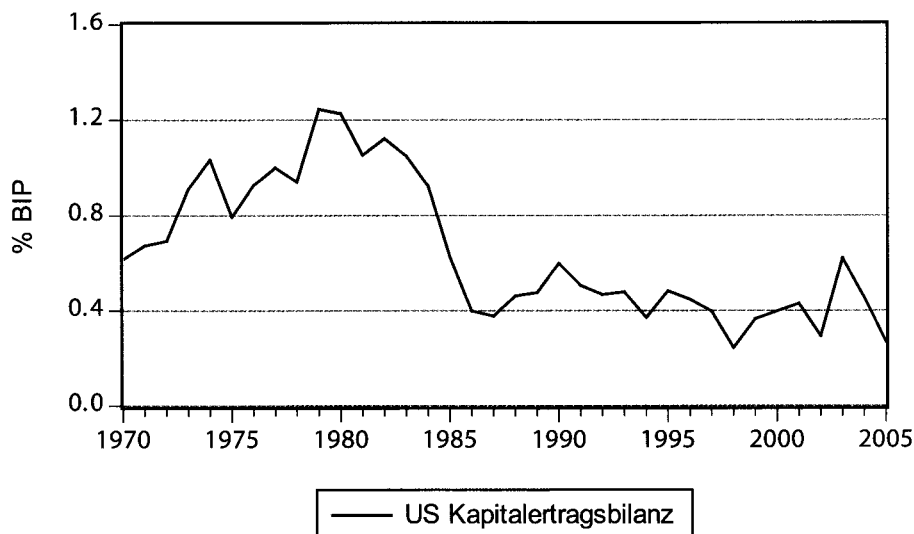
	1982	2003
	in % des BIP	
US-Finanzaktiva im Ausland	29,5	71,5
US-Verpflichtungen an das Ausland	22,3	95,6
US-Nettovermögen im Ausland	7,2	-24,1

Quelle: Obstfeld und Rogoff (2005).

Dank ihrer starken Position auf den internationalen Finanzmärkten können sich die USA mit großen Beträgen in der eigenen Währung verschulden.³ Das hat die zunächst paradox anmutende Folge, dass die Last der Auslandsschuld leichter wird, wenn der Kurs des Dollar sinkt. Denn in Dollar ausgedrückt bleiben die Auslandsschulden gleich, wogegen die auf fremde Währungen lautenden Auslandsaktiva mehr wert werden. Gleichzeitig verbessert sich die Kapitalertragsbilanz (immer in Dollar ausgedrückt), denn die US-Wirtschaft erhält höhere Erträge aus ihren Anlagen in fremder Währung, wogegen die Zinszahlungen an ausländische Gläubiger gleich bleiben. Der Bewertungsgewinn erleichtert es den USA, ihre Zahlungsbilanz im Wege einer Dollarabwertung zu sanieren (dem stehen allerdings möglicherweise höhere Zinszahlungen gegenüber).

Die Tiefe der internationalen Finanzmärkte ermöglicht es den USA, namhafte Erträge aus der Transformation von Risiken und Fristen zu ziehen. Von den Auslandsaktiva sind 80% Aktien und Direktinvestitionen, von den Auslandspassiva hingegen weniger als 40%.⁴ Auf den Kreditmärkten borgen die USA kurzfristig und veranlagen langfristig. Ein Gutteil der Fristentransformation beruht darauf, dass der Dollar internationale Reservewährung ist. Ausländische Notenbanken halten aus Liquiditätsgründen (und nicht aus Ertragsgründen) einen Großteil ihrer Währungsreserven in Dollar, etwa die Hälfte des Umlaufs an Dollarnoten befindet sich in den Händen von Ausländern. Obschon Nettoschuldner, hat die USA noch immer eine positive Kapitalertragsbilanz.

Abbildung 3: Überschüsse der Kapitalertragsbilanz der USA in % des BIP



Quelle: IMF, International Financial Statistics.

3. Erklärungsansätze

Trotz der bevorzugten Stellung der USA auf den internationalen Finanzmärkten bezweifeln die meisten professionellen Ökonomen, dass das gegenwärtige Leistungsbilanzdefizit der USA aufrechterhalten werden kann. Selbst bei einem nominellen Wachstum des BIP von 6% (viele Prognostiker rechnen mit niedrigeren Sätzen) würde die Auslandsschuld (netto) der USA gegen 100% konvergieren. Offen ist jedoch die Frage, wie rasch die US-Leistungsbilanz konsolidiert werden muss, welche Konsequenzen sich daraus für die Weltwirtschaft ergeben und wie die Lasten der Anpassung verteilt werden.

Um diese Fragen zu beantworten, muss man klären, welche Kräfte die Leistungsbilanz formen und über welche Steuerungsmöglichkeiten die Wirtschaftspolitik verfügt. Einen gängigen Erklärungsansatz bieten einfache tautologische Beziehungen: Ein Leistungsbilanzdefizit bedeutet, dass eine Volkswirtschaft mehr für Waren und Leistungen ausgibt, als sie aus eigener Produktion und aus Erträgen von Auslandsanlagen einnimmt. In der Sprache der VGR: Es wird mehr investiert als gespart. Ein solcher Ausgabenüberschuss kann jedoch nur entstehen, wenn er finanziert wird. In der Sprache der Zahlungsbilanzstatistik: Einem Defizit in der Leistungsbilanz entspricht ein Überschuss in der Kapitalbilanz. Ausgehend von diesen Identitäten werden Leistungsbilanzsalden aus der Interaktion von Güter- und Finanzmärkten erklärt. Um die US-Leistungsbilanz

auszugleichen, müssen beide Märkte ins Gleichgewicht gebracht werden. Die US-Wirtschaft darf nicht mehr Güter absorbieren, als sie produziert. Und die Investoren müssen bereit sein, die jeweiligen Bestände an Dollaraktiva zu halten.

Als „treibende Kräfte“ der Leistungsbilanzentwicklung können in erster Annäherung jene Faktoren der Gütermärkte und der Finanzmärkte bezeichnet werden, die sich in einem bestimmten Zeitabschnitt geändert haben oder sich im Gefolge einer Zahlungsbilanzstrategie ändern sollen.⁵ Diese treibenden Kräfte können in den USA oder in der übrigen Weltwirtschaft liegen, die zuerst genannten werden auch „primär“ treibende Kräfte genannt.

Die Probleme der US-Zahlungsbilanz werden begreiflicherweise von Experten und Wirtschaftspolitikern ausführlich erörtert. Die dramatische Verschlechterung der US-Leistungsbilanz seit 1990 wird u. a. damit erklärt, dass die Präferenz der Amerikaner für ausländische Güter zugenommen hat, wobei der negative Effekt auf den heimischen Einkommenskreislauf durch das Sinken der privaten Sparquote und die Zunahme des Budgetdefizits kompensiert wurde. Die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits wurde durch eine steigende Präferenz des Auslands für Dollaranlagen erleichtert. Der Einfluss anderer Faktoren ist umstritten. Dazu zählt etwa die These, dass die Einkommenselastizitäten der Importe größer wären als jene der Exporte. Ebenso die These, dass hohe Renditen ausländisches Kapital angelockt haben. (Das mag für die 1990er Jahre gegolten haben. Seither wurde jedoch die Investitionsneigung in den USA merklich schwächer. Der nachhaltige Ausgabenüberschuss der USA entstand nicht, weil mehr investiert, sondern weil weniger gespart wurde.)

Eine zentrale Frage jeder internationalen Währungsordnung ist, ob allfällige Korrekturmaßnahmen der Wirtschaftspolitik bloß von den Defizitländern oder auch (oder gar vorwiegend) von den Überschussländern ergriffen werden sollen. Keynes plädierte anlässlich der Beratungen über das Bretton-Woods-Abkommen gegen Ende des Zweiten Weltkriegs für eine gemeinsame Verantwortung beider Ländergruppen. Er konnte sich jedoch gegenüber den USA, dem damaligen Hauptgläubiger der Weltwirtschaft, nicht durchsetzen. Inzwischen ist aus dem damaligen Hauptgläubiger ein Hauptschuldner geworden. Viele amerikanische Ökonomen orten nunmehr einen Handlungsbedarf der Überschussländer. Die südostasiatischen Länder, die entweder ihre Währungen an den Dollar gebunden haben oder „schmutzig“ floaten, sollen aufwerten.

Warum gerade die USA (und nicht etwa Europa) den Gegenpol zu den Überschussländern Südostasiens bilden, bleibt in dieser Argumentation offen. Diese Argumentationslücke wurde von Bernanke (2005) geschlossen. Der oberste Währungshüter der USA machte in einem Vortrag für das US-Leistungsbilanzdefizit vorwiegend das Ausland „verantwortlich“.

Er bediente sich dabei – was für Notenbankgouverneure eher selten ist – einer keynesianischen Argumentation: Danach tendierte die Weltwirtschaft im letzten Jahrzehnt dazu, mehr zu sparen als zu investieren. (Die Überalterung der Bevölkerung in vielen Industrieländern steigerte die private Sparquote, und die asiatischen Schwellenländer füllten – gewarnt durch die Finanzkrisen der 1990er Jahre – ihre „Kriegskasse“ in Form von Währungsreserven auf.) Die „Nachfragerlücke“ in der restlichen Welt förderte über verschiedene Kanäle (wie z. B. niedrige Zinssätze) den Ausgabenüberschuss der USA.

4. Die Modellierung wichtiger Zusammenhänge

Die Vielzahl von Faktoren, die auf die Leistungsbilanz einwirken, und ihre Interdependenz lassen sich verbal nur schwer kohärent darstellen. Nützliche Einsichten bieten formale Modelle, die komplexe Sachverhalte vereinfachend und daher in ihren Folgen überschaubar abbilden. Die folgende Darstellung greift zwei innovative Abhandlungen heraus, die in den Brookings Papers on Economic Activity 1 (2005) erschienen sind. Die erste stammt von Blanchard, Giavazzi und Sa, die zweite von Obstfeld und Rogoff, durchwegs Ökonominnen von Rang.

Beide Modelle gehen davon aus, dass sowohl Güter wie auch Finanzaktiva nur beschränkt substituierbar sind und einen „Heimvorteil“ genießen. Autos amerikanischer Provenienz können nur beschränkt Autos japanischer Hersteller ersetzen, und sie haben auf dem Binnenmarkt einen höheren Marktanteil als auf den ausländischen Märkten. Das Gleiche gilt für Finanzaktiva in verschiedenen Währungen. Trotz Diversifikation der Portefeuilles investieren die Amerikaner lieber in heimischen als in ausländischen Finanzaktiva.

Die Substituierbarkeit der Güter und Finanzaktiva hat strategische Bedeutung. Sie bestimmen den Zeitpfad der Anpassung (Blanchard et al.) und das Ausmaß der letztlich erforderlichen Abwertung (Obstfeld und Rogoff) im Falle von Zahlungsbilanzstörungen.

4.1 Das Modell von Blanchard, Giavazzi und Sa

Was passiert in einem Regime frei schwankender Wechselkurse, wenn positive oder negative Schocks die Außenwirtschaft aus dem Gleichgewicht bringen? Reagieren die Leistungsbilanzen, die Wechselkurse oder beide?

Blanchard et al. argumentieren: Störungen des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts, die als permanent angesehen werden, schlagen sofort und voll auf den Wechselkurs durch, wenn in- und ausländische Finanzaktiva voll substituierbar sind (und daher die ungedeckte Zinsparität gilt).

Bei beschränkter Substituierbarkeit wird jedoch ein neues Gleichgewicht auf den Güter- und Finanzmärkten erst nach längerer Zeit erreicht. In der Anpassungsperiode ist im Falle eines negativen Schocks die Leistungsbilanz passiv und die Auslandsschuld wächst. Das neue Gleichgewicht wird bei einem niedrigeren Wechselkurs und einer höheren Auslandsschuld erreicht (Im Falle eines positiven Schocks wird die Leistungsbilanz vorübergehend aktiv.)

Die Interaktionen zwischen Güter- und Finanzmärkten werden wie folgt modelliert:

1. Das Netto-Finanzvermögen der USA (W) besteht aus den in den USA geschaffenen und in Dollar denominierten Finanzaktiva (X) abzüglich der Netto-Verschuldung der Amerikaner an das Ausland (F). Analog dazu wird das Netto-Finanzvermögen der restlichen Welt (W^*) umgerechnet zum Dollarkurs (E) definiert.

$$W = X - F; \quad \frac{W^*}{E} = \frac{X^*}{E} + F \quad (1)$$

2. Von ihrem Netto-Vermögen halten die Amerikaner einen Teil α und die Ausländer einen Teil α^* in Finanzaktiva heimischer Emittenten. Der Bestand an US-Finanzaktiva verteilt sich demnach wie folgt:

$$X = \alpha W + (1 - \alpha^*) \frac{W^*}{E} = \alpha(X - F) + (1 - \alpha^*) \left(\frac{X^*}{E} + F \right) \quad (2)$$

In den Portefeuilles überwiegen jeweils die heimischen Finanzaktiva ($\alpha + \alpha^* > 1$), doch wird substituiert, wenn sich die von den Zinssätzen (r) und den Wechselkurserwartungen (E^e) abhängigen Renditen (R^e) ändern.

$$\alpha = \alpha(R^e), \quad \alpha^* = \alpha^*(R^e); \quad \alpha_{R^e} > 0, \quad \alpha^*_{R^e} < 0$$

wobei

$$R^e = \frac{1+r}{1+r^*} \frac{E^e_{+1}}{E}$$

3. Die Netto-Auslandsschuld der USA am Ende des Jahres (F_{+1}) entspricht der aufgezinste Schuld zu Jahresbeginn zuzüglich des Defizits in der Leistungsbilanz des laufenden Jahres (D) abzüglich eines aus der Dollarabwertung des laufenden Jahres resultierenden Bewertungsgewinns (G).

$$F_{+1} = F(1+r) + D(E) - G(E, \alpha, r, r^*); \quad D_E > 0, \quad G_E < 0 \quad (3a)$$

Im Gleichgewicht (F und E konstant) reduziert sich die Formel auf

$$rF = D(E) \quad (3b)$$

Die Gleichgewichtsbedingungen für den Finanzmarkt (2) und für den Gütermarkt (3b) sind einfach: Der Bestand an US-Finanzaktiva muss von den in- und ausländischen Anlegern gehalten werden. Und in der Güterbilanz muss ein Überschuss erwirtschaftet werden, der den Zinsaufwand für die Auslandsschuld deckt.

Die Prozesse, die bei Störungen zum Gleichgewicht führen, sind nicht linear. Man kann sie jedoch verbal erklären. Nimmt man zunächst an, dass die Anteile der Finanzaktiva verschiedener Provenienz in den Portefeuilles (α und α^*) konstant sind (die Finanzaktiva nicht substituierbar sind), so lässt sich der Prozess, den eine dauernde Belastung der Leistungsbilanz um einen bestimmten Betrag pro Jahr auslöst, wie folgt beschreiben: Das Defizit in der Leistungsbilanz vergrößert die Auslandsschuld um dF . Die Vermögensverschiebung von W zu W^* vermindert jedoch die Nachfrage nach US-Finanzaktiva, da $\alpha > (1 - \alpha^*)$. Das Überangebot an Dollar drückt seinen Kurs. Die Wechselkursreaktion erhält man durch Differenzieren von Gleichung (2):

$$\frac{dE/E}{dF} = -\frac{\alpha + \alpha^* - 1}{(1 - \alpha^*)X^*/E} < 0$$

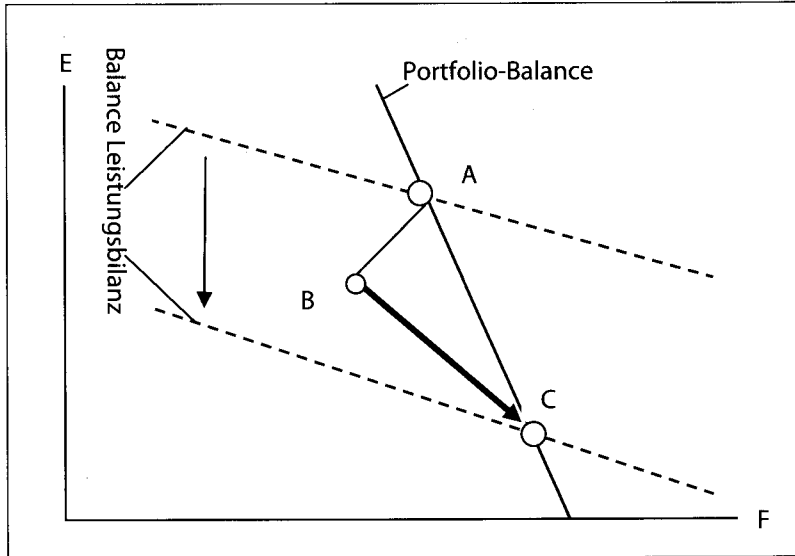
Die Reaktion der Finanzmärkte wirkt in der Periode 2 auf die Leistungsbilanz zurück. Die Zinsbelastung steigt wegen der höheren Auslandsschuld, die Güterbilanz verbessert sich jedoch infolge der Abwertung des Dollar. Die Leistungsbilanz ist zwar weiterhin passiv, aber nicht mehr so stark wie in der ersten Periode. Die nunmehr etwas geringere Zunahme der Auslandsschuld führt über den Finanzmarktkanal zu einer weiteren Abwertung des Dollar, und diese reduziert über den Gütermarktkanal den Schuldenzuwachs der folgenden Periode, usw. Ein neues Gleichgewicht wird schließlich bei einer höheren Auslandsschuld und einem niedrigerem Dollarkurs erreicht.

Dass die Anleger im Dollar „bleiben“, wenn er weniger wert wird, ist nicht sehr wahrscheinlich. Die Substitutionsprozesse werden im Modell als einmalige Kursanpassung eingeführt. Wenn ein unvorhergesehener Schock mit vorhersehbaren Folgen eintritt, ändern sich bei gegebenen Zinssätzen die (von den erwarteten Wechselkursen) abhängigen Renditen. Es kommt sofort zu einer Kurskorrektur, dessen Ausmaß von der Substituierbarkeit der Finanzanlagen abhängt.

Die Gleichgewichte auf den Finanz- und Gütermärkten sowie der Anpassungspfad bei Gleichgewichtsstörungen lassen sich grafisch als Funktion von Wechselkurs und Auslandsschuld darstellen. (Je größer die Auslandsschuld, desto niedriger der Wechselkurs.) Ein negativer Schock (repräsentiert durch eine Parallelverschiebung der Leistungsbilanzgera-

den nach unten) drückt unmittelbar den Kurs und vermindert daher den Nettowert der Auslandsschuld. Der Pfad führt vom alten Gleichgewicht A zunächst zu B und von dort schrittweise zum neuen Gleichgewicht C.

Abbildung 4: Schematische Darstellung des Gleichgewichts auf den Devisenmarkt vor und nach einer Störung auf den Gütermarkt



Augrund der Einsichten, die das Modell vermittelt, interpretieren die Autoren die Entwicklung der US-Zahlungsbilanz in den letzten zwei Jahrzehnten als Resultierende zweier Schocks: einem negativen, repräsentiert durch eine größere Präferenz der Amerikaner für ausländische Güter, und einem positiven, repräsentiert durch eine größere Präferenz des Auslandes (insbesondere der asiatischen Notenbanken) für Dollaranlagen. Der den Wechselkurs stützende Effekt einer größeren Präferenz für Dollaranlagen ist jedoch erschöpft. Beide Schocks drücken nunmehr den Dollarkurs.

Das wirft die Frage auf, wie stark und wie rasch der Dollar künftig sinken muss, um die Leistungsbilanz ins Lot zu bringen. Die Autoren schätzen die letztlich erforderliche Dollarabwertung auf etwas über 50%. Die Anpassung an den neuen Gleichgewichtswert erstreckt sich jedoch über einen langen Zeitraum. Bei konstanten Portfolioanteilen würde die jährliche Abwertung nicht mehr als 3% betragen, vorausgesetzt, dass neue Schocks ausbleiben.

Diesen Schätzwerten liegen Annahmen über die Größe der Finanzanlagen und ihre Verteilung zugrunde (Tabelle 2). Danach halten sich die Bestände an marktfähigen Finanzaktiva amerikanischen und ausländischen

Ursprungs annähernd die Waage. Weiters wurde unterstellt, dass eine reale Abwertung um 15% das Defizit in der Güterbilanz um 1 BIP-Prozentpunkt senkt. Dazu kommt eine Entlastung der Kapitalertragsbilanz um 0,4 Prozentpunkte. Dem entspricht eine Elastizität der Leistungsbilanz in Bezug auf den realen Wechselkurs von etwas unter eins.

Tabelle 2: Bestand und Verteilung der Finanzaktiva

	USA	Ausland
	Trillionen Dollar	
Bestand an Finanzaktiva (X)	36,8	33,3
Netto-Auslandsschuld (F)	-2,7	+2,7
Finanzvermögen netto	34,1	36,0
Davon		
%-Anteil in heimischer Währung (α)	0,77	0,71

Quelle: Blanchard et al. (2005).

Die Autoren sichern ihre Ergebnisse dadurch ab, dass sie den Einfluss verschiedener Schocks diskutieren. Die dadurch nötigen Modifikationen halten sich jedoch in Grenzen. Dennoch bereitet auch ihnen eine rasch wachsende Nettoschuld der USA Unbehagen. Die nötige Kurskorrektur sollte nicht länger aufgeschoben werden.

Die Zinssätze sind für Blanchard et al. modellexogen. Sie sind nicht von der Kursentwicklung abhängig, sondern beeinflussen sie wie andere exogene Faktoren auch. Das hängt mit der Art zusammen, wie Erwartungen modelliert werden. Die Autoren versuchen das schwierige Problem dadurch in den Griff zu bekommen, dass sie zwischen gegebenen Präferenzen für Anlagen in verschiedenen Währungen, unerwarteten kursbildenden Schocks und rationalen Anpassungen an ein vorhersehbares Gleichgewicht unterscheiden. Die Anleger kennen den Anpassungspfad und haben ihre Portfeuilleentscheidungen bereits der normalerweise zu erwartenden jährlichen Dollarabwertung angepasst (sie ist Bestandteil der zu erwartenden Rendite). Nur wenn unvorhergesehene Schocks den aktuellen Kurs ändern, werden die Portfeuillees neu strukturiert.

4.2 Das Modell von Obstfeld und Rogoff

Um ein Leistungsbilanzdefizit zu beseitigen, muss das Verhältnis zwischen den Ausgaben zu den Einnahmen einer Volkswirtschaft geändert werden. Eine bloße Kürzung der gesamtwirtschaftlichen Ausgaben erfüllt diese Aufgabe nur beschränkt, denn sie trifft auch (und vor allem) lokale Güter. Mit den Ausgaben sinken auch (wenngleich in schwächerem Maße) die Einnahmen und der Beschäftigungsgrad. Damit die Ausgabenkürzung

netto gleich hoch ausfällt wie brutto (und der Beschäftigungsgrad erhalten bleibt), muss sich die Nachfragestruktur oder (und) die Produktionsstruktur ändern. Das wird durch eine reale Abwertung der heimischen Währung (gemessen am Preisindex des BIP oder der heimischen Nachfrage) erreicht. Ausgabenkürzung und reale Abwertung sind daher komplementäre Bestandteile einer Strategie zur Bekämpfung von Zahlungsbilanzungleichgewichten.

Obstfeld und Rogoff modellieren ein allgemeines Gleichgewicht, in dem beide Bedingungen miteinander verknüpft sind. Ausgabenkürzungen in den USA ändern weltweit die relativen Preise und damit die realen Wechselkurse. Die Preisänderungen induzieren Nachfrageverschiebungen, die letztlich bewirken, dass von der gegebenen Weltproduktion weniger von den USA und mehr vom Rest der Welt absorbiert wird.

Das Modell unterscheidet drei Regionen: die USA, Europa und Asien. Diese Regionen sind durch Handelsströme und Vermögensbestände miteinander verflochten. Jedes Land produziert ein international gehandeltes Gut (Exportgut) und ein nur im Inland konsumiertes Gut (lokales Gut). Für jedes der sechs Güter gilt das „Gesetz des einheitlichen Preisniveaus“ („*law of one price*“). Die Nachfrage hängt von den relativen Preisen ab. Die Preise sind elastisch, sodass das bestehende Angebot auch bei einer geänderten Nachfragestruktur abgesetzt wird.

Eine Kürzung der Gesamtausgaben der USA (etwa infolge einer Normalisierung der zurzeit ungewöhnlich niedrigen privaten Sparquote oder einer Beschränkung der Abgänge im US-Budget) schmälert in erster Linie den Absatz der lokalen US-Güter. Von den international gehandelten Gütern werden die US-Exportgüter (wegen des Heimvorteils) stärker als die Exportgüter der anderen Regionen und diese wieder stärker als die lokalen Güter der anderen Regionen betroffen. Infolge der unterschiedlichen Betroffenheit ändern sich die relativen Preise der sechs Güter: Der Dollar wird real abgewertet. Das Ausmaß der Abwertung hängt von der Elastizität der Nachfrage in Bezug auf die relativen Preise ab. Es ist umso geringer, je leichter die Exportgüter der anderen Regionen durch US-Exportgüter (Elastizitätskoeffizient γ) und internationale Güter durch lokale Güter (Elastizitätskoeffizient θ) ersetzt werden können.

Von der mathematischen Formulierung des Modells seien nur die Nachfragefunktionen wiedergegeben. Die Nachfrage C in der Region i besteht aus der Nachfrage nach lokalen Gütern (N) und internationalen Gütern (T) und diese wieder aus Gütern der drei unterschiedenen Regionen (U , E , A). Die Nachfragefunktionen sind vom CES-Typ (konstante Elastizitäten); sie lauten:

$$C^i = \left[\gamma^{\frac{1}{\theta}} (C_T^i)^{\frac{\theta-1}{\theta}} + (1-\gamma)^{\frac{1}{\theta}} (C_N^i)^{\frac{\theta-1}{\theta}} \right]^{\frac{\theta}{\theta-1}} \quad \text{für } i = \text{Region } U, E, A$$

wobei

$$C_T^i = \left[\alpha^\eta (C_U^i)^\eta + \beta^\eta (C_E^i)^\eta + \delta^\eta (C_A^i)^\eta \right]^{\frac{\eta}{\eta-1}}$$

Der Kalibrierung des Modells wurden die in Tabelle 3 zusammengestellten Absatz- und Vermögensstrukturen zugrunde gelegt. Außerdem wurde eine einheitliche Preiselastizität zwischen der Nachfrage nach eigenen und fremden internationalen Gütern von -2 und zwischen der Nachfrage nach internationalen und lokalen Gütern von -1 unterstellt.

Tabelle 3: Angenommene Absatz- und Vermögensstrukturen

		Struktur (Anteile) der Auslandsaktiva und -passiva ¹⁾					
Land →		USA		Europa		Asien	
Währung ↓		Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
USA		0.402	0.964	0.320	0.200	0.800	0.340
Europa		0.405	0.030	0.570	0.800	0.200	0.330
Asien		0.193	0.006	0.110	0.000	0.000	0.330
		1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
		Güter-Struktur (Anteile)					
Land →		USA	Europa	Asien			
Handelsgüter ↓							
USA		0.210	0.030	0.045			
Europa		0.030	0.210	0.045			
Asien		0.060	0.060	0.210			
Summe		0.300	0.300	0.300			
Inlandsgüter		0.700	0.700	0.700			
Güter insges.		1.000	1.000	1.000			

Quelle: Obstfeld und Rogoff (2005).

¹⁾ Im Gegensatz zu Blanchard et al. beziehen sich die Aktiva nur auf Finanzanlagen im Ausland.

Nach dieser Kalibrierung müsste der Dollar real um 33%⁶ abgewertet werden, um das US-Leistungsbilanzdefizit von gegenwärtig 6% des BIP auf null zu reduzieren. Die Abwertung gegenüber den asiatischen Währungen müsste größer sein als gegenüber den europäischen Währungen, weil Asien einen Leistungsbilanzüberschuss hat und stärker international verflochten ist. (Der effektive Wechselkurs Asiens würde nicht nur gegenüber den USA, sondern auch gegenüber Europa steigen.) Die Austauschverhältnisse (*terms of trade*) der USA würden sich um etwa 14% verschlechtern.

Die Ergebnisse hängen von den Annahmen ab. Obstfeld und Rogoff spielen den Einfluss verschiedener alternativer Annahmen über die Ver-

teilung der Anpassungslasten, die Höhe der Substitutionselastizitäten, die Bewertungsänderungen und die Produktivitätsentwicklungen durch.

Tabelle 4: Modifikationen des Basisszenarios von Obstfeld und Rogoff

	Basis-szenario	Dollar-parität in Asien ¹⁾	Elastizität $\eta=100$, $\gamma=1$ ²⁾	Einschl. Zinsänd. ³⁾	Produktivitäts-gewinn ⁴⁾
	100 mal logarithmische Differenz ⁵⁾				
<i>Realer Wechselkurs</i>					
USA/Europa	28,6	58,5	16,5	30,1	17,0
USA/Asien	35,2	-0,5	23,5	37,2	23,6
Europa/Asien	6,7	-59,0	7,0	6,3	6,6
<i>Terms of Trade</i>					
USA/Europa	14,0	29,4	0,0	15,1	15,0
USA/Asien	14,5	7,2	0,0	15,3	15,3
Europa/Asien	0,5	-22,1	0,0	0,2	0,2

¹⁾ Abwertung des Dollar nur gegenüber Europa.

²⁾ Extrem hohe Substitutionselastizität zwischen internationalen Gütern verschiedener Provenienz.

³⁾ Anhebung des durchschnittlichen Zinsniveaus für kurzfristige Verbindlichkeiten auf 5%.

⁴⁾ Steigerung der Arbeitsproduktivität im geschützten Sektor des Auslands um 20%.

⁵⁾ Abwertung und Verschlechterung der *Terms of Trade* haben ein Plus-Vorzeichen.

Die Hauptvariante nimmt an, dass die Bilanzen aller drei Regionen ausgeglichen werden, dass also die Anpassungslasten verteilt werden. Wenn jedoch die asiatischen Währungen am Dollar „kleben“ bleiben, müsste der Euro um fast 60% aufgewertet werden. Zweifellos würde die europäische Wirtschaftspolitik mit Protektionismus antworten, wenn nicht nur amerikanische, sondern auch chinesische oder japanische Waren in Europa viel billiger angeboten würden. (Das spricht für die Forderung von Bernanke und anderen amerikanischen Autoren, auch jene Länder in eine globale Lösung einzubeziehen, die ihre Währung an den Dollar gebunden haben oder „schmutzig“ floaten.)

Die Substitutionselastizität zwischen internationalen Gütern ausländischer und heimischer Provenienz ist ein Indikator für die internationale Konkurrenzfähigkeit der heimischen Produktion. Sie wurde mit -2 relativ hoch angesetzt. Selbst wenn die internationalen Güter voll substituierbar wären und daher die Austauschrelationen zwischen ihnen konstant blieben (diese Annahme wurde z. B. von der monetaristischen Zahlungsbilanztheorie getroffen), wäre eine, wenngleich niedrigere, Abwertung des Dollar nötig, um die erforderliche Substitution von internationalen und lokalen Gütern zu bewerkstelligen. Vom geschätzten Abwertungsbedarf

in der Normalvariante von 33% entfallen 2/3 auf den zuletzt genannten Faktor. (Die explizite Berücksichtigung der Substitution zwischen internationalen und lokalen Gütern ist eine Besonderheit des Modells von Obstfeld und Rogoff. Sie hängt eng mit der Annahme zusammen, dass die Nachfrage die gegebene Produktion absorbiert.)

In der Normalvariante wurden die Bewertungsänderungen im Finanzvermögen infolge eines sinkenden Dollarwerts berücksichtigt. Ohne die daraus resultierende Entlastung der Kapitalertragsbilanz müsste der erforderliche Abwertungssatz 37,5% statt 33% betragen. Erhebliche Vermögensverluste erleiden vor allem die asiatischen Länder, weil ihre Auslandsaktiva zum weitaus größten Teil auf Dollar lauten. Der Bewertungsgewinn für die USA geht jedoch größtenteils verloren, wenn eine stete Abwärtsentwicklung des Dollar erwartet wird und den Inhabern von Dollarvermögen zum Ausgleich höhere Zinssätze geboten werden müssen. Die Autoren rechnen die Variante durch, dass nur der Vorteil der USA, kurzfristig billig zu borgen und langfristig teuer zu veranlagern, verloren geht. Bei einem einheitlichen Zinssatz von 5% verlören die USA bereits mehr als die Hälfte des Bewertungsgewinns. (Tatsächlich stiegen in den USA im Laufe von 2005 die langfristigen Zinsen um 1 Prozent und die kurzfristigen Zinsen um 1½ Prozent über das Euro-Niveau. Gleichzeitig wurde jedoch der Dollar gegenüber dem Euro um 15,5% aufgewertet. Die Zinsanhebung hat daher binnenwirtschaftliche Gründe – die US-Zinsen reagieren stärker auf Konjunkturschwankungen – und kann noch nicht als Indiz dafür angesehen werden, dass der Dollar seine Vorzugsstellung auf den internationalen Finanzmärkten verliert.)

Die Kalkulationen von Obstfeld und Rogoff beschränken sich nur auf die Nachfrageeffekte einer realen Abwertung des Dollar bei gegebener Weltproduktion. Sie überschätzen möglicherweise die Flexibilität der Preise und die Nachfrageelastizitäten.⁷ Andererseits können die Nachfrageeffekte auf mittlere Sicht durch Angebotseffekte verstärkt werden. Wenn Produktionsfaktoren mobil sind, wird sich die Produktion zugunsten des exponierten Sektors und zulasten des geschützten Sektors verschieben.

Nicht zuletzt könnte die relative Produktivitätsentwicklung den erforderlichen Abwertungssatz beeinflussen. Er wäre erheblich geringer, wenn im Ausland die Arbeitsproduktivität im geschützten Sektor⁸ stark stiege und dort ihre relative Verbilligung die lokale Nachfrage nach Inlandsgütern steigerte.

5. Resümee

Es ist fraglich, ob das Bedingungsgefüge in den USA und außerhalb weiterhin hohe US-Leistungsbilanzdefizite bei einem annähernd konstanten Dollarkurs erlauben wird. Die asiatischen Schwellenländer könnten

ihren Bedarf an Währungsreserven bereits gedeckt haben, und der konsumfördernde Boom auf dem amerikanischen Häusermarkt wird einmal enden. Aber selbst wenn Korrekturmechanismen ausblieben, wäre eine Fortsetzung des bisherigen Trends aus zwei Gründen problematisch: Zum einen widerspricht es jeder ökonomischen Vernunft, dass das „reiche“ Amerika von den Ersparnissen der noch „armen“ Schwellenländer lebt. Zum anderen wachsen mit zunehmender Polarisierung der Weltwirtschaft die systemischen Risiken.

Die zum Ausgleich der US-Leistungsbilanz nötige Abwertung des Dollar wird von Blanchard et al. auf etwas mehr als die Hälfte und von Obstfeld und Rogoff auf ein Drittel geschätzt.⁹ Diese Größenordnungen sind gemessen an den historischen Erfahrungen nicht ungewöhnlich. (Zur Erinnerung: Ende der 1960er Jahre war ein \$ 26 öS wert.) Der neue Gleichgewichtswert wird nach Blanchard et al. erst nach einer längeren Anpassungsperiode erreicht. In der Übergangszeit sind nur mäßige jährliche Abwertungen zu erwarten. Einer „weichen Landung“ scheint somit nichts im Wege zu stehen. Dafür scheint auch zu sprechen, dass internationale Finanzmärkte bisher auf die bisher von vielen als beängstigend empfundene Entwicklung der Leistungsbilanz und der Netto-Verschuldung der USA gelassen reagiert haben. Daraus zu schließen, dass es keinen „crash“ geben wird, wäre freilich voreilig. Denn auch (oder gerade) die Akteure auf den Finanzmärkten folgen dem Herdentrieb, die Notenbanken nicht ausgeschlossen.

Gut möglich, dass sich weder der Finanzmarkt noch der Gütermarkt „wohl verhalten“. Die Finanzmärkte wurden erst in den letzten beiden Jahrzehnten umfassend global. Man weiß daher nur wenig darüber, wie sie „unter Stress“ reagieren. Ihre Tiefe erleichtert eine langsame geordnete Anpassung, erhöht aber ihre Anfälligkeit gegenüber plötzlichen Schocks (darauf weisen insbesondere Obstfeld und Rogoff hin). Wenn sich negative Schocks zufällig häufen, von denen jeder für sich genommen geringes Gewicht haben mag, könnte es zu einer Kettenreaktion mit folgender Sequenz kommen: Der Dollarkurs sinkt stärker, als die Modelle einer graduellen Anpassung voraussagen. Folglich erleiden die Eigentümer von in Dollar denominierten Finanzanlagen hohe Verluste. Finanzinstitute mit offenen Positionen in Dollar, wie etwa Hedge-Fonds, werden zahlungsunfähig. Wenn die Anleger unter dem Eindruck der jüngsten Ereignisse das Vertrauen in den Dollar verlieren (ihre Präferenzen ändern), droht eine Kettenreaktion: Große Vermögensbestände kommen ins Rutschen, und der Dollarkurs stürzt ab.

Ein amerikanischer Wirtschaftspolitiker argumentierte einmal gegenüber seinen ausländischen Kollegen: „Der Dollar ist unsere Währung, aber euer Problem.“ Er meinte damit, dass eine mäßige Abwertung des Dollar den Amerikanern weniger Sorge bereitet als den ausländischen

Anlegern, die Vermögensverluste erleiden, und den ausländischen Produzenten, die Wettbewerbsnachteile verkraften müssen. Systemische Risiken würden jedoch unvermeidlich auch jene treffen, die bisher von der Globalisierung der Finanzmärkte besonders profitiert haben. Wie Obstfeld und Rogoff ausführten, könnten die USA zumindest ihren Zinsvorteil verlieren. Wenn alle Sicherungen durchbrennen, droht eine internationale Finanzkrise.

Die Stabilität der Finanzmärkte wäre dann besonders gefordert, wenn der Gütermarkt nur träge auf Änderungen der relativen Preise reagiert und daher größere Abwertungssätze nötig werden. Die unter dem Begriff „Marshall-Lerner-Bedingung“ diskutierte Streitfrage, ob überhaupt und, wenn ja, wie stark die Leistungsbilanz auf eine reale Abwertung reagiert, wird in den beiden diskutierten Studien nur gestreift. Sie wählen unter Hinweis auf die jüngere Literatur einen mäßig hohen Elastizitätskoeffizienten, Obstfeld und Rogoff einen höheren als Blanchard et al.

Auch das Beschäftigungsrisiko darf nicht übersehen werden. Wenn die relativen Preise nicht genügend flexibel sind, schlägt eine Ausgabenkürzung in den USA nicht voll auf den realen Wechselkurs durch. Zum Teil sinkt einfach der Beschäftigungsgrad in den vom Nachfragerückgang betroffenen Bereichen. Wenn überdies die Produktionsfaktoren nur beschränkt mobil sind, können Wachstum und Beschäftigung der US-Wirtschaft auf längere Sicht leiden. Das ist insbesondere dann wahrscheinlich, wenn die USA ihre Zinssätze außenwirtschaftlichen Erfordernissen anpassen müssen (um die Abwertungstendenzen zu begrenzen) und sich keine an binnenwirtschaftlichen Erfordernissen orientierte Geldpolitik leisten können. Kenner der amerikanischen Verhältnisse (Bernanke, Summer) befürchten, dass in diesem Fall protektionistische Tendenzen in den USA die Oberhand gewinnen. Die Disintegration der Warenmärkte und Handelskriege wären die Folgen.

Das Dollarproblem ist ein Problem der globalen Weltwirtschaft. Wünschenswert wäre ein koordiniertes Vorgehen der Wirtschaftspolitik der hauptsächlich betroffenen Staatengruppen, und zwar (wie u. a. Summers betont) bevor es zu krisenhaften Erscheinungen kommt. International abgestimmte Aktionen waren in der Vergangenheit – wie Skeptiker betonen – freilich selten, und für sie galt meist: „zu wenig und zu spät“. Auf einige markante Beispiele sei kurz hingewiesen: Das Bretton-Woods-Währungssystem wurde Anfang der 1970er Jahre durch gleichzeitige Änderung sämtlicher Währungsparitäten zu retten versucht. Als vor mehr als zwei Jahrzehnten eine Verschuldenskrise der Dritten Welt ausbrach, unternahm der Generaldirektor des Internationalen Währungsfonds eine Rettungsaktion. Er überredete die Banken der Industrieländer, ihre Kredite zu prolongieren und neue Finanzierungsmittel bereitzustellen. Einige Jahre später beendete das Plaza-Abkommen einen auf längere Sicht

gesehen unmotivierten Höhenflug des Dollar und begrenzte damit den folgenden unvermeidlichen Sturzflug. Der Internationale Währungsfonds half (mit freilich umstrittenen Methoden), die Finanzkrisen asiatischer und südamerikanischer Länder zu bewältigen.

Ob und in welcher Form künftig eine Rettungsaktion für den Dollar organisiert werden könnte und wie das System der globalen Weltwirtschaft reformiert werden müsste, um es krisenfester zu machen, wäre ein lohnender Untersuchungsgegenstand. „... as things stand, it is more likely than not that it will be financial crisis rather than policy foresight that will force the change.“(Volcker, früherer Governor des Federal Reserve Boards)

Literatur

- Bergsten, Fred; Williamson John (Hrsg.), Dollar Adjustment: How far? Against What? (Washington, D.C., 2004).
- Bernanke, Ben S., The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit; <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/eches/2005>.
- Blanchard, Oliver; Giavazzi Francesco; Sa, Filipa, International Investors, the U.S. Current Account, and the Dollar, in: Brookings Paper on Economic Activity 1 (2005) 1-63.
- Obstfeld, Maurice; Rogoff, Kenneth S., Global Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments, in: Brookings Paper on Economic Activity 1 (2005) 67-146.
- Summers, Lawrence H., The U. S. Current Account Deficit and the Global Economy (=The Per Jacobsson Lecture, Washington, D.C., 2004); <http://www.perjacobsson.org/2004>.
- Volcker, Paul, in: Washington Post (10. April 2005) B7.

Anmerkungen

- ¹ Die Leistungsbilanz umfasst drei Teile: Die Bilanz der Waren- und Dienstleistungen (den Außenbeitrag laut VGR), die Bilanz der laufenden Transfers und die Bilanz der Kapitalerträge. Hier wird die erste Teilbilanz Güterbilanz genannt und die zweite infolge ihrer Geringfügigkeit vernachlässigt.
- ² Der Wechselkurs wird als Fremdwährung je Dollar definiert.
- ³ Dagegen sind die Auslandsschulden von Entwicklungsländern hauptsächlich in fremder Währung; ein Kursverfall führt daher zu einer Verschuldenskrise.
- ⁴ Obstfeld, Rogoff (2005).
- ⁵ Das müssen nicht die Gleichen sein. Die Zahlungsbilanzstrategie kann (und muss manchmal) bestimmte Änderungen hinnehmen und sie durch Beeinflussung anderer, bisher stabiler Größen kompensieren.
- ⁶ Die in diesem Abschnitt genannten Prozentsätze sind als 100-mal logarithmische Differenzen definiert. Dem genannten Abwertungssatz von 33% entspricht eine Abwertung des Dollar von oben gerechnet um 28,11% und einer Aufwertung der übrigen Währungen von unten gerechnet um 39,10%.
- ⁷ Das Modell ist auch insoweit unvollständig, als die Beziehungen zwischen Sparen und Investieren nicht modelliert werden.

- ⁸ In den USA wurden im letzten Jahrzehnt relativ hohe Produktivitätszuwächse im geschützten Sektor (etwa im Einzelhandel) erzielt. Das mag die US-Leistungsbilanz zusätzlich belastet haben.
- ⁹ Frühere Studien, z. B. einige im Sammelwerk von Bergsten/Williams (2004), kommen zu noch niedrigeren Abwertungssätzen, doch unterschätzten sie die Größe des US-Leistungsbilanzdefizits.

Zusammenfassung

Die Leistungsbilanz der USA weist seit Anfang der 1990er Jahre eine ständig größer werdende Lücke auf. 2005 betrug das Defizit bereits 6,3% des BIP. Seine Finanzierung wurde bisher dadurch erleichtert, dass der Dollar Reservewährung ist und die Finanzmärkte zunehmend international verflochten wurden. Defizite dieser Größenordnung lassen sich auf die Dauer nicht aufrechterhalten. Offen ist jedoch, wie rasch das Defizit abgebaut werden muss und welche Konsequenzen sich daraus ergeben. Einige innovative formale Modelle sprechen eher für eine „weiche Landung“. Danach hielte sich das Ausmaß der letztlich erforderlichen Abwertung des Dollar in den in der Vergangenheit beobachteten Grenzen und kann über einen längeren Zeitraum verteilt werden. Je größer die Auslandsverschuldung der USA wird, desto größer wird jedoch das Risiko einer weltweiten Finanzkrise. Die Risiken eines „*crash*“ könnten durch ein koordiniertes Vorgehen der Wirtschaftspolitik der großen Wirtschaftsblöcke reduziert werden.