

KfW-Research.

MakroScope.

**Nr. 2: US-Leistungsbilanzdefizit:
Ursachen und Perspektiven**

US-Leistungsbilanzdefizit: Ursachen und Perspektiven

In den vergangenen Jahren fand das US-Leistungsbilanzdefizit trotz einer stetigen Ausweitung kaum Beachtung und konnte bei **aufwertendem** Dollarkurs problemlos finanziert werden. Mit dem Ende der wirtschaftlichen Boomphase in den USA ist es hingegen verstärkt in den Blickpunkt gerückt, denn es hat sich noch weiter ausgeweitet (+26% gg. Vorjahr auf 242 Mrd. USD im 1. Halbjahr 2002) und steuert auch in Relation zum BIP im laufenden Jahr auf eine neue Rekordmarke von voraussichtlich mehr als 4,5% zu (bisheriger Höchststand: 4,2% im Jahr 2000). Damit erreicht das US-Leistungsbilanzdefizit eine Größenordnung, die sich bislang, wie die Beispiele anderer Länder aber auch der USA selbst Mitte der achtziger Jahre zeigen, als **langfristig nicht haltbar** erwies und folglich in einen Kursrutsch der Währung und/oder einen deutlichen Zinsanstieg mündete. Vor diesem Hintergrund haben sich die Befürchtungen einer deutlichen Kurskorrektur des US-Dollars verstärkt.

Gegenstand der nachfolgenden Analyse sollen nicht nur die längerfristigen Entwicklungstrends des Defizits und die Quellen seiner Finanzierung sein, sondern es sollen auch die unterschiedlichen Hypothesen seiner Ursachen näher beleuchtet werden. So hängt die Einschätzung der weiteren Tragbarkeit des Defizits nicht zuletzt davon ab, ob die zu seiner Finanzierung notwendigen hohen Kapitalimporte vorrangig in konsumtive Verwendungen geflossen sind oder zur Steigerung der inländischen Investitionen eingesetzt wurden, da letzteres über eine Erhöhung des Kapitalstocks tendenziell die Fähigkeit zur zukünftigen Bedienung der Auslandsschulden verbessert.

Abschließend soll ein Ausblick auf die mögliche weitere Entwicklung gegeben werden.

- **Ungleichgewichte im Warenhandel ursächlich für Leistungsbilanzdefizite**

Die US-Leistungsbilanz weist schon seit längerem einen negativen Trend auf und befindet sich seit 1982 (mit Ausnahme des Golfkriegsjahres 1991) **permanent** im Defizit (**Graphik 1**). Dabei verdeutlicht der Blick auf die Teilbilanzen, dass **vor allem die Ungleichgewichte im Warenhandel für die dynamische Zunahme der Leistungsbilanzdefizite in den letzten beiden Jahrzehnten verantwortlich** waren.

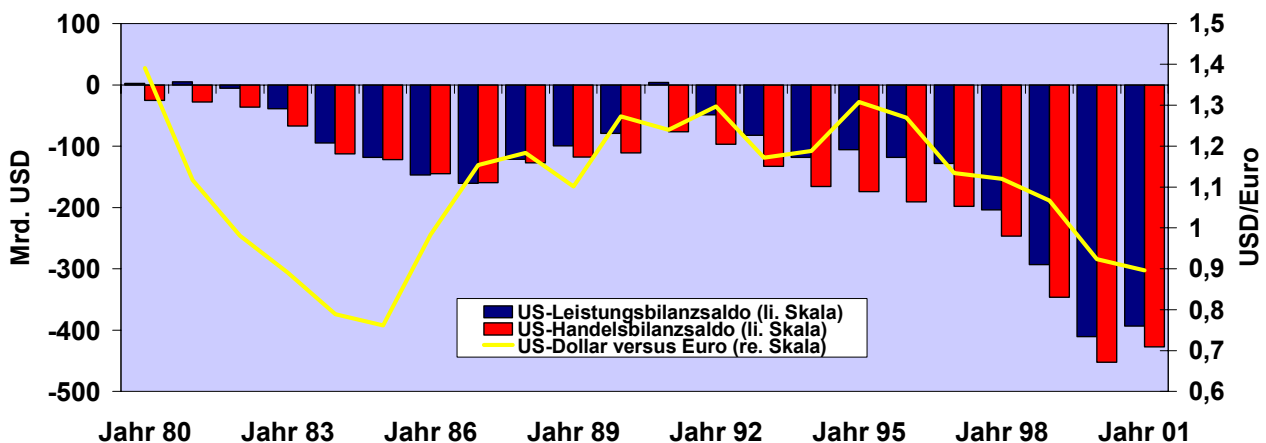
Die Handelsbilanzdefizite haben sich im Betrachtungszeitraum 1980-2001 mehr als versechzehnfacht (von 25,5 Mrd. auf 427 Mrd. USD). Wie für ein hochentwickeltes Industrieland zu erwarten, war auch die Übertragungsbilanz der USA (enthält u.a. Beiträge an internationale Organisationen, Zuwendungen an Entwicklungsländer, Heimatüberweisungen von Gastarbeitern) durchgängig defizitär (Anstieg von 8,3 auf 49,5 Mrd. USD). Demgegenüber wiesen die Dienstleistungs- und die Kapitalertragsbilanz im Betrachtungszeitraum immer Überschüsse auf. Allerdings hat sich das **Plus in der Kapitalertragsbilanz analog zur**

steigenden Auslandsverschuldung von 1980 bis 2001 halbiert (von 30,1 Mrd. USD auf 14,4 Mrd. USD), während die **Dienstleistungsbilanz mit wachsenden Überschüssen** aufwarten konnte (von 6,1 auf 68,9 Mrd. USD).

Im Zeitablauf wurden die außenwirtschaftlichen Salden erwartungsgemäß **sehr stark von der Entwicklung des USD-Wechselkurses und des gesamtwirtschaftlichen Wachstumsumfelds beeinflusst**. Vor dem Hintergrund hoher realer BIP-Zuwachsraten und einer starken Dollaraufwertung kam es in der 1. Hälfte der 80ziger Jahre zu einer deutlichen Zunahme des US-Leistungsbilanzdefizits (1986: -3,3% des BIP), während die danach einsetzende, an schwächere Wachstumsraten gekoppelte Abwertung des US-Dollars mit einer Rückbildung der Defizite einherging. In den letzten Jahren weiteten sich die US-Defizite angesichts eines starken weltwirtschaftlichen Wachstumsgefälles (hohes Expansionstempo in den USA; deutlich geringere Konjunkturdynamik in anderen Weltregionen) und einer durch hohe Kapitalzuflüsse angeheizten Dollaraufwertung hingegen wieder stark aus (von -1,4% des BIP im Jahr 1995 auf -4,2% im Jahr 2000).

Graphik 1

US-Leistungs- und Handelsbilanzsaldo und USD-Wechselkurs



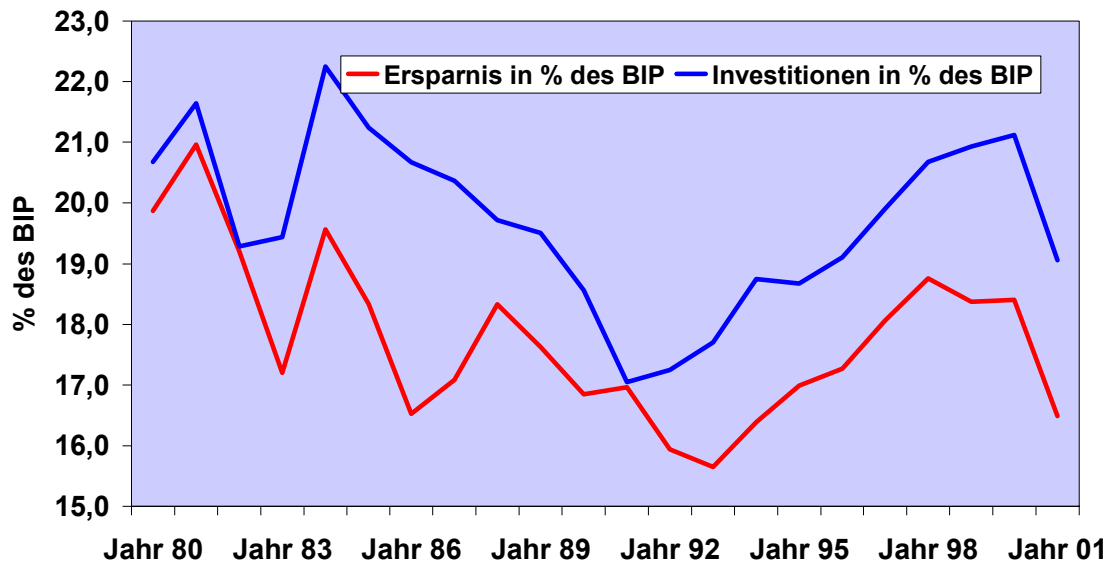
- **Gesamtwirtschaftliche Ursache des Defizits: Ungleichgewicht zwischen inländischen Ersparnissen und Investitionen**

Leistungsbilanzdefizite resultieren in einer rein saldenmechanischen Betrachtung aus der sogenannten **inneren Ersparnislücke**, einem **Ungleichgewicht zwischen inländischen gesamtwirtschaftlichen Ersparnissen (private Ersparnis + Budgetsaldo der öffentlichen Haushalte) und den inländischen Investitionen**. Während in einer geschlossenen Volkswirtschaft Volkseinkommen und Ausgaben (Konsum und Investitionen) und damit auch Ersparnis und Investitionen stets ausgeglichen sind, können in einer offenen Volkswirtschaft Ungleichgewichte auftreten, d.h. die Ausgaben für Konsum und Investitionen können wie im Falle der USA die nationalen Einkommen bzw. die inländische Produktion überschreiten. Diese Ungleichgewichte werden durch Rückgriff auf die Ressourcen des Auslandes gedeckt - **monetär durch Verschuldung gegenüber dem Ausland** (so dass einem Leistungsbilanzdefizit immer ein entsprechend hoher **Überschuss der Kapitalimporte aus**

dem Ausland über die Kapitalexporte gegenübersteht) und realwirtschaftlich durch Wareneinfuhren, so dass Leistungsbilanzdefizite immer auch Ansprüche des Auslandes an die zukünftige Produktion des Defizitlandes beinhalten.

Dass in den USA eine Ersparnislücke, also eine erhebliche Diskrepanz zwischen inländischen Ersparnissen und Investitionen, besteht, verdeutlicht ein Blick auf die Entwicklung beider Größen in den letzten beiden Jahrzehnten (**Graphik 2**).

Graphik 2
Inländische Ersparnis und - Investitionen



In den achtziger bis zu Beginn der neunziger Jahre waren sowohl die inländischen Investitionen als auch die Ersparnis in Relation zum BIP rückläufig⁽¹⁾. Im Golfkriegs- und Rezessionsjahr 1991 lagen beide Größen mit rd. 17% annähernd gleichauf, ehe sie in den Folgejahren wieder stärker auseinanderdrifteten, weil **der Anteil der Ersparnis mit dem deutlich dynamischeren Trend der Investitionen nicht Schritt halten konnte**. So erhöhte sich der Anteil der Investitionen am BIP von 17% auf 21,1% im Jahr 2000, während die Ersparnis im Jahr 1998 mit 18,8% den höchsten Stand in den neunziger Jahren erreichte (Tiefpunkt 1993: 15,6%). Wenn man die inländische Investitionsquote an ihrem langfristigen Durchschnittswert misst (1959-2001: 20,1% des BIP), stellt sich der **Investitionsboom der letzten Jahre aber eher als Rückkehr zur Normalität** dar. Demgegenüber lag **die Ersparnis in den neunziger Jahren durchgängig unter ihrem langfristigen Durchschnittswert** von 19,1%. Zwar hat sich sowohl die Trendumkehr in der Fiskalpolitik hin zu einem konsolidierungsorientierten Kurs als auch der im Unternehmenssektor generierte höhere Cashflow positiv auf die gesamtwirtschaftliche Ersparnisbildung ausgewirkt. Dem stand aber eine vor dem Hintergrund des Aktienmarktbooms jener Jahre stark rückläufige Sparquote der privaten Haushalte gegenüber (von 8,7% 1992 auf nur noch 2,3% im Jahr 2001).

(1) Erhebliche statistische Erfassungsfehler (Größenordnung z.B. im Jahr 2000: 1,3% des BIP) führen dazu, dass Ersparnislücke und Saldo der Kapitalbilanz nicht deckungsgleich sind

Nach dem Beginn der Korrektur an den Aktienmärkten im Jahr 2000 sind sowohl die Investitionsquote als auch die inländische Ersparnisbildung wieder gesunken. Zugleich gab es im Hinblick auf die Zusammensetzung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnisbildung deutliche Strukturverschiebungen. Die **privaten Haushalte sparen wieder erheblich mehr** (die Sparquote lag im 2.Quartal 2002 wieder bei 4%). Dies reichte aber nicht aus, um die aus der **Verschlechterung der öffentlichen Haushaltslage** und dem **Rückgang der Ersparnis im Unternehmenssektor** resultierenden negativen Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Ersparnisbildung wettzumachen. Bei den öffentlichen Haushalten zeichnet sich bereits ab, dass sie nicht nur im laufenden Fiskaljahr sondern auch in den folgenden Haushaltsjahren wieder deutlich ins Minus rutschen werden.

- **Hohes Defizit im Handel mit Konsumgütern**

Ein Blick auf die Art der importierten Güter zeigt, dass den **Konsumgütern mit einem Anteil von 40% das größte Gewicht** zufällt (**Tabelle 1**) und dass sich ihr Anteil im Vergleich zum Jahr 1991 (37%) noch erhöht hat. Auch die **Kapitalgüterimporte haben an Bedeutung gewonnen** (2001: 28% gg. 26% im Jahr 1991), während der Anteil der Agrar-, Energie- und anderer Vorleistungsprodukte erheblich zurückging (36% gg. 41%).

Tabelle 1

Im-und Export nach Waren und Warengruppen ⁽¹⁾⁽²⁾				
2001 (1991)				
	Importgüter		Exportgüter	
	2001	1991	2001	1991
	in Mrd. USD (Anteil in %)		in Mrd. USD (Anteil in %)	
Insgesamt	1146 (100%)	491 (100%)	719 (100%)	414 (100%)
Vorleistungsprodukte insgesamt	413 (36%)	202 (41%)	215 (30%)	149 (36%)
<i>darunter:</i>				
Agrarprodukte	33 (3%)	18 (4%)	55 (8%)	40 (10%)
Energieprodukte	229 (20%)	107 (21%)	16 (2%)	15 (4%)
Indust. Vorleistungsprodukte	151 (13%)	77 (16%)	144 (20%)	94 (22%)
Kapitalgüter insgesamt	317 (28%)	128 (26%)	329 (46%)	170 (41%)
<i>darunter:</i>				
Computer, Halbleiter, Telekom.	129 (11%)	48 (10%)	121 (17%)	51 (12%)
Zivilflugzeuge und Zubehör	31 (3%)	11 (2%)	53 (7%)	36 (9%)
Andere Kapitalgüter	157 (14%)	69 (14%)	155 (22%)	83 (20%)
Konsumgüter insgesamt	456 (40%)	184 (37%)	156 (21%)	81 (19%)
<i>darunter:</i>				
Automobile und Zubehör	171 (15%)	77 (15%)	68 (9%)	35 (8%)
Andere Konsumgüter	285 (25%)	107 (22%)	88 (12%)	46 (11%)

(1)=Quelle: US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis
(2)= Aufgrund von statistischen Erfassungsfehlern weicht die Summe der Teilgrößen von der Gesamtsumme z.T. erheblich ab.

Auf der Exportseite spiegelt sich die starke Wettbewerbsposition der USA bei Flugzeugen und High-Tech-Produkten darin, dass auf beide Bereiche zusammengenommen in den Jahren 1991 und 2001 21% respektive 24% der US-Ausfuhren entfielen. Insgesamt **dominierten die Kapitalgüter** mit einem gegenüber 1991 deutlich erhöhten Anteil von 46% (41%). Auch die Konsumgüterausfuhren konnten im Betrachtungszeitraum anteilmäßig zulegen (von 19% auf 21%), während die Agrar-, Energie- und Vorleistungsexporte rückläufig waren (30% nach 36% im Jahr 1991).

In nominalen Größen betrachtet kann die USA trotz einer leicht negativen Bilanz im Bereich der High-Tech-Produkte weiterhin mit einem **positiven Saldo im Handel mit Kapitalgütern** aufwarten (2001: 12 Mrd. USD). Demgegenüber bleibt der **Handel mit Konsumgütern wie schon 1991 der Hauptverursacher des Handelsbilanzdefizits** (Fehlbetrag im Jahr 2001: 300 Mrd. USD). Der Vergleich beider Jahre unterstreicht, dass man die Handelsungleichgewichte im Konsumgüterbereich **nicht als Phänomen des Konsumbooms der letzten Jahre betrachten kann**, da diese schon seit längerem bestehen. Ursächlich hierfür ist die in den neunziger Jahren noch leicht ansteigende, deutlich höher als in den anderen Industrieländern liegende Konsumneigung (Jahr 2000: realer privater Konsum in Relation zum realen BIP: USA: 67,7%, Japan: 54,7%, Deutschland: 56,6%, Frankreich: 54,7%). Aufgrund der hohen Importintensität der Konsumnachfrage in den USA (58% gegenüber z.B. 17% bei der Staatsnachfrage) hat sich dies in einer deutlichen Ausweitung der Konsumgüterimporte niedergeschlagen. Von dem gesamten Zuwachs der Importe zwischen 1991 und 2001 in Höhe von 655 Mrd. USD entfielen damit 272 Mrd. USD (42%) auf den Konsumgüterbereich und 189 Mrd. USD (29%) auf den Kapitalgüterbereich.

- **Starke regionale Konzentration der Handelsaktivitäten**

Im Zeitablauf ist eine **bemerkenswerte Konstanz der wichtigsten Handelspartner der USA und eine hohe Konzentration der Handelsaktivitäten auf diese Länder** feststellbar (**Tabelle 2**). Auf Kanada, die EU, Mexiko, Japan und China entfielen zusammengenommen im letzten Jahr rd. 70% des Export- und Importvolumens und des Handelsbilanzdefizits. Sie konnten damit ihre Marktanteile im Vergleich zum Jahr 1981 noch ausweiten.

Innerhalb dieser Ländergruppe kam es dabei jedoch zu erheblichen Positionsverschiebungen. Kanada und die EU konnten sowohl auf der Export- als auch auf der Importseite ihre bereits 1991 eingenommenen führenden Positionen behaupten und z.T. noch ausbauen. Demgegenüber hat Japan, das noch 1991 mit einem Anteil von 19% an den US-Einfuhren zusammen mit Kanada den ersten Platz einnahm, in den letzten Jahren deutlich an Boden verloren und ist mittlerweile auf den 4. Platz abgerutscht. **Auf der Gewinnerseite standen hingegen Mexiko und China**. Dass Chinas Marktanteilsgewinne nicht nur mit Marktanteilsverlusten Japans sondern auch Taiwans, Hongkongs und Singapurs einhergingen (Anteil dieser drei Länder an den US-Importen: 5,0% im Jahr 2001 nach noch 8,3% im Jahr 1991), lässt darauf schließen, dass im asiatischen Raum eine **regionale Verlagerung der Produktion** für den US-Markt stattgefunden hat. China profitierte dabei von seiner Stärke im Bereich der arbeitsintensiven Konsumgüterindustrien, Japan musste

demgegenüber vor allem in den letzten beiden Jahren dem Platzen der Technologieblase und der daraus resultierenden rückläufigen Nachfrage der USA nach Investitionsgütern Tribut zollen.

Als Absatzmarkt für US-Exportprodukte spielt China hingegen weiterhin nur eine untergeordnete Rolle, was zur Folge hat, dass China zusammen mit Japan für mehr als ein Drittel des US-Handelsbilanzdefizits verantwortlich zeichnet. Da die USA auch im Handel mit Kanada, der EU und Mexiko einen Minussaldo aufweisen, **entfallen auf diese fünf wichtigsten Handelspartner zusammengenommen auch rd. 70% des Handelsbilanzdefizits**. 1991 resultierte allein mehr als 70% des damals allerdings erheblich niedrigeren Handelsbilanzdefizits aus dem Warenaustausch mit Japan und China.

Tabelle 2

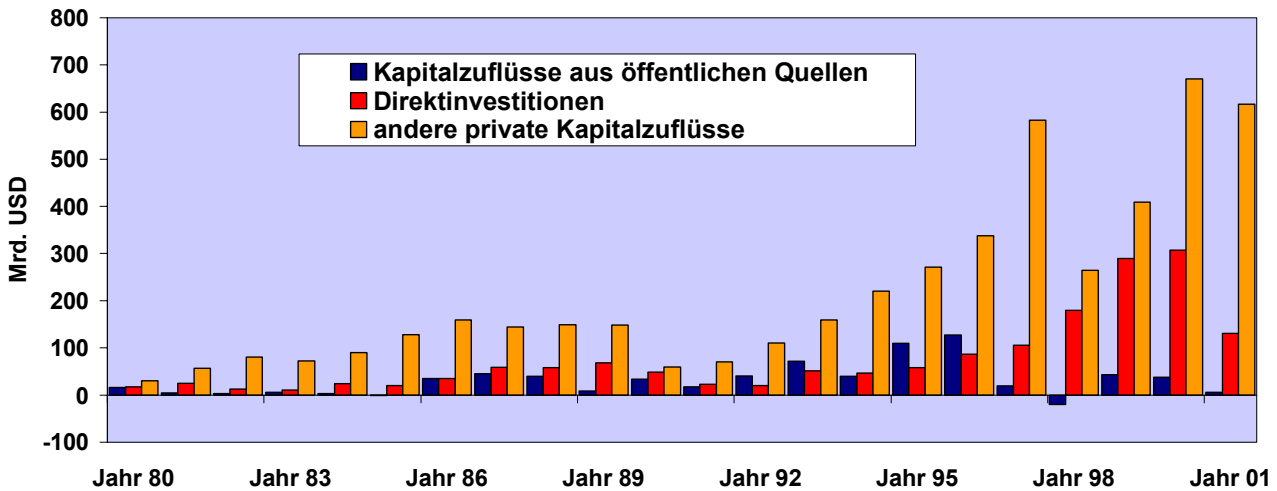
Wichtigste Handelspartner der USA ⁽¹⁾			
	Importe (Anteil in %)	Exporte (Anteil in %)	Handelsbilanzdefizit ⁽²⁾ (Anteil in %)
	2001(1991)	2001(1991)	2001(1991)
Insgesamt	100 (100)	100 (100)	100 (100)
Kanada	19 (19)	23 (21)	13 (9)
EU	19 (17)	22 (24)	15 (0)
<i>(Deutschland)</i>	<i>5 (5)</i>	<i>4 (5)</i>	<i>7 (7)</i>
Mexiko	12 (6)	14 (8)	7 (0)
Japan	11 (19)	8 (11)	17 (58)
China	9 (4)	2 (1)	19 (16)
Andere	30 (35)	31 (35)	29 (17)

(1)= US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis
 (2)= 1991 Überschuss im Handel mit Mexiko und der EU.

• **Finanzierung der Defizite und Nettoauslandsverschuldung**

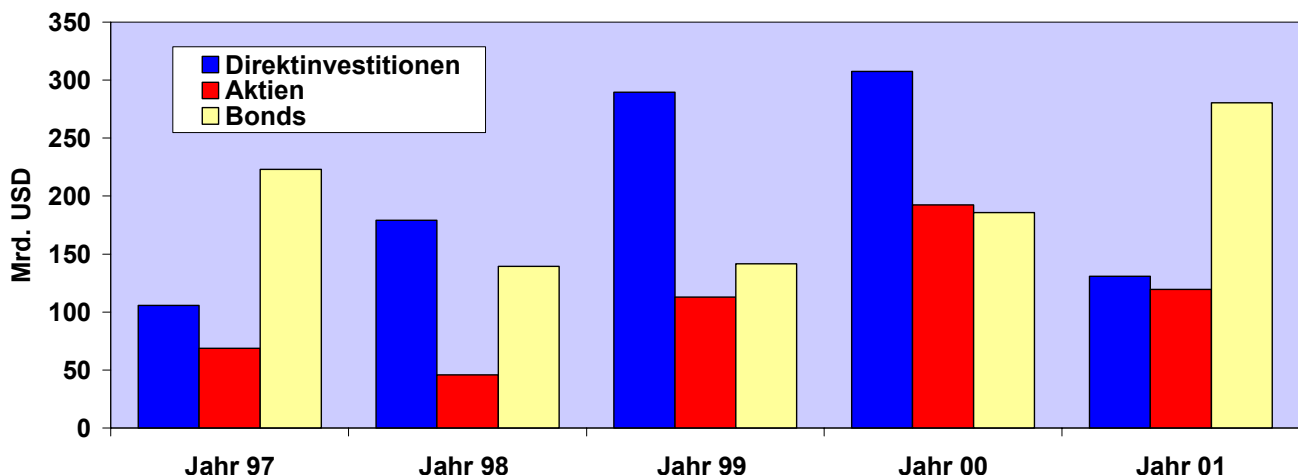
Analog zu den hohen Leistungsbilanzdefiziten haben sich die Kapitalzuflüsse in den USA sehr stark erhöht und von 1990 bis zum Jahr 2001 annähernd verzehnfacht. Die Zusammensetzung der Kapitalzuflüsse war dabei starken Veränderungen unterworfen (**Graphik 3**).

(Graphik 3)
Struktur der Kapitalzuflüsse (in Mrd. USD)



Während in der Vergangenheit, vor allem in den Phasen der US-Dollarschwäche in der 2.Hälfte der achtziger und Mitte der neunziger Jahre ausländische Mittelzuflüsse aus öffentlichen Quellen (u.a. ausländische Regierungsbehörden, Zentralbanken, Fiskalagenten der öffentlichen Hand) stark ins Gewicht fielen (Anteil an den gesamten Kapitalzuflüssen zeitweilig 25%), spielten sie in den letzten Jahren nur eine marginale Rolle (im Jahr 2001: 0,7% aller Kapitalzuflüsse), da die Leistungsbilanzdefizite **problemlos durch private Kapitalzuflüsse finanziert** werden konnten. Dabei schlug sich die **hohe Attraktivität des Anlagestandortes USA** für private Investoren in den letzten Jahren in **umfangreichen Zuflüssen im Bereich der Direktinvestitionen und der Aktienkäufe** nieder. Diese erreichten im Jahr 2000 ihren Höchststand (Direktinvestitionen in Höhe von 307,7 Mrd. USD und Aktienkäufe in einem Gesamtvolumen von 192,4 Mrd. USD). Auf dem Höhepunkt des Aktienmarktbooms in den Jahren 1999 und 2000 entfielen somit 54% bzw. 49% der gesamten ausländischen Nettokapitalzuflüsse auf Aktienkäufe und Direktinvestitionen (**Graphik 4**).

(Graphik 4)
Zusammensetzung der privaten Kapitalzuflüsse in Mrd. USD



Infolge der Aktienmarktschwäche kam es im Jahr 2001 zu deutlichen Strukturverschiebungen. Während Direktinvestitionen und Aktien wieder erheblich an Boden verloren (33%), gewannen die **fest verzinslichen Wertpapiere in der Gunst der privaten Anleger deutlich an Attraktivität** (Anteil an den Nettokapitalzuflüssen: 37% gg. 18% im Jahr 2000).

Diese Entwicklungstrends haben sich angesichts der Aktienmarktbaixe im laufenden Jahr fortgesetzt. Dies ist insofern im Vergleich zu Kapitalzuflüssen in Form von Direktinvestitionen und Aktien von Nachteil, weil mit Bonds **feste** Verpflichtungen zu zukünftigen Kapital- und Zinsrückzahlungen verbunden sind. Zuletzt mehrten sich auch die Anzeichen dafür, dass bei der Deckung des Kapitalbedarfs der USA öffentliche ausländische Quellen wieder eine stärkere Rolle spielen. So wird geschätzt, dass allein durch die Dollarkäufe der japanischen Notenbank im 3.Quartal rd. 40% des US-Leistungsbilanzdefizits gedeckt wurden.

- **Stetiger Anstieg der Nettoauslandsverschuldung der USA**

Nachdem die USA noch bis Mitte der achtziger Jahre ein Netto-Gläubigerland war, hat die Nettoauslandsverschuldung infolge der hohen Kapitalimporte zuerst langsam und **seit Mitte der neunziger Jahre beschleunigt** zugenommen. **Noch ist die Verschuldungssituation komfortabel**. Die Nettoauslandsverschuldung lag Ende 2000 bei 21,4% des BIP (auf der Basis von Marktpreisen) und damit deutlich unter dem Niveau, das andere Länder mit Zahlungsbilanzproblemen in der Vergangenheit aufwiesen (z.B. Kanada 1993: 44%). Auch der zwar deutlich geschrumpfte, aber immer noch positive Saldo in der Kapitalertragsbilanz signalisiert, dass die ausländischen Verbindlichkeiten bislang problemlos bedient werden konnten.

- **Kritischer Schwellenwert beim US-Leistungsbilanzdefizit bereits erreicht?**

Es lässt sich keine eindeutige Aussage darüber treffen, ab welchem Wert in Relation zum BIP ein Leistungsbilanzdefizit für ein Land zum Problem wird. In einer Untersuchung des „Institute for International Economics“ wurde eine kritische Marke von 4,2% identifiziert. Basierend auf einer vergangenheitsbezogenen Untersuchung von 25 Ländern mit Zahlungsbilanzproblemen ermittelten Ökonomen der Fed hingegen die Marke von 5% als relevanten Schwellenwert. Bei Erreichen dieser Marke kam es in den untersuchten Ländern zu einer von einer deutlichen realen Währungsabschwächung (10%-20%) begleiteten Trendumkehr in den außenwirtschaftlichen Defiziten.

Zumindest einen dieser Schwellenwerte, die 4,2%-Marke, wird die USA im laufenden Jahr überschreiten. Allerdings gibt es einige Gründe, die vermuten lassen, **dass der „Schwellenwert“ im Falle der USA höher als in anderen Ländern anzusiedeln ist.** So besteht aufgrund der Bedeutung des US-Dollars als Reserve- und Handelswährung strukturell eine hohe internationale Nachfrage nach USD-Anlagen. Der Großteil der US-Auslandsschulden ist in US-Dollar denominiert, so dass die **USA ihre eigene Währung zur Begleichung der Auslandsverbindlichkeiten** einsetzen und praktisch nicht zahlungsunfähig werden kann. Dies reduziert die Anfälligkeit gegenüber Währungsveränderungen. Sollte sich der Produktivitätsanstieg der letzten Jahren als dauerhaft erweisen und

sich die langfristige Potenzialwachstumsrate der US-Wirtschaft entsprechend erhöht haben, so würde auch dies in Richtung eines höheren kritischen Schwellenwerts wirken, da damit die Fähigkeit, die wachsenden Auslandsverbindlichkeiten zu bedienen, ebenfalls zunehmen würde.

- **Geringe Chancen für schnellen Abbau der Handelsbilanzungleichgewichte**

Mit einer raschen Reduktion der Handelsbilanzdefizite kann aus mehreren Gründen nicht gerechnet werden. Aufgrund des großen Importüberhangs müsste das Exportwachstum, nur allein um einen weiteren **Anstieg** der Defizite zu vermeiden, um 60% über dem Importwachstum liegen. Darüber hinaus wird die Verringerung der Defizite auch durch die **hohe Importelastizität der Nachfrage in den USA** ($2\frac{1}{4}$; zum Vergleich Japan und die EU: rd. $1\frac{1}{2}$) und die **geringe Preiselastizität der Importnachfrage** erschwert. Im Falle einer **begrenzten Dollarabwertung** ist deshalb nicht mit einer schnellen Verminderung der Fehlbeträge zu rechnen, da Importeure Wechselkursveränderungen nur zum Teil auf ihre Kunden überwälzen, um ihre Marktstellung auf dem wichtigen US-Markt zu behaupten. Auch aus anderen Erwägungen erscheint **eine begrenzte Dollarabwertung nicht als Allheilmittel** zur Reduktion des Handelsbilanzdefizits. So sind nach Schätzungen mehr als 50% der internationalen Handelsgüter in US-Dollar fakturiert, und darüber hinaus sind auch **einige Währungen an den US-Dollar gekoppelt**. Bedeutsam ist hier vor allem die Anbindung des chinesischen Renminbi an den US-Dollar. Somit gehen von der Währungsseite keine Impulse zur Reduktion des Defizits im Warenaustausch mit China aus. Auch die in diesem Jahr verzeichnete Abwertung des mexikanischen Pesos gegenüber dem US-Dollar ist im Hinblick auf den Ausgleich des bilateralen Handelsbilanzdefizits kontraproduktiv.

Diese Aussagen werden durch Schätzergebnisse, die auf dem ökonometrischen Modell der US-Notenbank basieren, untermauert. Danach führt eine **anhaltende** Abwertung des US-Dollars um 10%, also etwa im Ausmaß der seit Jahresbeginn verzeichneten Wechselkurskorrektur, zwar zu einem um 0,4% höheren BIP-Wachstum im ersten und 1,2% höheren im zweiten Jahr und zu einer um 0,4% bzw. 0,5% höheren Inflationsrate. Die **Auswirkungen auf das Leistungsbilanzdefizit** sind im Vergleich dazu aber **viel geringer**. Aufgrund der J-Kurve-Effekte weitet sich dieses im ersten Jahr sogar leicht aus (-0,04% des BIP), und es sinkt im zweiten und dritten Jahr nur leicht um 0,2% respektive 0,3% des BIP.

- **Ausblick/Fazit**

Unsere Analyse hat verdeutlicht, dass der häufige Verweis darauf, dass die Kapitalimporte in den letzten Jahren vor allem die Ausweitung der Investitionsquote in den USA finanzierten und damit weniger problematisch sind, zu kurz greift.

So droht dabei die **unzureichende gesamtwirtschaftliche Ersparnisbildung** aus dem Blickfeld zu geraten. Dass diese mit der Investitionstätigkeit nicht Schritt halten konnte, lag vor allem an den privaten Haushalten, die angesichts des Booms an den Aktienmärkten vor allem in der 2. Hälfte der neunziger Jahre erheblich weniger als zuvor gespart und zugleich ihre Verschuldung deutlich erhöht haben. Dies schlug sich nicht nur in einem stärkeren An-

stieg des durchschnittlichen Konsumwachstums als in der Vorperiode nieder (1995-2001: +3,8% real p.a. gg. 2,9% im Zeitraum 1980-1994), sondern trug auch wesentlich zu der erheblichen Ausweitung der Defizite im Handelsaustausch bei. Die Sparquote ist zwar in den letzten Quartalen wieder angestiegen, liegt aber immer noch deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt (von 1959-2001: 8,0%). Die Risiken, dass es zu einem abrupten Anstieg kommt, haben angesichts der negativen Entwicklung an den Aktienmärkten erheblich zugenommen. Ein dadurch ausgelöster Rückgang der privaten Konsumnachfrage hätte zwar positive Implikationen für die Reduktion der außenwirtschaftlichen Defizite. Diese wären aber aufgrund der negativen Folgen nicht nur für die US-Konjunktur sondern auch für Weltwirtschaft teuer erkaufte.

Im Lichte des Platzens der Internetblase und hoher Kapazitätsüberhänge in der US-Wirtschaft ist aber auch verstärkt zu hinterfragen, **ob die getätigten Investitionen in jedem Fall effizienzsteigernd, also in Richtung eines höheren Trendwachstums, wirken oder ob nicht in größerem Umfang eine Fehlallokation des Kapitals stattgefunden hat.** Angesichts der zuletzt z.T. deutlich nach unten revidierten BIP-Zuwachsraten hat das „US-Produktivitätswunder“ zumindest einen Teil seines bisherigen Glanzes eingebüßt.

Die derzeit wieder viel diskutierte Rückkehr der „**twin deficits**“, also gleichzeitig hoher Fehlbeträge in der Leistungsbilanz und den öffentlichen Haushalten, dürfte in einem ohnehin durch eine nüchternere Bewertung der mittelfristigen Wachstumsperspektiven und einen **Vertrauensverlust in „Corporate America“** gekennzeichneten Umfeld zusätzlich zur kritischen Wahrnehmung des Anlagestandortes USA beitragen. Vor diesem Hintergrund ist eine den Boomjahren vergleichbare **starke Zunahme der Direktinvestitionen und der ausländischen Aktienkäufe nicht zu erwarten.** Auch im Kampf um das internationale zinnsensitive Kapital weist die USA aufgrund des aus konjunkturellen Gründen weiterhin unerlässlichen niedrigen Niveaus der Geldmarkt- und Kapitalmarktzinsen derzeit eher Nachteile auf. Auf der Habenseite kann demgegenüber weiterhin **die Größe und Liquidität des Kapitalmarktes und die Rolle des US-Dollars als Leitwährung** verbucht werden. Zudem sind in der Bedeutung der **US-Währung als „sicherer Hafen“** und - zumindest bis dato - als eine Art **Heimatswährung für die wirtschaftlich aufstrebenden asiatischen Schwellenländer** weitere wichtige Assets zu sehen, auf die vorerst gesetzt werden kann.

Im Hinblick auf die notwendigen außenwirtschaftlichen Anpassungsprozesse wäre eine sich in geordneten Bahnen vollziehende Dollarabschwächung sogar wünschenswert, da sie die **Importnachfrage dämpft und die Exportnachfrage begünstigt.** Ein schwächerer Dollarkurs ist, wie zuvor näher ausgeführt, aber kein **Allheilmittel für einen schnellen Abbau der außenwirtschaftlichen Defizite.** Nur im Fall eines starken Kursverfalls des US-Dollars bzw. eines **in den anderen Ländern deutlich höher als in den USA liegenden Nachfragewachstums** wären nämlich größere Effekte zu erwarten. Eine erhebliche Steigerung der Binnennachfrage in anderen Ländern, vor allem in Japan und der Euroland, wäre darüber hinaus auch wichtig, um zumindest teilweise den Ausfall der weltwirtschaftlichen Wachstumslokomotive USA zu kompensieren. Allerdings ist das Potenzial dazu in Euroland und Japan begrenzt. In Japan stellen das marode Bankensystem, die hartnäckige Deflation sowie die in Geld- und Fiskalpolitik nahezu völlig ausgereizten Handlungsspielräume wesentliche Wachstumshemmnisse dar. Auch in Euroland erweist sich die Fiskalpolitik derzeit

als konjunktureller Hemmschuh, weil die Einhaltung der Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts prozyklisch wirkt und die gesamtwirtschaftliche Aktivität eher dämpft.

Inmitten dieses eher negativ geprägten Ausblicks sollte aber **der positive Entwicklungstrend der US-Dienstleistungsexporte** nicht vernachlässigt werden. Ein Abbau noch bestehender Handelshemmnisse in diesem Bereich würde eine **deutliche Steigerung der US-Dienstleistungsexporte** ermöglichen und damit **ein willkommenes Gegengewicht zu den Defiziten im Warenhandel bilden**.

Per Saldo ist eine abrupte von einem Dollarcrash begleitete Abkehr internationaler Investoren vom Anlagestandort USA zwar vorerst nicht sehr wahrscheinlich. Die seit Jahresbeginn eingetretene Dollarabschwächung signalisiert aber, dass die Finanzierung der Defizite schwieriger wird und dass eine Reduktion des Bedarfs an Kapitalimporten durch einen Abbau der Defizite deshalb dringlich ist. Bei weiteren Defiziten in der bisherigen Größenordnung würde die Nettoauslandsverschuldung nämlich schnell in problematische Dimensionen vorstoßen und eine erhebliche Passivierung der Kapitalertragsbilanz nach sich ziehen, was die Reduktion der Leistungsbilanzdefizite zusätzlich erschweren würde. In diesem Falle droht zwar eine starke Dollarkorrektur, aber die USA kann praktisch nicht zahlungsunfähig werden, da der Großteil der US-Auslandsschulden in US-Dollar denominiert ist, die **USA also ihre eigene Währung zur Begleichung der Auslandsverbindlichkeiten** einsetzen kann. Leidtragende wären vor allem die ausländischen Gläubiger, die eine deutliche Entwertung ihrer Forderungen hinnehmen müssten.

Ott-Laubach