

# **Globale Ungleichgewichte – Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik**

Vortrag  
bei der Abendveranstaltung der German CFA Society  
in der Hauptverwaltung München

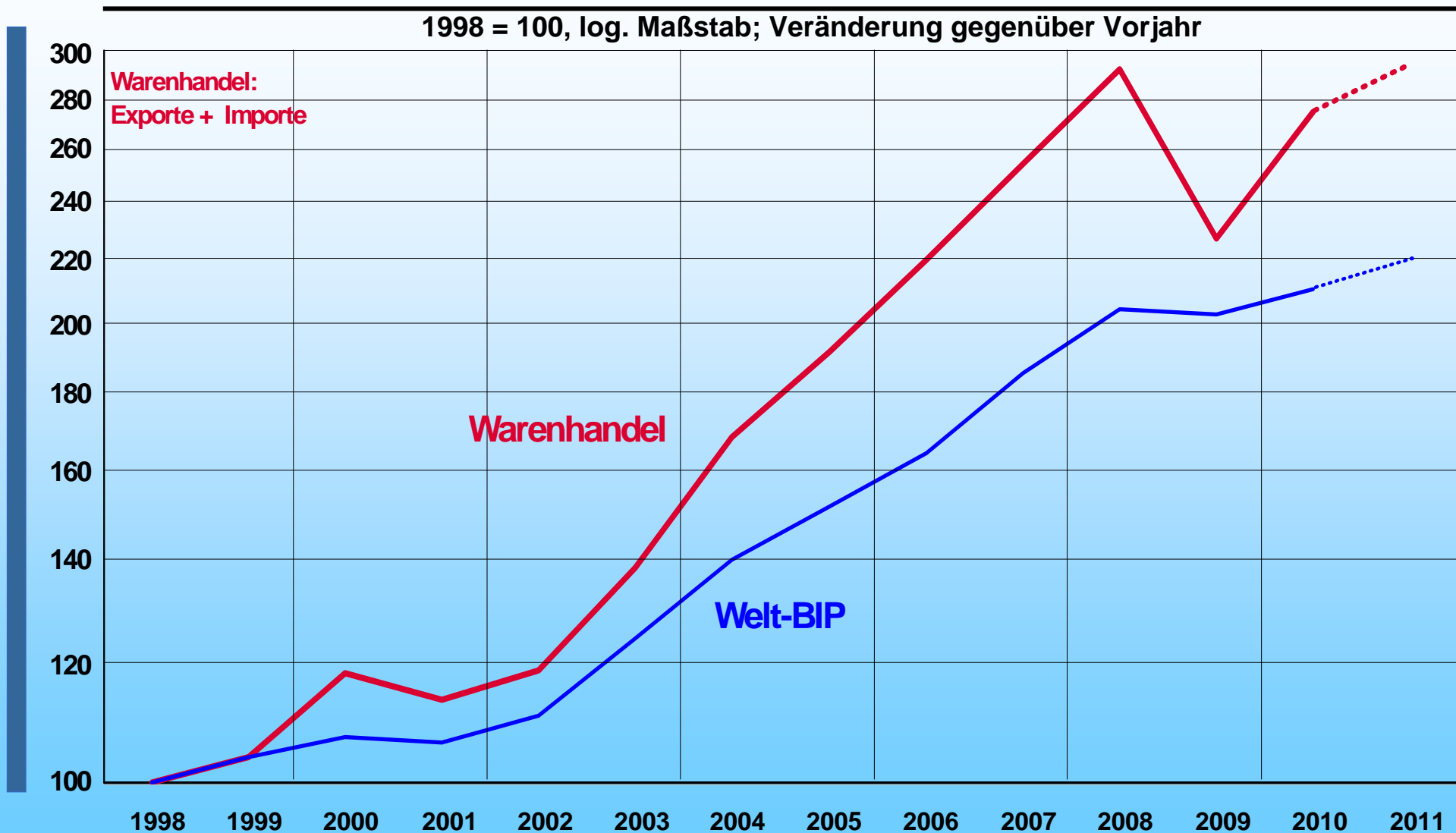
am 30. Juni 2011

# Globale Ungleichgewichte als Folge der Globalisierung

---

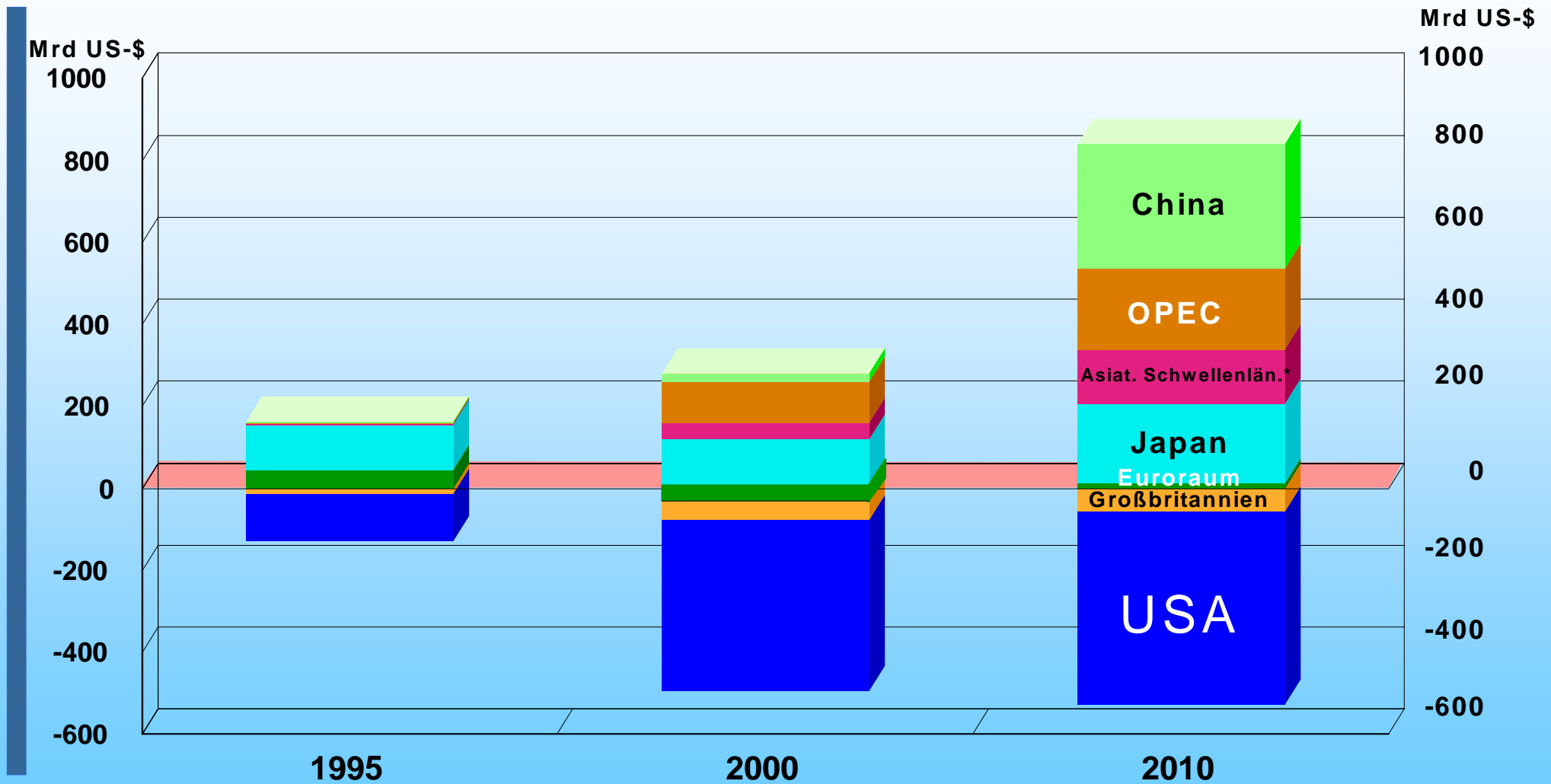
- Nach dem **Fall des Eisernen Vorhangs** sowie der **ökonomischen Liberalisierung** in vielen osteuropäischen, asiatischen und südamerikanischen Ländern ist die Welt ökonomisch enger zusammengerückt
- Stück für Stück **fielen Barrieren**, die den **weltweiten Austausch** von Ideen, Dienstleistungen, Waren und Kapital zuvor behindert hatten
- **Verbesserte und verbilligte Kommunikations- und Transporttechniken** ließen einen globalen Wirtschaftsraum entstehen, der zu einem weltweit rasant steigenden Wohlstand führte
- In den letzten Jahren ist das **Wachstum der Weltwirtschaft jedoch aus dem Gleichgewicht** geraten; **sichtbarstes Symptom** hierfür sind die **auseinanderlaufenden Entwicklungen in den Leistungsbilanzsalden** verschiedener Länder

# Wachstum des Welthandels und der Weltproduktion



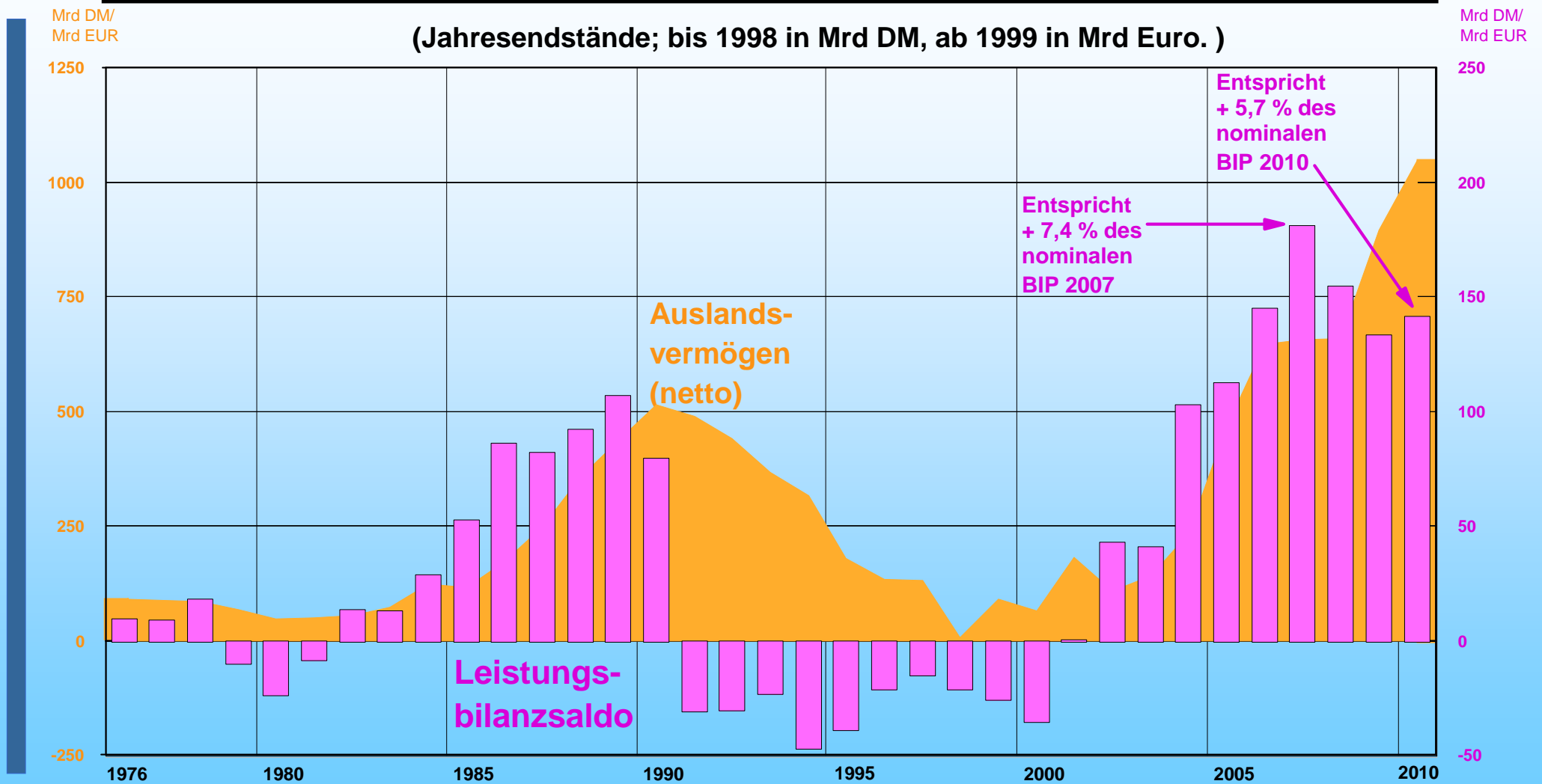
Quelle: WTO, Werte für 2011 Prognose laut IWF World Economic Outlook, April 2011

# Leistungsbilanzsalden ausgewählter Länder und Regionen



Quelle: IWF. \*) Hongkong, Südkorea, Singapur, Taiwan

# Deutschlands Leistungsbilanz und Auslandsvermögen



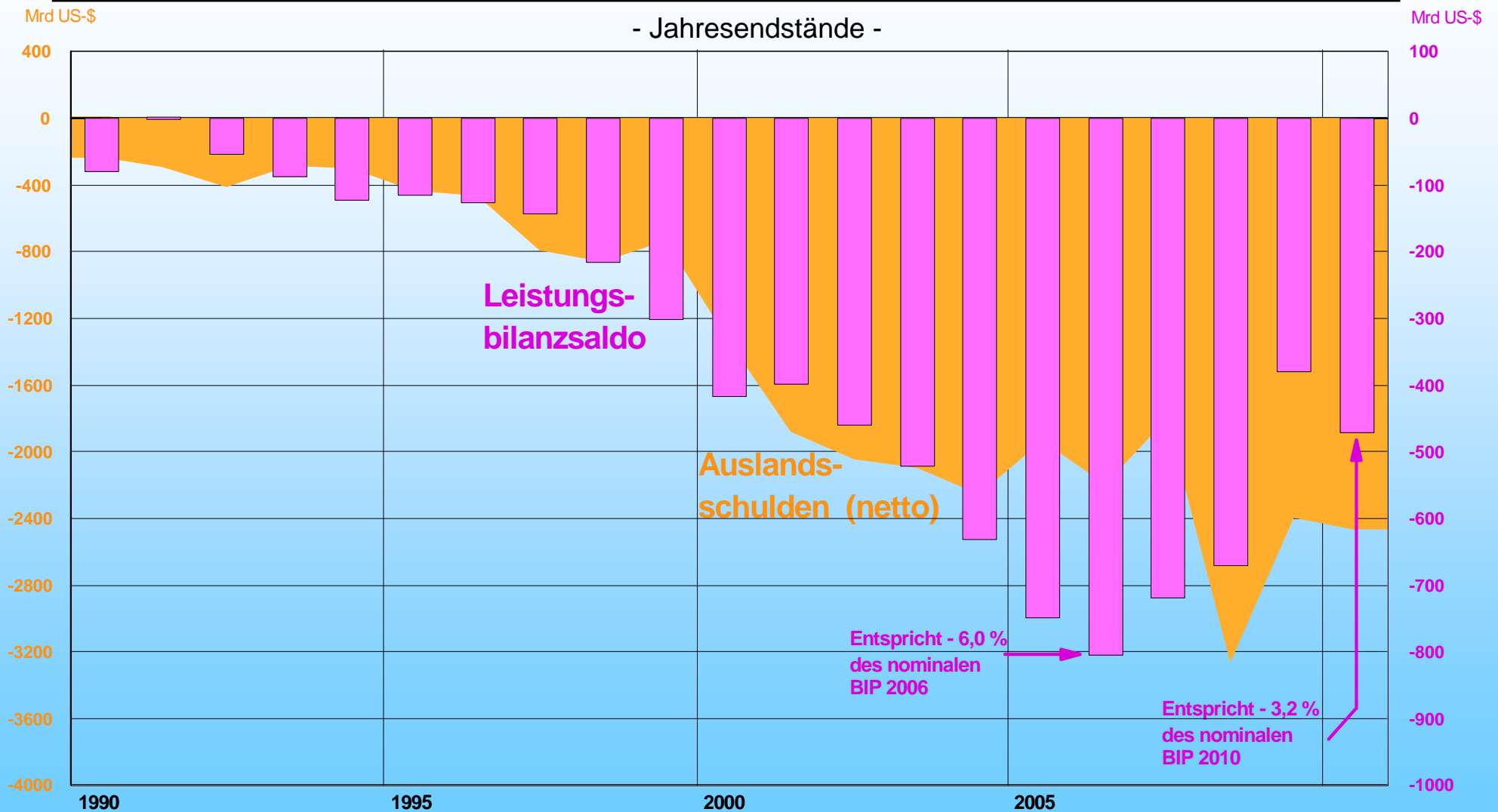
Quelle: Deutsche Bundesbank

# Makroökonomische Ungleichgewichte – Symptome versus Ursachen

---

- **Technisch betrachtet** reflektiert die **Leistungsbilanz** die **Differenz zwischen der öffentlichen sowie privaten Ersparnis** eines Landes und seinen **Investitionen**
- Länder, in denen **mehr gespart als investiert** wird, exportieren einen Teil ihres Kapitals ins Ausland, verzeichnen **Leistungsbilanzüberschüsse** und erhöhen so ihr Auslandsvermögen. Länder, die **mehr investieren als sie sparen**, müssen sich Geld im Ausland leihen und verzeichnen **Leistungsbilanzdefizite**
- **A priori** gibt es **keinen Grund**, warum **Volkswirtschaften als Ganzes nicht Sparer oder Investoren** sein können

# US-Leistungsbilanz und Auslandsverschuldung



Quelle: Bureau of Economic Analysis, IWF.

2010

# Makroökonomische Ungleichgewichte auf globaler Ebene

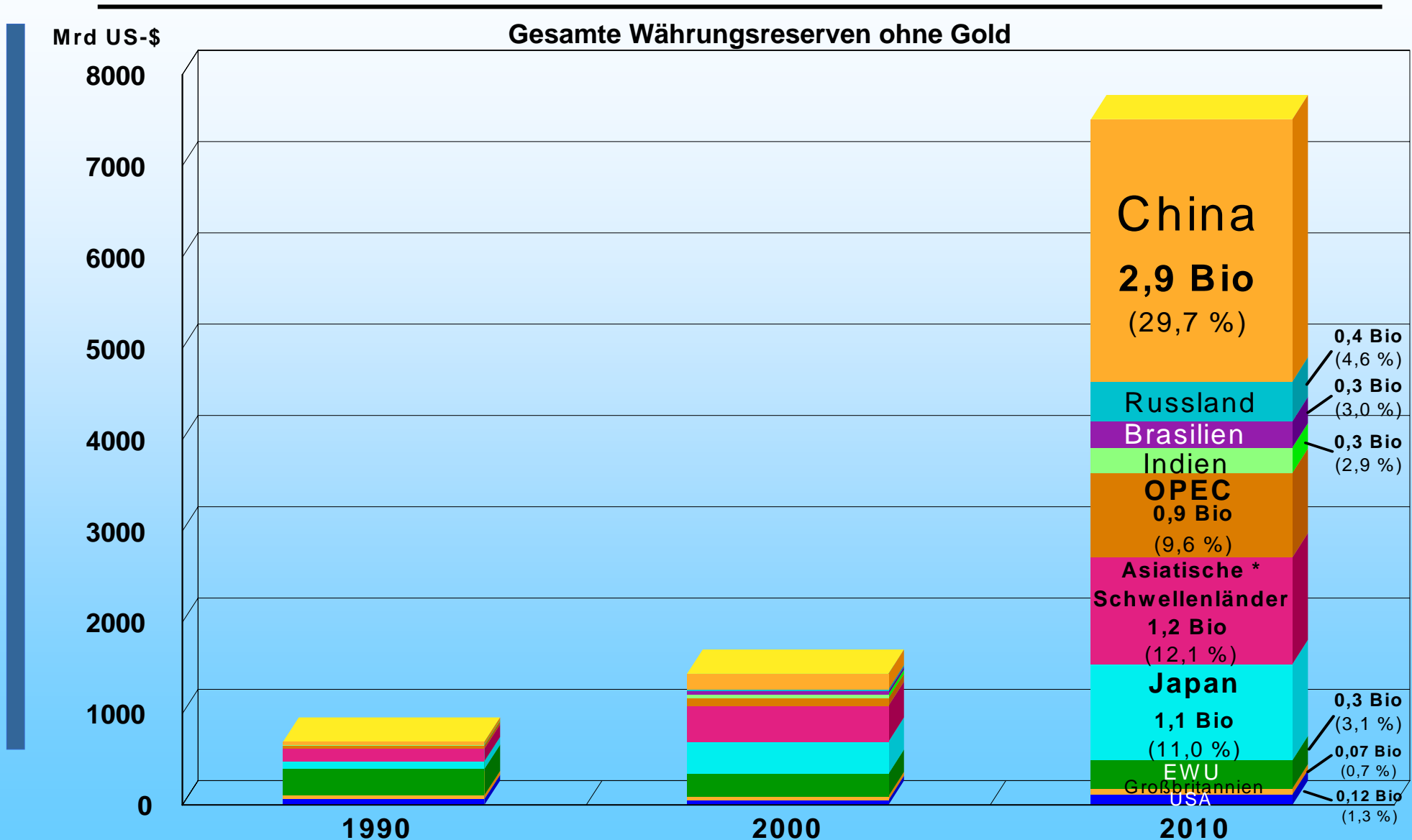
## Ursachen:

- Mit **Beginn der 90er Jahre** führten in den USA der **High-Tech-Boom** und eine stark zunehmende **Produktivität** zu steigenden Investitionen, gleichzeitig nahmen in Fernost als Folge der **Asienkrise** (1997) und der **Rezession in Japan** die Investitionen ab
- Folge: Leistungsbilanzdefizite in den USA, Leistungsbilanzüberschüsse in den asiatischen Ländern
- **Seit der Jahrtausendwende** haben sich die **Gründe** für die Leistungsbilanzdivergenzen **verändert**; sie signalisieren zunehmend **strukturelle Fehlentwicklungen**:
  - Allgemeiner **Rückgang der öffentlichen und privaten US-Ersparnis**
  - **Exportoffensive der Schwellenländer** und **Leistungsbilanzüberschüsse der OPEC-Staaten**, die durch eine an den Dollar gekoppelte Wechselkurspolitik begünstigt wurden
  - **Beträchtlicher Anstieg der Währungsreserven** in den Überschussländern (China: 3 Billionen Dollar  $\triangleq$  40 % des BIP)
  - Entsprechende **Kapitalzuflüsse in Defizitländern** (USA: Ursache für Kreditblase im Vorfeld der Finanzkrise)

## Schlussfolgerungen:

- Reform des Weltwährungssystems
- Etablierung eines wirksamen makroökonomischen Überwachungsmechanismus

# Anteile an den globalen Währungsreserven von ausgewählten Ländern



Quelle: IWF. \*) Hongkong, Südkorea, Singapur, Taiwan

# Derzeitige Weltwährungsordnung

## Mehr „Unordnung“ als Ordnung:

- **Mischsystem** aus flexiblen und festen Wechselkursregimes
- **Große Industrieländer** lassen ihre Währungen frei floaten; Wirtschaftspolitik orientiert sich an binnenwirtschaftlichen Zielen; innerhalb der Industrieländer gibt es aber unterschiedliche wirtschaftspolitische Prioritäten; **Euroraum** auf mittelfristige Stabilität ausgerichtet; in den **USA** stehen kurzfristige Wachstumsziele im Vordergrund
- **Schwellenländer** binden ihre Währungen meist an große Währungsblöcke; Wirtschaftspolitik dient vorrangig exportorientierten Wachstumsstrategien

## Hauptkritikpunkte:

- **Dominanz des Dollars** und damit **hohe Abhängigkeit der Weltwirtschaft** von der **amerikanischen Geld- und Fiskalpolitik** sowie von der Entwicklung an den US-Finanzmärkten und der US-Realwirtschaft; **expansive US-Geld- und Fiskalpolitik** führt zu extremen Kapitalzuflüssen in den Schwellenländern

# Weltwährungsordnungen bis zum Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems

## Goldstandard:

- Zweite Hälfte des 19. Jahrhunderts bis zum Ausbruch des 1. Weltkriegs
- Zahlungsbilanz- und Wechselkursstabilität verbunden mit freiem und kräftig expandierendem Welthandel
- Außenwirtschaftliche Stabilität wurde um den Preis hoher binnenwirtschaftlicher Volatilität und enormen Deflationsrisiken erkauft

## Golddevisenstandard:

- In der Zwischenkriegszeit Versuch der Reaktivierung des Goldstandards
- Neben den knappen Goldbeständen wurden vermehrt auch konvertible Währungen als Währungsreserven gehalten
- Große Depression mit der Notwendigkeit binnenwirtschaftlicher Stabilisierungsmaßnahmen führte zum Zusammenbruch der internationalen Währungsordnung

## Bretton-Woods-System:

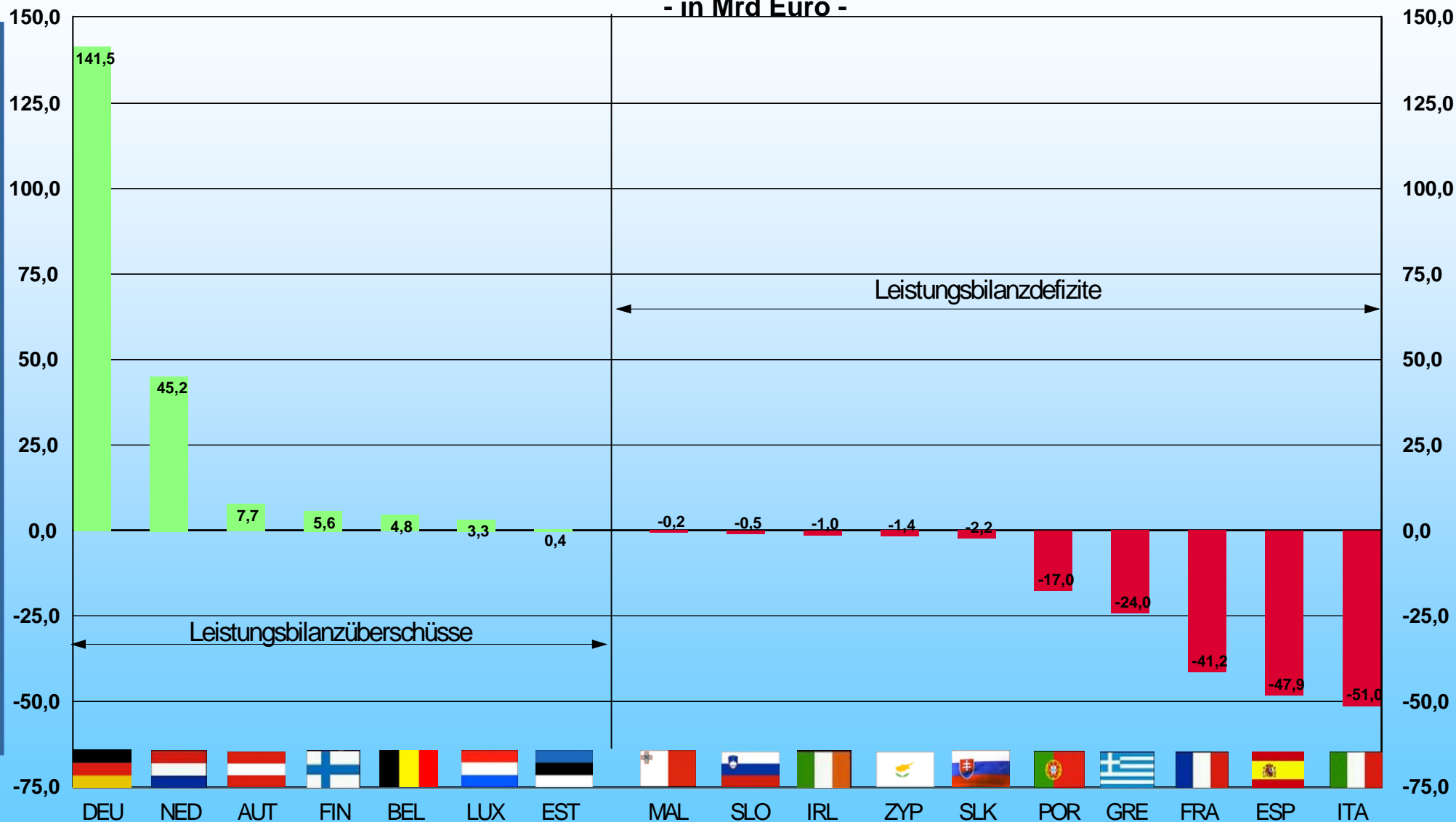
- System fester Wechselkurse mit Dollar als Leitwährung, Dollar war zu einer festen Parität in Gold konvertibel
- Zentrale Unterschiede zum früheren Golddevisenhandel: Anpassungen der Wechselkurse bei fundamentalen Ungleichgewichten möglich, IWF sollte nationale Wirtschaftspolitiken überwachen und Zahlungsbilanzdefizite finanzieren
- Internationaler Kapital- und Warenverkehr nahmen nach dem Krieg zu
- Unterschiedliche wirtschaftspolitische Ausrichtungen mit dadurch ausgelösten destabilisierenden Kapitalströmen führten schließlich zum Scheitern des Systems
- Scheitern offenbarte das grundlegende Problem aller Fixkurssysteme: Strikte Ausrichtung nationaler Wirtschafts- und Geldpolitiken an der Aufrechterhaltung fester Wechselkurse politisch langfristig nicht realisierbar

# Reformmaßnahmen zum Abbau der globalen Ungleichgewichte

- **Rückkehr zu einer globalen Fixierung der Wechselkurse** ist wegen der großen wirtschaftlichen Heterogenität der verschiedenen Regionen der Weltwirtschaft **weder politisch realisierbar noch ökonomisch sinnvoll**
- **Grundsätzlich sind frei flexible Wechselkurse** zwischen den großen Währungsblöcken **zu präferieren**; um größere Volatilitäten zu vermeiden bedarf es in den großen **Defizitländern** einer **Umorientierung** hin zu einer **stabilitätsorientierten Wirtschaftsordnung** (Erhöhung der Ersparnis, Preisstabilität, tragfähige Staatsfinanzen, flexible Arbeits- und Gütermärkte)
- **Schwellenländer** mit unterbewerteten Währungen müssen ihre Wechselkurse flexibler gestalten (China: Stärkung der Kaufkraft der Bürger; Notwendigkeit der Verbesserung der sozialen Sicherungssysteme)
- **Weiterer Ausbau der Finanzmarktregulierung** (z.B. Erfassung des Schattenbanksystems) um Kredit- und Vermögensblasen zu verhindern
- **Wirksamer makroökonomischer Überwachungsmechanismus** durch den IWF

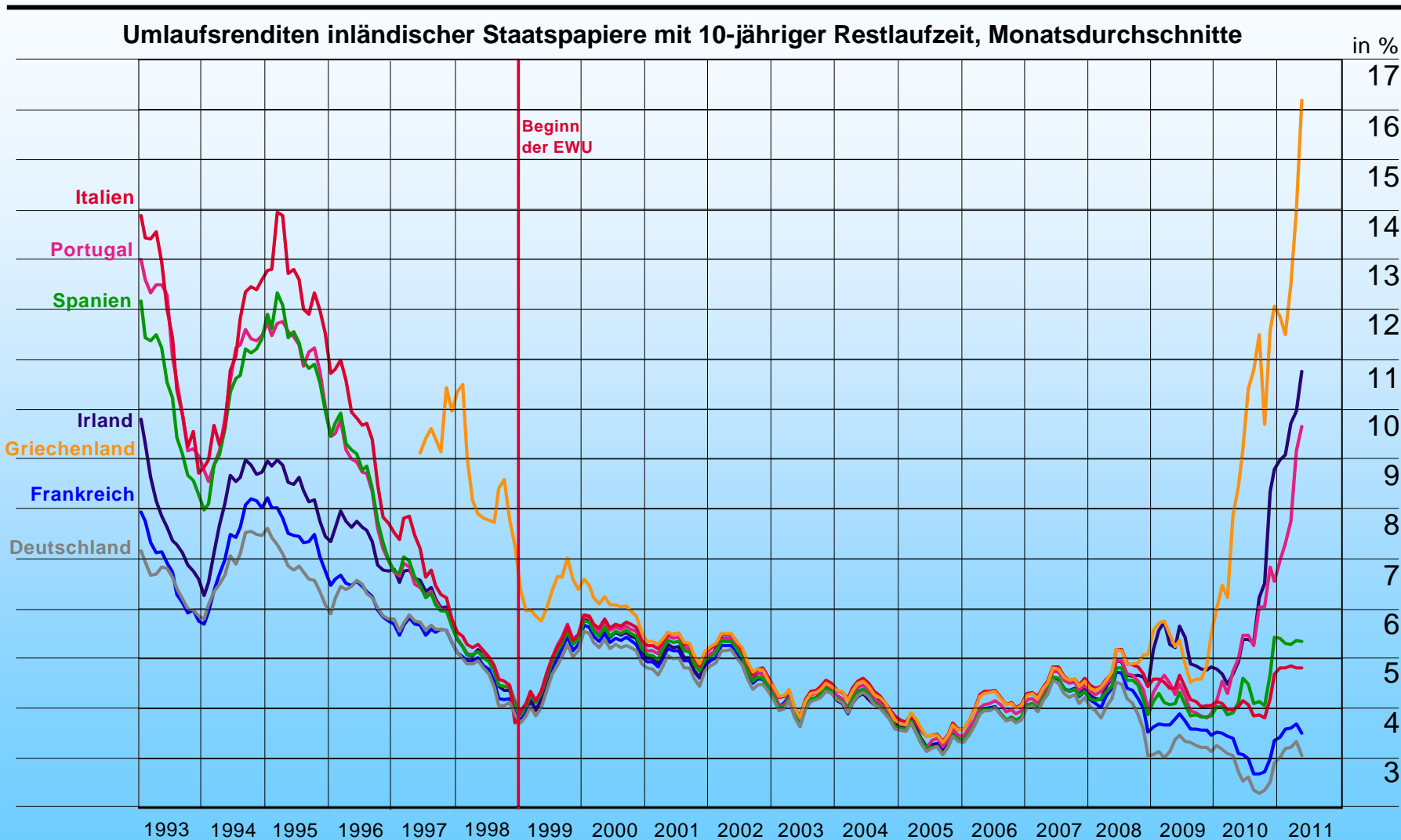
# Makroökonomische Ungleichgewichte im Euroraum 2010

- in Mrd Euro -



Quelle: Eurostat

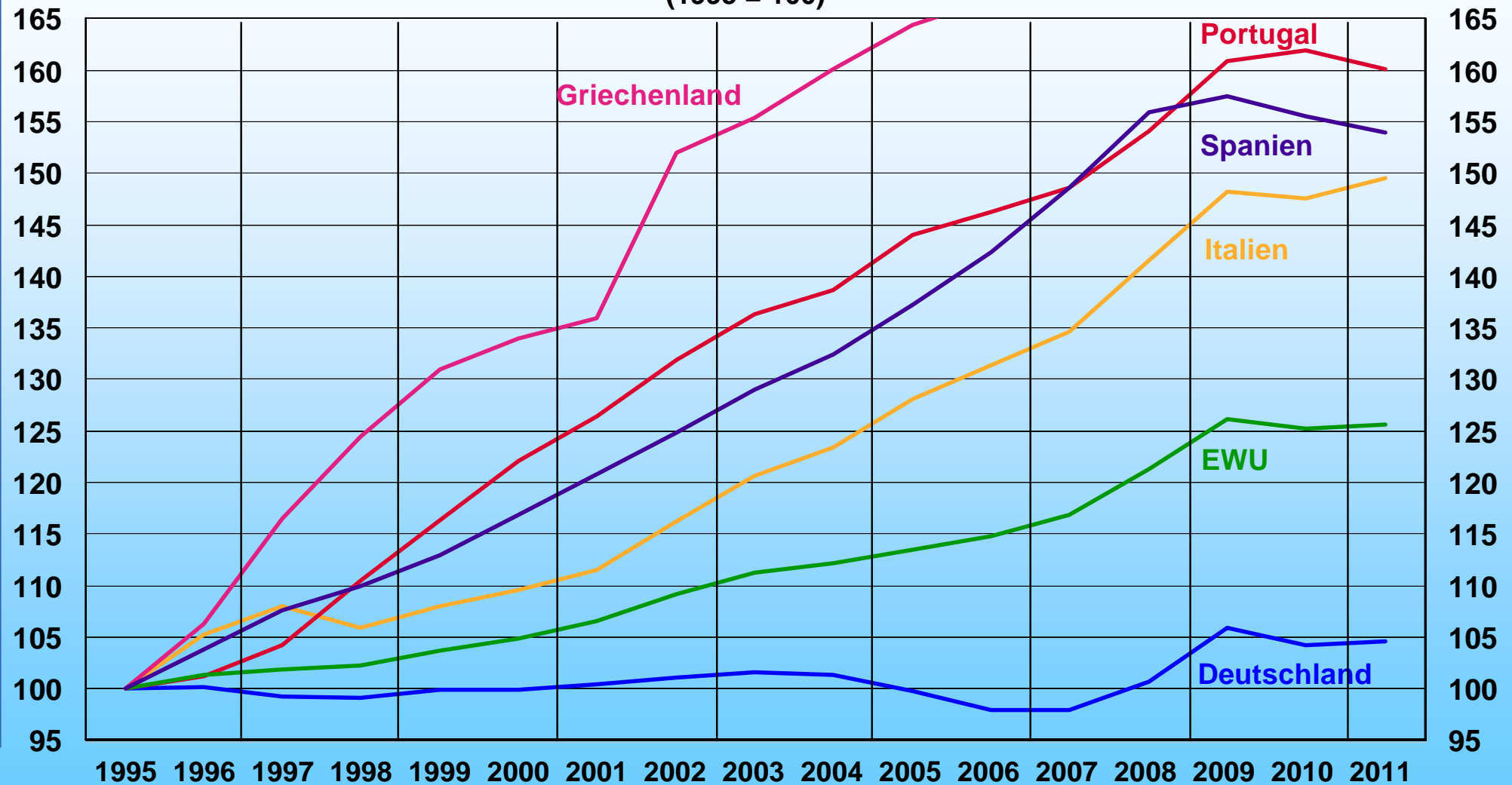
# Entwicklung der Kapitalmarktzinsen in den EWU-Ländern



Quelle: Deutsche Bundesbank

## Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit in der EWU gemessen anhand der Lohnstückkosten

(1995 = 100)

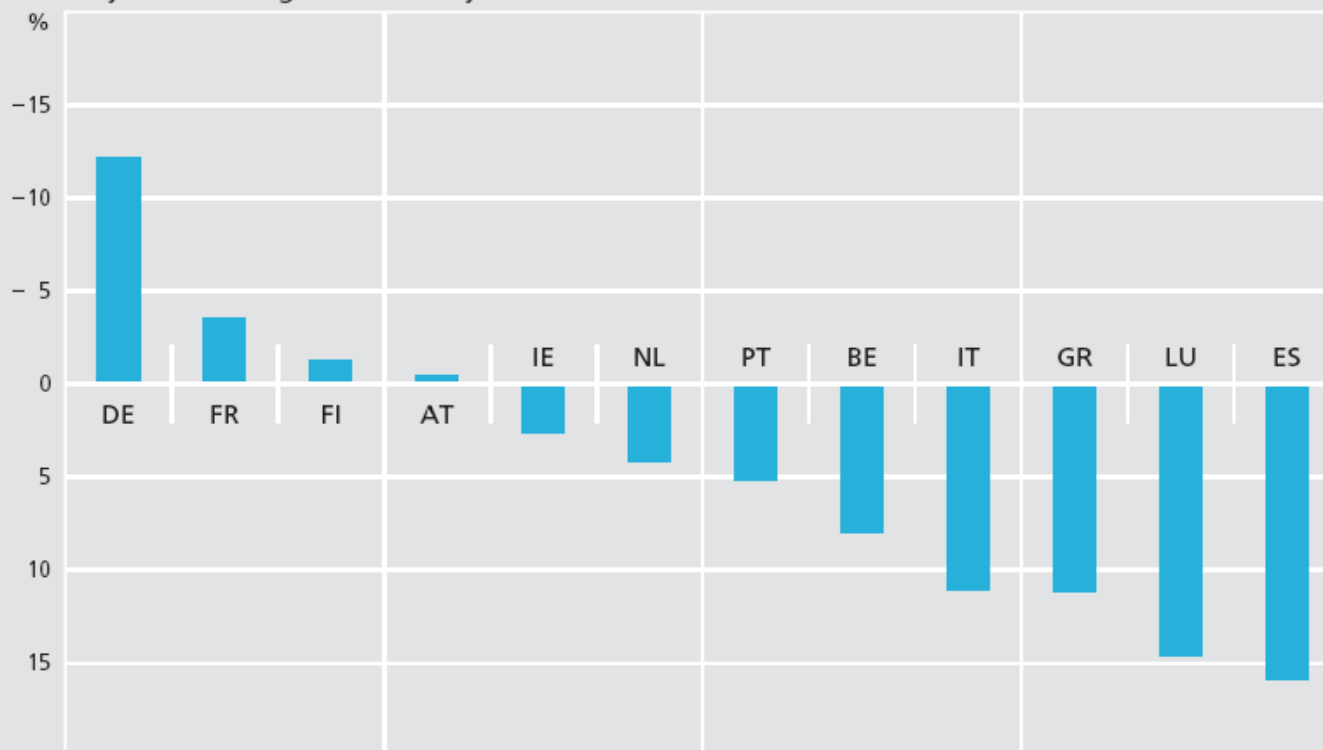


Quelle: OECD, Daten für 2011 geschätzt. 2011er Wert für Griechenland: 192,0.

# Preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft

Veränderung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den jeweiligen EWU-Partnerländern seit Beginn der EWU<sup>\*)</sup>

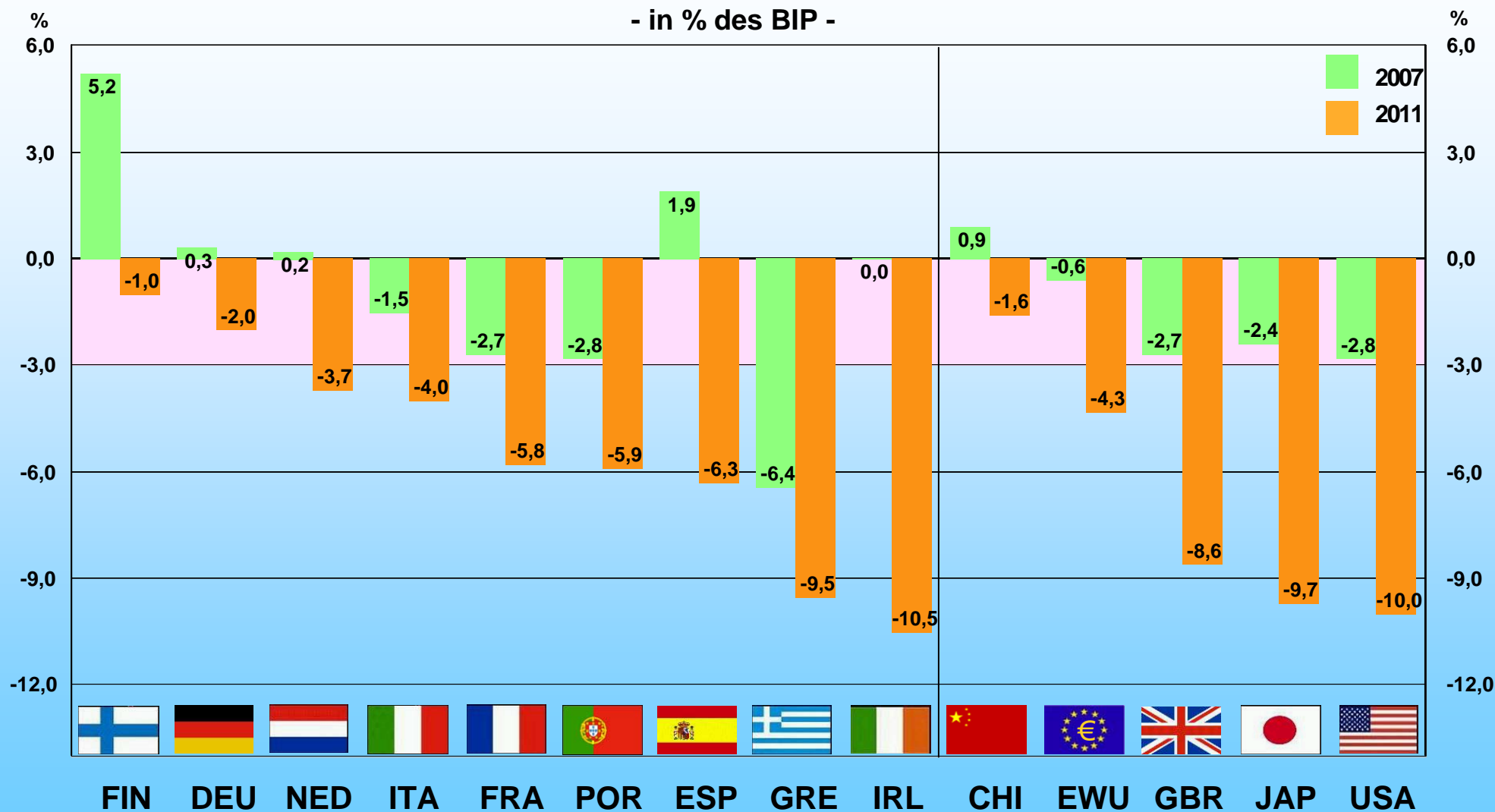
3. Vj. 2008 im Vergleich zum 4. Vj. 1998



\* Indikator auf Basis der Deflatoren für den Gesamtabsatz. Skala invertiert: Ein negativer Wert kennzeichnet eine Zunahme der preislichen Wettbewerbsfähigkeit.

# Entwicklung der Budgetsalden wichtiger Industrieländer 2007 und 2011

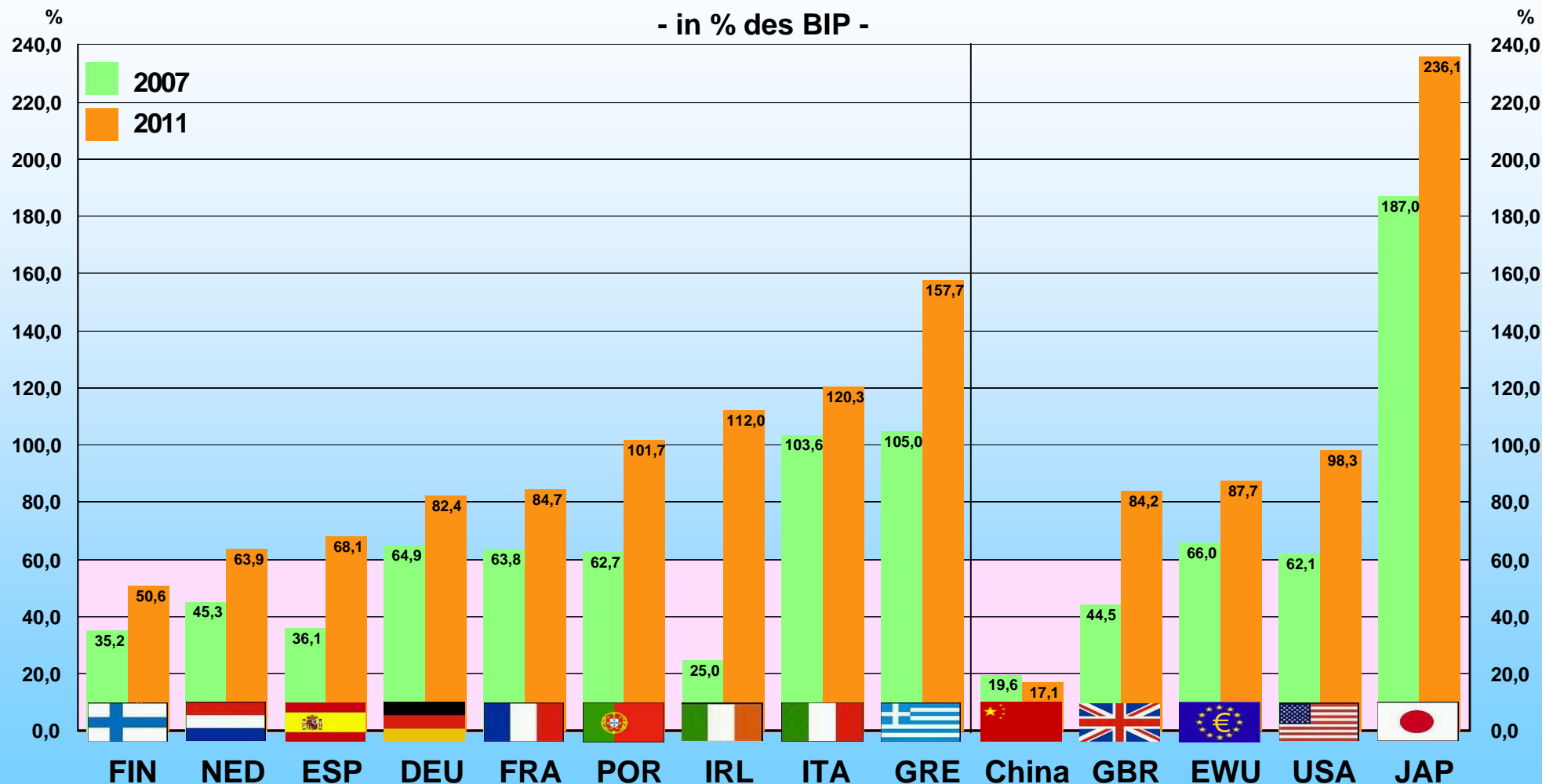
- in % des BIP -



Quelle: Frühjahrsprognose der EU-Kommission Mai 2011; China: IWF World Economic Outlook April 2011.

# Entwicklung der Gesamtverschuldung wichtiger Industrieländer 2007/2011

- in % des BIP -



Quelle: Frühjahrsprognose der EU-Kommission vom Mai 2011, IWF World Economic Outlook April 2011.

# Lehren aus der Krise (1): Härtung des Stabilitätspakts

---

## Positiv:

- **Frühere Sanktionen** (bereits im präventiven Teil des Pakts)
- Hinterlegung einer „**Kaution**“ (in Höhe von 0,2 % des BIP) schon zu Beginn eines Defizitverfahrens (später Umwandlung in Strafe möglich)
- Einbeziehung der **Gesamtverschuldung**
- Entscheidung über Sanktionen während des Defizitverfahrens mit **umgekehrter Mehrheit** („reverse majority rule“)

## Negativ:

- Entscheidung über **Eröffnung des Defizitverfahrens** noch immer **politisch** (Ministerrat noch immer „Herr des Verfahrens“)
- => **Hoffnung auf Europäisches Parlament!**

## Lehren aus der Krise (2): „Euro-Plus-Pakt“

- **Ziele:** Die vier Hauptziele sind Verbesserung der **Wettbewerbsfähigkeit**, Förderung der **Beschäftigung**, Sicherung der **Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen** und Sicherung der **Finanzstabilität**
- **Maßnahmen:** Mitgliedsstaaten verpflichten sich auf bessere **Koordinierung** ihrer **Sozial-, Lohn- und Steuerpolitik** (Stichworte: harmonisierte Bemessungsgrundlage für die Unternehmensbesteuerung, Senkung des Renteneintrittsalters etc.)
- **Bewertung: grundsätzlich positiv**, aber ...
  - ... sehr **vage formuliert**; Zielerreichung wird lediglich **politisch bewertet**, **Sanktionen** bei Zielverfehlung sind (anders als im ursprünglichen Entwurf zum Wettbewerbsfähigkeitspakt) **nicht vorgesehen**
  - ... durch zu viele Ziele **Überfrachtung des Pakts**; besser wäre gewesen: Konzentration auf wirkliche „Problemfälle“ durch Beobachtung v.a. der **Leistungsbilanz- und Wettbewerbsdefizite**
  - ... **Gefahr**, dass über Pakt **dirigistische makroökonomische Feinsteuerung** auf EU-Ebene einsetzt (z.B. durch Vorgabe von Schwellenwerten für Leistungsbilanzsalden)

# Lehren aus der Krise (3): Dauerhafter Krisenbewältigungsmechanismus (ESM)

## Eckpunkte des geplanten dauerhaften Krisenmechanismus (ESM)

- ESM wird EFSF und EFSM ab Juni 2013 ablösen
- Gesamtvolumen von 700 Mrd Euro; effektive Kreditvergabemöglichkeit von 500 Mrd Euro

## Bewertung

### Positiv:

- Installation eines **dauerhaften Krisenlösungsmechanismus** als Ergänzung zu einer verbesserten Krisenvorbeugung grundsätzlich sinnvoll
- Finanzielle Hilfen nur, wenn **Stabilität des Euroraums als Ganzes** gefährdet
- **Strenge Konditionalität:** Kreditbedingungen bzw. Anpassungsprogramme werden von Kommission, EZB und IWF ausgehandelt
- Aktivierung des ESM nur durch **einstimmigen Beschluss der Geberländer**  
=> faktisches Vetorecht Deutschlands
- **Bevorrechtigter Gläubigerstatus** des ESM

### Bedingt positiv:

- **Beteiligung privater Gläubiger** hätte noch **konsequenter** umgesetzt werden müssen (zwar ab 2013 sog. „Collective Action Clauses“, aber Entscheidung von „Fall zu Fall“)

### Kritisch sind:

- Angedachte **Lockerung der Zinskonditionen** für ESM-Hilfskredite
- Evtl. Möglichkeit zu **Sekundärmarktkäufen von Staatsanleihen**



**Vielen Dank für Ihre  
Aufmerksamkeit!**