

Professor Dr. Axel A. Weber
Präsident
der Deutschen Bundesbank

Globale Ungleichgewichte
Theorien und Fakten

Festvortrag anlässlich der Verleihung der Ehrendoktorwürde
der Universität Duisburg-Essen

Essen
am 28. Juni 2007

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 17

Inhalt

1	Einleitung	2
2	Globale Ungleichgewichte: Zusammenhänge und Entwicklung	6
3	Mögliche Erklärungsmuster	9
4	Zur Tragfähigkeit der globalen Ungleichgewichte	12
5	Implikationen und Fazit	14

1 Einleitung

Sehr geehrte Damen und Herren, ich freue mich sehr, heute Abend hier in Essen zu sein. Noch mehr erfreut es mich natürlich, *warum* ich heute hier bin. Die Ehrendoktorwürde einer Universität verliehen zu bekommen ist nämlich tatsächlich ganz im Wortsinn vornehmlich eins: eine besondere Ehre, die einem in der Regel nicht oft zuteil wird.

Meine eigene Dissertation liegt nun ziemlich genau zwanzig Jahre zurück. Seinerzeit habe ich natürlich nicht damit gerechnet, heute einen Dokortitel ehrenhalber verliehen zu bekommen. Daneben hatte ich mir während meiner damaligen Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter bei Hans-Edi Loef natürlich auch noch nicht ausgemalt, einmal Bundesbankpräsident zu werden.

Vom Hochschullehrer zum Notenbanker bedeutete für mich, vom wissenschaftlichen Beobachter der europäischen Geldpolitik zu einem Mitentscheider und Mitverantwortlichen zu werden – ein Schritt von der Theorie zur Praxis, den ich nie bereut habe und der mir weiterhin viel Spaß und

Freude macht. Und zugegeben: Neben der eigenen Promotion noch einen Ehrendokortitel verliehen zu bekommen, erfüllt mich ebenfalls mit großer Freude.

Daher noch einmal herzlichen Dank an Sie, Herr Prof. Clausen, auch für die freundlichen Worte in Ihrer Laudatio, vielen Dank auch an den Fachbereich Wirtschaftswissenschaften und an die Universität Duisburg-Essen.

Lassen Sie mich zu meinem Vortragsthema überleiten, den globalen Ungleichgewichten. Dieser Begriff beschreibt das heutige Muster der weltweiten Waren- und Kapitalströme zwischen verschiedenen Wirtschaftsregionen. Es handelt sich also grundsätzlich um ein Phänomen der internationalen Wirtschaftsbeziehungen. Internationale Wirtschaftsbeziehungen waren (neben der monetären Ökonomie) mein Arbeitsschwerpunkt während meiner Zeit als Hochschullehrer. Insofern ist mein persönliches Interesse an der Thematik leicht nachzuvollziehen.

Aber weshalb sind diese Ungleichgewichte für eine Notenbank wie die Deutsche Bundesbank interessant? Der Grund hierfür ist, dass diese Ungleichgewichte letztlich eine Begleiterscheinung der Globalisierung sind. Hierunter verstehe ich den Prozess der fortschreitenden internationalen Arbeitsteilung, in dessen Folge ehemals primär nationale Güter-, Finanz- und auch Arbeitsmärkte zunehmend international verflochten werden.

Dass Arbeitsteilung und internationaler Gütertausch, also Globalisierung, grundsätzlich für alle hieran beteiligten Länder von Vorteil sind, hat schon der berühmte englische Ökonom David Ricardo vor knapp 200 Jahren gezeigt. Neben ihrer wohlstandssteigernden Wirkung hat die Globalisierung jedoch auch Implikationen für die Aufgabe von Notenbanken – daher unser Interesse.

Hauptaufgabe der Notenbanken ist es, Preisniveaustabilität sicherzustellen. Hinzu kommt die (zumindest implizite) Aufgabe, auch zur Stabilität des gesamten Finanzsystems beizutragen. Um beide Aufgaben erfüllen zu können, müssen Zentralbanken wirtschaftliche Phänomene wie z.B. die Globalisierung kontinuierlich daraufhin untersuchen, ob sie Auswirkungen auf das Erreichen ihrer Ziele haben.

Bezüglich der ersten Aufgabe, also des Sicherns der Geldwertstabilität, ist z.B. zu prüfen, ob und gegebenenfalls in welcher Form die Globalisierung die Inflationsentwicklung beeinflusst. In diesem Zusammenhang lautet eine häufig zu hörende These, dass die Globalisierung die Inflation (zumindest in den entwickelten Ländern) grundsätzlich dämpfe.

Ich bin jedoch überzeugt, dass durchaus auch das Gegenteil möglich ist, dass also die Globalisierung auch preistreibenden Charakter haben kann. Gerade die Öl- und Rohstoffpreisentwicklung der letzten Jahre ist ein entscheidender Punkt, weshalb ich bei der generellen Schlussfolgerung „Globalisierung dämpft Inflation“ sehr skeptisch bin.

Der tendenziell inflationsdämpfende Effekt steigenden Wettbewerbs auf der einen und der tendenziell inflationstreibende Effekt gestiegener Rohstoffpreise auf der anderen Seite sind nämlich nicht voneinander zu trennen – sie sind die beiden Seiten derselben (Globalisierungs)medaille.

Mit anderen Worten: Falls man sich über die generellen Preiswirkungen der Globalisierung Gedanken macht, darf man nicht nur an sinkende Preise z.B. von Textilien und Elektrogeräten denken, sondern muss daneben auch höhere Tank- und Heizungsrechnungen im Kopf haben.

Da sich Globalisierung also nicht mit sinkendem Preisdruck auf Verbraucherebene gleichsetzen lässt, hat sie auch die Arbeit der Notenbanken nicht erleichtert.

Globale Ungleichgewichte – mein eigentliches Thema – sind als ein bedeutendes Phänomen der Globalisierung unter anderem deshalb auf unserem Radarschirm, da sie grundsätzlich Risiken bergen, welche negativen Einfluss auf die Finanzstabilität haben können. Diese Ungleichgewichte zu beobachten, ist folglich Teil unseres Mandats und Ausdruck unserer Stabilitätsorientierung.

Lassen Sie mich im Zusammenhang mit den diskutierten Ungleichgewichten kurz auf fundamentale ökonomische Zusammenhänge und die aktuelle Entwicklung eingehen.

2 Globale Ungleichgewichte: Zusammenhänge und Entwicklung

Wie einleitend erwähnt rekurriert der Begriff der globalen Ungleichgewichte auf das heutige Ausmaß und die Richtung globaler Güter- und Kapitalströme. Hierbei steht insbesondere die Leistungsbilanzentwicklung der USA, jedoch auch diejenige Chinas und verschiedener erdölexportierender Länder, im Zentrum der Aufmerksamkeit.

Das Hauptaugenmerk wird hierbei in der Regel auf die jeweiligen Leistungsbilanzsalden gerichtet. Der Saldo der Leistungsbilanz entspricht der Summe aus den Salden ihrer Teilbilanzen, die den Außenhandel mit Waren und Dienstleistungen, grenzüberschreitende Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie laufende Übertragungen zwischen In- und Ausland abbilden. In den meisten Ländern ist die Handelsbilanz die mit Abstand bedeutendste Teilbilanz der Leistungsbilanz, weshalb auch ich beim Thema der Ungleichgewichte vornehmlich auf Güterexporte bzw. -importe abstelle.

Beim Thema Leistungsbilanzsaldo ist es wichtig, sich bestimmte volkswirtschaftliche Beziehungen zurück ins Gedächtnis zu rufen. Von zentraler Bedeutung ist hierbei Folgendes: Aufgrund saldenmechanischer Zusammenhänge besteht ein fester Zusammenhang zwischen dem Saldo der Leistungsbilanz, der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis (die als Reinvermögensänderung verstanden wird) und den gesamtwirtschaftlichen Investitionen.

So entspricht der Leistungsbilanzsaldo als eine Seite der Gleichung der Differenz zwischen gesamtwirtschaftlicher Ersparnis und gesamtwirtschaftlichen Investitionen auf der anderen Seite.

Ein Leistungsbilanzdefizit kann somit als Ausdruck einer zu geringen Ersparnis im Inland, also als eine „Ersparnislücke“ verstanden werden. Ein Leistungsbilanzdefizit geht mit einem gleich hohen Nettokapitalimport einher – beide Begriffe lassen sich also synonym verwenden.

Daneben gilt, dass jedem Leistungsbilanzdefizit in einem Land ein gleich hoher Leistungsbilanzüberschuss in anderen Teilen der Welt gegenübersteht. Dadurch kann es logisch an sich auch keine Leistungsbilanzungleichgewichte auf globaler Ebene geben, da sich – abgesehen von statistischen Messproblemen – Defizite hier und Überschüsse dort ausgleichen müssen. Da sich der Begriff der globalen Ungleichgewichte jedoch fest etabliert hat, will ich hieran auch im weiteren festhalten.

Der Grund nun, weshalb Leistungsbilanzentwicklungen seit einiger Zeit intensiv diskutiert werden, liegt besonders im hohen und über viele Jahre gewachsenen Leistungsbilanzdefizit der USA. Dieses belief sich letztes Jahr auf 6,5% des Bruttoinlandsprodukts, während es zehn Jahre zuvor noch bei 1,6% lag.

Auf die Vereinigten Staaten entfallen ca. $\frac{3}{4}$ des global aggregierten Leistungsbilanzdefizits, während sich die Überschüsse breiter, wenn auch nicht gleich über alle Wirtschaftsregionen verteilen. Dass ein einziges

Land für einen solch erheblichen Anteil am aggregierten Leistungsbilanzdefizit steht, ist der Kern der globalen Ungleichgewichte.

Auf wenige Sätze gebracht sieht die grundsätzliche Lage wie folgt aus: Aufgrund eines ausgeprägten Importüberschusses weist die US-Leistungsbilanz einen starken Negativsaldo aus, der mit erheblichen Nettokapitalimporten einhergeht, während andere Länder, vornehmlich in Asien, aber auch solche Länder, die Erdöl exportieren, erhebliche Leistungsbilanzüberschüsse und somit Nettokapitalexporte aufweisen. Manche Beobachter formulieren es alternativ so, dass die USA den Großteil der weltweiten Ersparnis quasi aufsaugten.

Besonders auffällig am heutigen Muster von Defiziten und Überschüssen ist, dass es im starken Kontrast zur Situation noch vor zehn Jahren stand. Damals noch waren Entwicklungs- und Schwellenländer im Durchschnitt Nettokapitalimporteure, während sie heute Nettokapitalexporteure sind. Kapital floss damals also von entwickelten Industrieländern in sich entwickelnde Schwellenländer, während es heute sozusagen „den Berg hinauf“ von armen zu reichen Volkswirtschaften fließt.

Das heutige Muster der globalen Kapitalströme geht einher mit einer sehr starken Zunahme von Devisenreserven, besonders in vielen ölexportierenden Volkswirtschaften und in den Überschussländern Asiens. China z.B. hat inzwischen Japan als größten Halter von Devisenreserven abgelöst und verfügt nun über einen Bestand im Wert von mehr als 1,1 Billion US-Dollar, die vornehmlich in US-Staatsanleihen angelegt werden.

Es wird deutlich, dass das massive Anhäufen von Devisenreserven in zahlreichen Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen ebenso ein Teil des Gesamtphänomens der globalen Ungleichgewichte ist wie das Leistungsbilanzdefizit der USA.

Wie lassen sich die heutigen globalen Ungleichgewichte erklären? Welche Triebfedern stecken hinter dieser Entwicklung?

3 Mögliche Erklärungsmuster

Es lassen sich grundsätzlich zwei mögliche Erklärungsstränge unterscheiden: Die Handelssicht, die den Leistungsbilanzsaldo, also die Differenz zwischen Exporten und Importen, ins Zentrum stellt. Daneben die Kapitalverkehrssicht, die am grenzüberschreitenden Nettokapitalstrom, also an der Differenz zwischen Ersparnis und Investitionen ansetzt. Lassen Sie mich diese beiden Sichtweisen kurz erläutern.

Die Handelssicht

Gemäß der Handelssicht reflektierten die heutigen Leistungsbilanzungleichgewichte in erster Linie unterschiedliche Entwicklungen der Nettoexporte in verschiedenen Teilen der Welt. Hiernach sei es zu einem guten Teil die ausgeprägte Importnachfrage der USA, die für die stark negative US-Leistungsbilanz und somit für entsprechende Nettokapitalimporte Sorge. Hinzu kämen exportorientierte Wachstumsstrategien in Asien und

hier besonders in China, die dort zu erheblichen Außenhandelsüberschüssen und entsprechenden Nettokapitalexporten führten.

Ein Teil dieser Strategie Chinas sei es, die eigene Exportleistung über einen niedrigen, durch Interventionen gedrückten Wechselkurs der eigenen Währung zusätzlich zu unterstützen. Eine Folge sei das massive Anhäufen von vornehmlich auf US-Dollar lautenden Devisenreserven, was nichts anderes bedeute, als dass letztlich die chinesische Zentralbank die Mittel aus den chinesischen Exportüberschüssen als Kapitalexport in die USA schleuse.

Die Schlussfolgerung dieser Sichtweise lautet: Solange China an seiner Wachstumsstrategie festhalte, werde das US-Leistungsbilanzdefizit weiterhin zu einem guten Teil durch chinesische Nettokapitalexporte in die USA gespiegelt. Mehr noch: Solange sich an den Strategien Chinas und anderer exportorientierter Schwellenländer nichts ändere, sei dieser Kapitalstrom auch tragfähig und nachhaltig, die zu beobachtenden Ungleichgewichte folglich kein Grund zu Sorge.

Die Vorstellung, exportorientierte Wachstumsstrategien in verschiedenen Schwellenländern Asiens würden quasi ein freiwilliges System grundsätzlich fester, wenn auch anpassungsfähiger Wechselkurse besonders gegenüber dem US-Dollar begründen, wird unter dem Stichwort *Bretton Woods II* diskutiert.

Die Kapitalverkehrssicht

Entsprechend dieser Vorstellung wird das Leistungsbilanzdefizit der USA durch erhebliche Ersparnisüberschüsse in anderen Teilen der Welt nicht nur finanziert, sondern darüber hinaus von diesen auch entscheidend mitbestimmt.

Im Zentrum dieser Überlegung steht die Vorstellung einer globalen „Ersparnisschwemme“, ein Begriff, den der heutige Vorsitzende der US-Notenbank, Ben Bernanke, vor mehr als zwei Jahren geprägt hat. Gemäß dieser Vorstellung sind es insbesondere Entwicklungs- und Schwellenländer, die in den letzten Jahren mit immer größeren Ersparnisüberschüssen aufwarteten.

Der Grund für dieses Verhalten wird insbesondere in den Erfahrungen vergangener Finanzkrisen gesehen. Als Reaktion auf diese Krisen würden zahlreiche Schwellenländer ihre Exportüberschüsse nun vornehmlich dazu nutzen, Forderungen gegenüber dem Ausland in Form von Währungsreserven aufzubauen, netto also Kapital zu exportieren, anstatt (wie ehemals) Nettokapitalimporteure zu sein. Ziel dieser durch das Vorsichtsmotiv geprägten Vorgehensweise sei es, gegenüber möglichen Krisen in der Zukunft besser gewappnet zu sein.

Gemäß dieser Sichtweise ist es also vornehmlich der Wunsch vieler Schwellenländer, die finanziellen Mittel einer zunehmend prall gefüllten „Vorsichtskasse“ sicher im Ausland anzulegen, der zu erheblichen Netto-

kapitalexporten in die USA führe und im Umkehrschluss darin münde, dass die Vereinigten Staaten Leistungsbilanzdefizite in bisher unbekanntem Ausmaß aufwiesen.

Die beiden hier kurz skizzierten Erklärungsstränge schließen sich als mögliche Erklärung nicht etwa gegenseitig aus, sondern ergänzen einander.

Für eine stabilitätsorientierte Zentralbank stellt sich die Frage nach der Tragfähigkeit der gegenwärtigen Entwicklung. Hierauf als auch auf hiermit zusammenhängende Risiken möchte ich kurz eingehen.

4 Zur Tragfähigkeit der globalen Ungleichgewichte

Notenbanken, internationale Finanzinstitutionen und die Finanzpresse sehen globale Ungleichgewichte in der Regel als ein Risiko.

Zugespitzt formulieren es einige Beobachter so, dass insbesondere die Vereinigten Staaten angesichts ihres Importhungers „über ihre Verhältnisse“ lebten. Dies könne nicht mehr lange gut gehen und werde schließlich erhebliche negative Konsequenzen nach sich ziehen.

Jedoch gibt es auch andere Stimmen, die diese Einschätzung explizit nicht teilen und stattdessen weitgehend der oben vorgestellten Sicht der

Kapitalströme folgen. Hiernach sind die USA schlechterdings als Kapitalanlagestandort so attraktiv, dass Kapitalimporte und das Leistungsbilanzdefizit die Folge seien.

Je nach Sicht auf die Bestimmungsgründe der Leistungsbilanzungleichgewichte kann man also zu ganz verschiedenen Schlussfolgerungen und möglichen Implikationen kommen.

Im konkreten Fall sind folgende Dinge festzuhalten: Die USA weisen heute ein Leistungsbilanzdefizit auf, dessen Ausmaß noch vor vielleicht zehn Jahren von vielen für unmöglich gehalten wurde. Unbestritten ist aber auch, dass ein Land bezüglich seiner außenwirtschaftlichen Transaktionen über die Zeit seine intertemporale Budgetrestriktion einhalten muss.

Einfacher ausgedrückt: Falls ein Land heute Leistungsbilanzdefizite aufweist, müssen diese irgendwann in der Zukunft durch Leistungsbilanzüberschüsse ausgeglichen werden. Kein Land kann *ad infinitum* eine defizitäre Leistungsbilanz haben, da dies gleichbedeutend mit dem stetigen Ausweiten von Verbindlichkeiten gegenüber dem Rest der Welt und somit einer fortdauernden Verschlechterung des Auslandsvermögensstatus wäre.

Eine Entwicklung, die nicht ewig anhalten kann, wird dies auch nicht tun. Daher ist es auch keine Frage, ob es in Zukunft zu einer Korrektur der globalen Ungleichgewichte kommen wird, sondern nur wann und in welcher Form.

Die Frage ist nun, ob es besser ist, schlicht auf eine marktgetriebene Korrektur zu warten, oder ob es geboten ist, den Korrekturprozess wirtschafts- und finanzpolitisch zu initiieren und flankieren. Ich bin der festen Überzeugung, dass letzteres der bessere Weg ist.

Der Grund hierfür ist, dass eine ausschließlich marktgetriebene Anpassung in einem Risikoszenario mit erheblichen negativen Auswirkungen verbunden sein könnte. Welche Maßnahmen sind es, die eine geordnete Korrektur initiieren könnten?

5 Implikationen und Fazit

Wie zuvor geschildert, lassen sich die globalen Ungleichgewichte nicht monokausal erklären. Folglich müssen Maßnahmen zu ihrem Abbau den Hebel auch an verschiedenen Stellen ansetzen.

Dies ist die Ratio der Empfehlungen, die wir in der Erklärung der G7 unter anderem in Essen und Washington im Frühjahr dieses Jahres wieder bekräftigt haben.

Hiernach sind vornehmlich drei Dinge von großer Relevanz:

- Die Erhöhung der volkswirtschaftlichen Ersparnisse in den USA.

Hierzu zählt, die gegenwärtig negative Sparquote der privaten US-Haushalte wieder in den positiven Bereich zu bringen.

gen. Hierzu zählen darüber hinaus auch Anstrengungen zur weiteren Konsolidierung der öffentlichen Haushalte in den USA. Auch wenn Haushaltsdefizit und Leistungsbilanzdefizit nicht notwendigerweise Zwillinge sind – wie durch den Begriff „Zwillingsdefizit“ impliziert wird – so sind sie doch zumindest enge Verwandte.

- Das Wirtschaftswachstum in Europa und Japan zu erhöhen, wozu insbesondere Strukturreformen weiterhin geboten bleiben.

Erfolge auf diesem Weg tragen insbesondere zu einem ausgeglicheneren globalen Wirtschaftswachstum bei, das dem Abbau der Ungleichgewichte dienlich sein sollte.

- In Ländern mit erheblichen Leistungsbilanzüberschüssen wie insbesondere China ist unverändert eine größere Wechselkursflexibilität hilfreich, um die nötige Aufwertung der Währung zu ermöglichen.

Leitvorstellung muss bleiben, dass Wechselkurse grundsätzlich die ökonomischen Fundamentaldaten widerspiegeln.

Der hier kurz skizzierte Maßnahmenkatalog ist nicht neu. Er wurde von den G7 schon wiederholt vorgebracht. Sein fehlender Neuigkeitswert impliziert jedoch nicht, dass die geforderten Maßnahmen etwa überholt wären, im Gegenteil: Die Empfehlungen bleiben unverändert gültig. Woran es bisher häufig gemangelt hat, war jedoch der feste Wille, sie auch entsprechend umzusetzen.

Lassen Sie mich wie folgt schließen: Der Weg zum geordneten Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte ist lang. Die höhere Wachstumsdynamik in Europa ist hierbei ein erster hilfreicher Schritt. Weitere Schritte sind jedoch insbesondere von China und den USA zu gehen.

Schnelle Erfolge sind bei diesen Maßnahmen nicht zu erwarten. Es gilt jedoch gilt es, den Trend der letzten Jahre dauerhaft zu brechen und umzukehren.

Der Umstand, dass die globalen Ungleichgewichte bisher länger durchzuhalten sind als viele vermutet haben, ist kein Grund, sich entspannt zurückzulehnen und auf eine ausschließlich marktinduzierte Anpassung zu vertrauen. Das Erwachen könnte sonst eines Tages recht unsanft werden.

* * *

Literatur

Ahearne, A. et al., *Global Imbalances. Time for Action*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief Number PB07-04, März 2007

(www.petersoninstitute.org/publications/pb/pb07-4.pdf).

Bernanke, Ben S., *The global savings glut and the US current account deficit*, Virginia Association of Economics, March 2005.

(www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102)

Cooper, Richard N., *Living with Global Imbalances. A Contrarian View*, Institute for International Economics, Policy Brief in International Economics, Number PB 05-3, November 2005 (www.iie.com/publications/pb/pb05-3.pdf).

International Monetary Fund, *Exchange Rates and the Adjustment of External Imbalances*, in: World Economic Outlook, April 2007, Chapter III

(www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/pdf/c3.pdf).

International Monetary Fund, *Global Imbalances. A Saving and Investment Perspective*, in: World Economic Outlook, September 2005, Chapter II

(www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/02/pdf/chapter2.pdf).

Roubini, Nouriel, *The Unsustainability of the US Twin Deficits*, Cato Journal, Vol. 26, No. 2 (Spring/Summer 2006), p. 343 – 356.

Weber, Axel A., *Geldpolitik und Globalisierung*, Vortrag im Rahmen des 2. Platow-Investorenforums, Frankfurt 2007

(www.bundesbank.de/download/presse/reden/2007/20070509.weber.pdf)

Xafa, Miranda, *Global Imbalances and Financial Stability*, International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/07/111, Mai 2007 (www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07111.pdf).