



Institut für Makroökonomie  
und Konjunkturforschung

# Report

Nr. 40 | August 2009

## Von der Finanzkrise zur Weltwirtschaftskrise (II)

### Globale Ungleichgewichte: Ursache der Krise und Auswegstrategien für Deutschland

Gustav Horn, Heike Joebges, Rudolf Zwiener

**Die globalen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte sind eine der entscheidenden Ursachen der gegenwärtigen Weltwirtschaftskrise. Im Folgenden wird ihre Bedeutung im Einzelnen analysiert und gezeigt, wie sie den Krisenverlauf in einzelnen Ländern beeinflussen. Es zeigt sich, dass Deutschland aufgrund der hierzulande hohen Bedeutung der Handelsüberschüsse für das Wachstum besonders stark betroffen ist. Eine Fortdauer der einseitigen deutschen Orientierung auf die Außenwirtschaft kann nicht nachhaltig sein. Es wären deutliche Wachstumseinbußen und weitere globale Instabilitäten zu befürchten. Aus diesem Grund wird eine alternative Strategie einer stärker binnenwirtschaftlichen Orientierung mit balanciertem und damit nachhaltigem Wachstum aufgezeigt. Dieser Report ist der zweite einer Serie zu den Ursachen und Auswegen aus der Wirtschaftskrise (siehe auch: IMK 2009).**

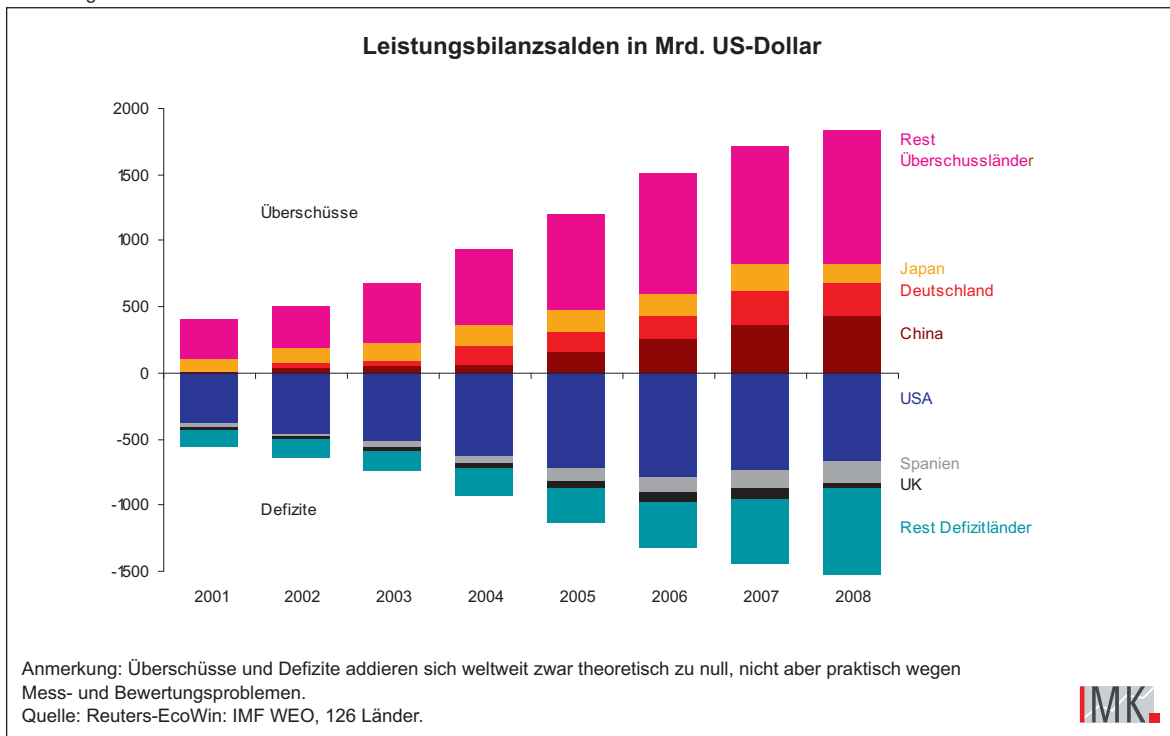
Eine der Wurzeln der Krise sind die globalen Ungleichgewichte, die bis 2007 historisch ungewöhnliche Ausmaße erreicht hatten. Mit dem Stichwort globale Ungleichgewichte wird das seit den 90er Jahren zu beobachtende Phänomen bezeichnet, dass eine Gruppe von Ländern ständig steigende Leistungsbilanzüberschüsse aufwies, während bei einer anderen Gruppe von Ländern die Leistungsbilanzdefizite ständig zunahm (IMF 2009a, S. 34). In vorderster Linie sind die USA, Großbritannien und Spanien als Defizitländer und China, Deutschland und Japan als Überschussländer zu nennen (Abbildung 1).

Die Ungleichgewichte im Güter- und Dienstleistungsverkehr spiegeln sich über die Zahlungsbilanz auch in den Kapitalströmen wider. Die Defizitländer benötigen Kapitalimporte zur Finanzierung ihrer Fehlbeträge im Güter- und Dienstleistungshandel. Länder mit Handelsüberschüssen verfügen hingegen über mehr Kapital als im Inland angelegt wird, das dem Weltmarkt zur Verfügung steht. Dieses sucht Anlage auf dem globalen Finanzmarkt. Mit den zunehmenden Fehlbeträ-

gen bzw. Überschüssen wuchsen die Anreize, Finanzmarktinstrumente zu entwickeln, die diesen gewaltigen Kapitaltransfer von Überschuss- zu Defizitländern flexibel bewältigten. Genau dies ermöglichten die neuen Finanzmarktprodukte. In diesem Kontext spielen die globale „Beweglichkeit“ der Kapitalanlagen und hohe Renditeerwartungen eine maßgebliche Rolle.

Die Kapitalströme führten dazu, dass sich ein labiles globales Gleichgewicht herausbildete. Die USA, Großbritannien und Spanien konnten ihre binnenwirtschaftliche Expansion mit hohen außenwirtschaftlichen Fehlbeträgen fortsetzen. Gleichzeitig behielten China, Japan und Deutschland ihren Kurs einer außenwirtschaftlichen Expansion mit einer hinter ihren Möglichkeiten zurückbleibenden Binnenwirtschaft in China und einer sogar lahmen Binnenkonjunktur in Japan und Deutschland bei. Dies war gleichwohl eine labile Situation, weil sie auf einer permanent steigenden Nettoauslandsverschuldung in den Defizitländern beruhte, die irgendwann an die Grenze der Kreditwürdigkeit gelangen würde.

Abbildung 1



Die hiermit verbundenen gesamtwirtschaftlichen, ja systemischen Risiken, die aus dieser Konstellation durch das Verhalten der Finanzmarktakteure erwachsen, sind mittlerweile hinlänglich bekannt und beschrieben (Sinn 2009 und IMK 2009). Gleichzeitig hat der starke Kapitalzustrom in die USA verhindert, dass die eigentlich zu erwartende und stabilitätskonforme Anpassung durch eine Veränderung der Wechselkurse erfolgte. Eine solche adäquate Anpassung wäre eine spürbare Abwertung der US-amerikanischen Währung gewesen. Hierdurch wäre das Leistungsbilanzdefizit im Laufe der Zeit abgebaut worden, da sich die US-Exporte verbilligt und die Importe in die USA verteuert hätten.

Neben den schon früher beschriebenen Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten (IMK 2009) haben diese außenwirtschaftlichen Entwicklungen zum Ausbruch der Finanzmarktkrise und des nachfolgenden Konjunkturabsturzes beigetragen. Ablauf und Gestalt dieses Einbruchs sollen im Folgenden für einzelne Volkswirtschaften genauer analysiert werden.

## Exportweltmeister Deutschland besonders hart betroffen

Einer Studie des Internationalen Währungsfonds zufolge fallen Rezessionen, die mit Finanzkrisen einhergehen, in Industrieländern vergleichsweise schwer aus. Die Erholung davon dauert lange (IMF 2009c).

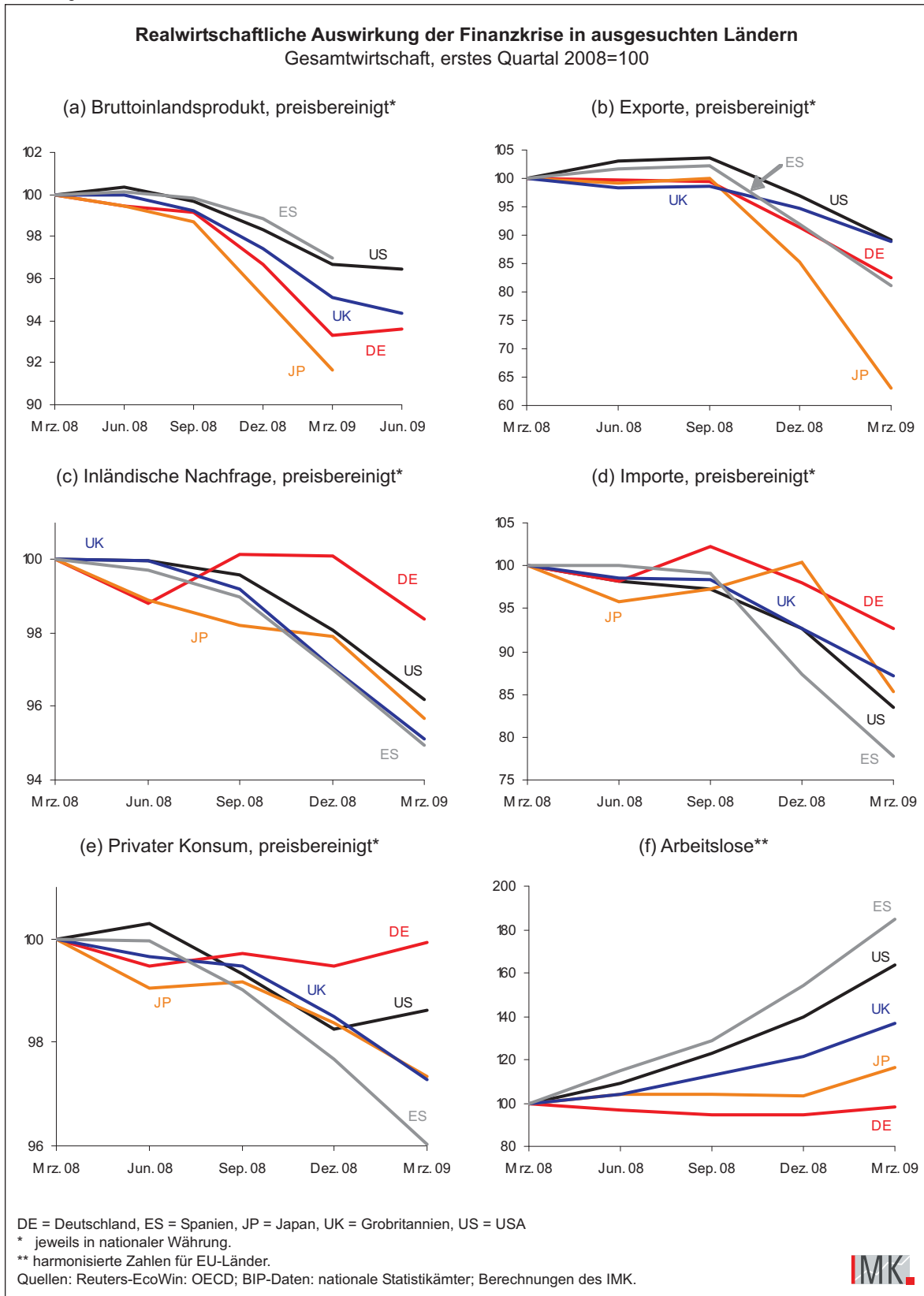
Angesichts der historischen Erfahrungen waren wegen der Finanzkrise daher deutliche Einbrüche der Realwirtschaft zu erwarten (IMK 2007b). Überraschend waren aber dennoch die Schnelligkeit und Heftigkeit der Ausbreitung auf die Realwirtschaft.<sup>1</sup> Verglichen mit den Krisen der letzten 50 Jahre sticht die derzeitige Krise sowohl bezüglich der Tiefe als auch der Synchronität, mit der Länder weltweit betroffen sind, heraus. Das gilt sowohl global, wie der Internationale Währungsfonds (IMF 2009a, S. 12) zeigt, als auch für die OECD-Länder, wie die Bundesbank in ihrem Monatsbericht beispielhaft für die Industrieproduktion nachweist, deren Einbruch in den OECD-Ländern in der derzeitigen Krise deutlich stärker ausfiel als in früheren Rezessionen im Zuge von Finanzkrisen (Deutsche Bundesbank 2009).<sup>2</sup>

Vergleicht man die realwirtschaftlichen Krisenauswirkungen in „großen“ Industrieländern, zeigt sich, dass exportorientierte Länder wie Deutschland und Japan derzeit besonders betroffen sind: In Abbildung 2a ist das Bruttoinlandsprodukt Ende des ersten Quar-

<sup>1</sup> Der Internationale Währungsfonds stellt daher im „Economic Outlook“ die Frage: „How did things get so bad, so fast?“ (IMF 2009a, S. 2).

<sup>2</sup> Auch der Vergleich der derzeitigen Krise mit der Weltwirtschaftskrise 1929/30 ist beunruhigend, wie Eichengreen/O'Rourke (2009) zeigen: Die Industrieproduktion ist demnach seit April 2008 zwar weltweit ähnlich stark gefallen wie während der Weltwirtschaftskrise. Der Welthandel und die Aktienmärkte sind aber im Vergleich zu damals schneller eingebrochen.

Abbildung 2



tals 2008 für eine Gruppe „großer“ Industrieländer zum Vergleich auf 100 normiert.<sup>3</sup> Betrachtet werden diejenigen Industrieländer, die global die größten Leistungsbilanzüberschüsse (Japan und Deutschland) bzw. -defizite (USA, Großbritannien und Spanien) aufweisen. All diese Länder verzeichneten ab Mitte 2008 starke Rückgänge ihrer wirtschaftlichen Aktivität. Die exportorientierten Länder Deutschland und Japan weisen jedoch zum derzeitigen Datenstand (Ende erstes Quartal 2009) die stärksten Einbußen auf<sup>4</sup> – und das, obwohl beide Länder im Gegensatz zu den anderen drei nicht noch zusätzlich durch Probleme im Immobiliensektor belastet sind. Selbst die USA als primärer Auslöser der Finanzkrise stehen damit derzeit hinsichtlich des Wachstums besser da als Deutschland. Das ist auf den ersten Blick erstaunlich.

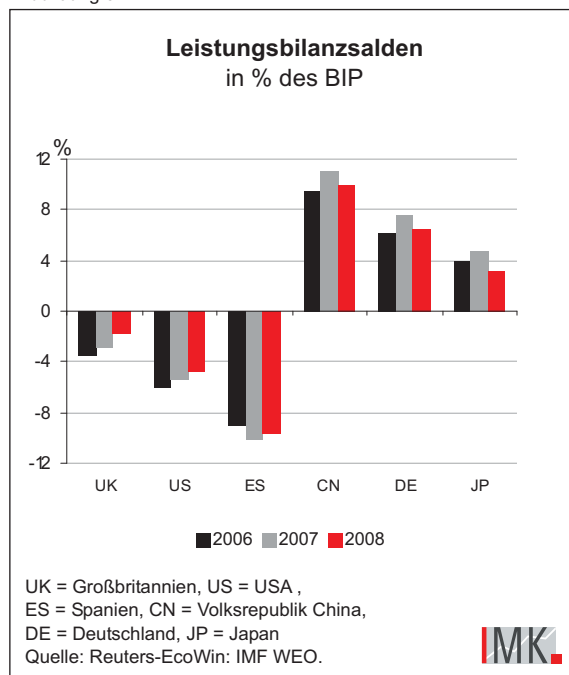
Wie lässt sich der stärkere Rückgang des BIP von Deutschland und Japan erklären? Verantwortlich ist vor allem die unterschiedliche Wirkung des Außenhandels auf das Wachstum: Zwar haben alle betrachteten Länder unter dem Einbruch des Welthandels gelitten; der Rückgang der Exporte (Abbildung 2b) fiel aber vor allem in Deutschland und Japan ins Gewicht: In Japan war der Exporteinbruch mit fast 40 % am stärksten von allen betrachteten Ländern, auch deshalb, weil die Yen-Aufwertung im Zuge der Finanzkrise die Exporte zusätzlich belastete. In Deutschland, das dank der Zugehörigkeit zum Euroraum von Währungsaufwertungen weitgehend verschont blieb, fiel der Exporteinbruch zwar etwas geringer aus, der Anteil der Exporte am BIP beträgt aber mittlerweile 50 %, sodass die Wirkung auf das BIP stärker war. Mit dieser hohen Exportquote liegt Deutschland an der Spitze der betrachteten Ländergruppe; übertroffen wird diese Quote lediglich von kleinen offenen Volkswirtschaften.

Entscheidend für die unterschiedlichen Auswirkungen des Außenhandels auf das Bruttoinlandsprodukt war bisher jedoch die kombinierte Reaktion von Exporten und Importen: Während die Importe in Deutschland und Japan erst spät und nur moderat rückläufig waren, wurde der Exporteinbruch in den USA, Großbritannien und Spanien durch einen noch höheren Rückgang der Importe rechnerisch ausgeglichen (Abbildung 2d). Für sich genommen erhöhte sich dadurch das Wachstum in diesen Ländern.

<sup>3</sup> Das erste Quartal 2008 wurde als Referenz gewählt, weil in diesem Quartal sowohl das Wachstum in Deutschland seinen Höhepunkt erreichte als auch die Industrieproduktion der OECD-Länder. Deren gesamtwirtschaftlicher Output erreichte jedoch erst im zweiten Quartal 2008 seinen höchsten Wert (Deutsche Bundesbank 2009: 14, Fußnote 4). Das Wachstum der USA gipfelte jedoch nach Einschätzung des NBER bereits im vierten Quartal 2007. Eine Umbasierung auf das vorhergehende Quartal würde die Aussagen qualitativ nicht ändern.

<sup>4</sup> In Deutschland und Japan brach auch die Industrieproduktion stärker ein als in den USA (Deutsche Bundesbank 2009).

Abbildung 3



Da die Leistungsbilanz der hier betrachteten Länder vor allem durch die Handelsbilanz bestimmt wird, konnten die USA, Großbritannien und Spanien daher im Zuge der Krise ihre Leistungsbilanzdefizite verringern (Abbildung 1 und 3). Das wirkte sich für sich genommen positiv auf ihr Wachstum aus. In Deutschland und Japan dagegen ging der Überschuss der Leistungsbilanz zurück (Abbildung 1 und 3) und bremste das Wachstum.

Dass die Importe in Deutschland bisher weniger als in den anderen Ländern reagiert haben, ist vor allem auf die relativ stabile inländische Nachfrage zurückzuführen (Abbildung 2c), die vor allem vom privaten Konsum profitiert hat. Deutschland weist im Ländervergleich die robusteste Konsumententwicklung auf (Abbildung 2e). Das liegt auch daran, dass das Ausgangsniveau wegen des in Deutschland in den letzten 10 Jahren weit unterdurchschnittlichen Konsumwachstums niedrig war. Die erstaunliche bisherige Resistenz des privaten Konsums in Deutschland dürfte freilich vor allem auf der Entwicklung am Arbeitsmarkt beruhen: Während die Arbeitslosigkeit vor allem in Spanien und Großbritannien, aber auch in den USA sprunghaft angestiegen ist und zu deutlich reduzierten Einkommen führte, konnte dies in Deutschland bisher weitgehend vermieden werden (Abbildung 2f). Trotz des vergleichsweise großen Wachstumseinbruchs verzeichnet Deutschland gleichzeitig den geringsten Anstieg der Arbeitslosigkeit. Neben dem Abbau von Guthaben auf Arbeitszeitkonten hat sich vor allem der Einsatz der Kurzarbeit bewährt. Damit blieben die Einkommen der

Konsumenten trotz des massiven Produktionseinbruchs relativ stabil und damit auch der Konsum. Stabilisierend wirkte auch die sog. Abwrackprämie, die zu kurzfristig vermehrten Ausgaben für den Kauf von Pkw führte.

Der US-amerikanische Konsum ging trotz des schnelleren und deutlicheren Anstiegs der Arbeitslosenquote in den USA überraschenderweise weniger zurück als der japanische. Das dürfte den staatlichen Maßnahmen zur Konjunktur Stabilisierung in den USA zu verdanken sein. So haben Steuergutschriften zur unmittelbaren Stabilisierung der Einkommen beigetragen. Auch dürfte die glaubwürdige Ankündigung von die Konjunktur stabilisierenden Maßnahmen verhindert haben, dass sich in den Erwartungen der Konsumenten ungebremster Pessimismus ausbreitete.

Japans Konsum dagegen wurde neben der Arbeitslosigkeit zusätzlich durch negative Vermögenseffekte aufgrund der Wechselkursänderungen belastet: Angesichts der jahrelangen Nullzinspolitik zur Bekämpfung der Deflation und des dadurch entstandenen Zinsdifferentials zum Ausland war es auch für japanische Haushalte in der Vergangenheit attraktiv, nicht nur ihr Geld im Ausland anzulegen, sondern dafür teilweise sogar auch Yen-Kredite aufzunehmen (sog. Carry-Trades). Der Wert des Auslandsvermögens ging aufgrund der Krise und der Abwertungen der Auslandswährungen zum Yen zurück, während die Kreditbelastungen in Yen unverändert blieben. Damit waren die Haushalte stärker belastet.

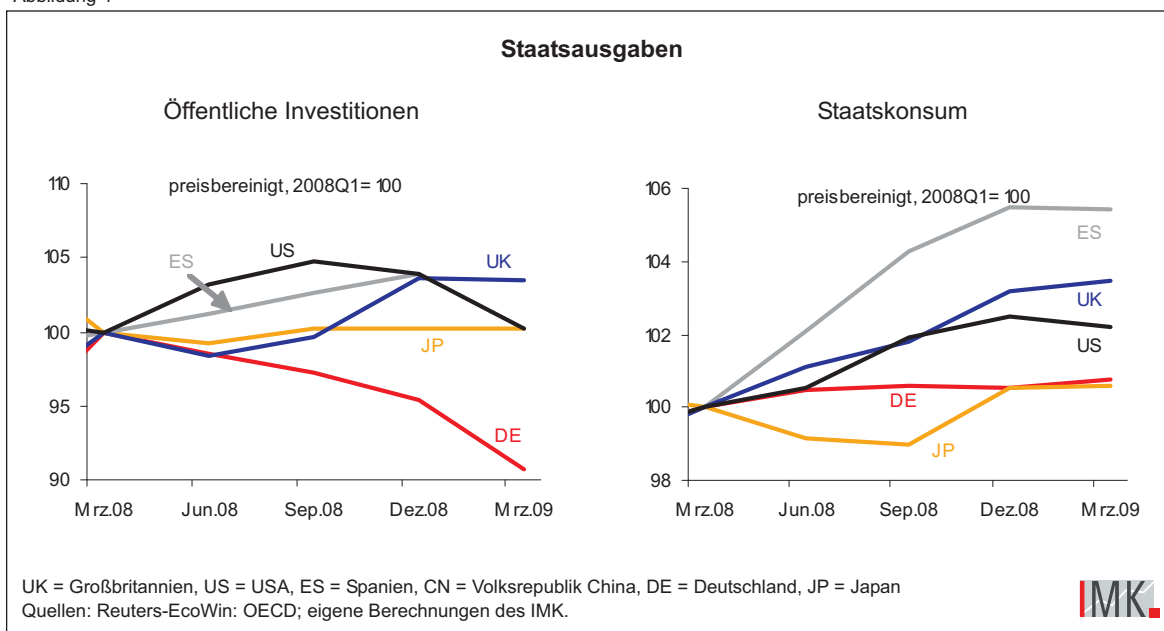
Die Bruttoanlageinvestitionen sind in allen Ländern zurückgegangen. Während in Spanien, Großbritannien

und den USA vor allem die Bauinvestitionen als Folge der Immobilienkrise eingebrochen sind und so zum schnellen Anstieg der Arbeitslosigkeit beigetragen haben, waren es in Deutschland hauptsächlich die Ausrüstungsinvestitionen aufgrund des Exporteinbruchs. Der stärkere und frühere Einsatz Konjunktur stabilisierender Maßnahmen, der sich in höheren staatlichen Ausgaben in Spanien, Großbritannien und den USA niederschlug (Abbildung 4), konnte den Rückgang der privaten inländischen Nachfrage allerdings nirgendwo voll ausgleichen.

## Krise verringert globale Ungleichgewichte

Die deutliche Ausweitung der globalen Ungleichgewichte erfolgte vor allem ab dem Jahr 2001 und wurde erst durch die Finanzkrise gebremst. Zu den Ländern mit auffällig steigenden Defiziten gehörten die USA, Spanien und Großbritannien sowie Länder in Süd-, Mittel- und Osteuropa. Steigende Überschüsse wiesen China, Deutschland und Japan sowie die Öl exportierenden Staaten und weitere asiatische Länder auf. Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der Leistungsbilanz für die Länder mit den größten Salden in Mrd. US-Dollar. Wie zu sehen ist, wiesen die USA im Jahr 2007 mit 731 Mrd. US-Dollar das höchste Defizit auf, vor Spanien und Großbritannien. Bei den Überschussländern stand China mit einem Überschuss von 372 Mrd. US-Dollar an der Spitze, gefolgt von Japan und Deutschland.

Abbildung 4



Die hohen und steigenden Leistungsbilanzdefizite konnten nicht nachhaltig sein (IMF 2005; Obstfeld/Rogoff 2005, 2007; Godley et al. 2004; Palley 2006). Denn ein steigendes Defizit impliziert, dass das Land zunehmend mehr Güter und Dienstleistungen aus dem Ausland bezieht, als es selbst exportiert. Gleichzeitig impliziert ein Leistungsbilanzdefizit immer, dass die Investitionen eines Landes nicht durch die inländische Ersparnis (des privaten Sektors sowie des Staates) gedeckt werden können. Folglich muss dieses Defizit durch Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland finanziert werden. Dadurch steigen die Forderungen, die das Ausland gegenüber diesem Land aufbaut. So wechselten die USA durch ihre fortwährenden Defizite von der ursprünglichen Position eines Nettogläubigers gegenüber dem Rest der Welt zu einem Nettoschuldner. Im Jahre 2007 war ihre Nettoauslandsverschuldung nach Berechnung von Brad Setser auf 40 % des BIP angewachsen, „...a fairly high level for a country with a modest export sector.“ (Setser 2009).

Wechselkursreaktionen, die eigentlich als Preismechanismus ein Gleichgewicht herstellen sollten, führten in der Vergangenheit nicht nur zu keinem Abbau der Überschüsse und Defizite, sondern trugen stattdessen sogar noch zu einem weiteren Anstieg der Ungleichgewichte bei (UNCTAD 2009). So wertete zum Beispiel der Yen gegenüber dem US-Dollar ab 2002 trotz hoher Leistungsbilanzüberschüsse Japans ab, weil es wegen der niedrigen Zinsen attraktiv war, sich in Yen zu verschulden, um damit höher verzinsten Finanzanlagen anderer Länder zu kaufen. Dies drückte die japanische Währung weiter und erhöhte so noch die Wettbewerbsfähigkeit Japans. Nach der Zinsparität hätte die negative Zinsdifferenz Japans gegenüber dem Rest der Welt jedoch Aufwertungserwartungen des Yen widerspiegeln sollen.

Die Gefahr globaler Währungskrisen zur Reduzierung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte wurde von mehreren Autoren im Vorfeld der Krise betont: „Many observers, including IMF staff, have expressed concern that corrections to sustainable levels will likely require large exchange rate adjustments, especially against the U.S. dollar, with possibly disruptive effects on global financial markets and economic activity.“ (IMF 2005, S. 109).<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Berechnungen für die notwendige Abwertung des US-Dollar stammen z.B. von Obstfeld/Rogoff (2005). Die Autoren unterstellen, dass der US-Dollar für eine Halbierung des Defizits 29-60 % abwerten müsste – je nachdem, ob die asiatischen Länder Aufwertungen ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar zulassen oder nicht. Im letzteren Fall trüge der Euro die Hauptlast der Anpassung. Blanchard/Giavazzi/Sa (2005) berechnen teilweise höhere Wertverluste des US-Dollars.

Die fortwährende Ausweitung der Leistungsbilanzdefizite und damit auch der Nettokapitalzuflüsse war historisch in der Tat nicht nur ungewöhnlich,<sup>6</sup> sondern ging auch noch mit (im Vergleich zu den Überschussländern) ungewöhnlich niedrigen Zinsen in den Defizitländern einher, insbesondere in den USA.

Diese werden von einigen Autoren damit erklärt, dass sich in vielen Ländern die Ersparnis nicht an die gesunkene Investitionstätigkeit angepasst habe. In den Industrieländern sind die Investitionen seit dem Platzen der Internetblase und in den Schwellenländern seit der Asienkrise zurückgegangen. Die seitdem „überschüssige“ Ersparnis der privaten Haushalte suche nach Anlagemöglichkeiten. Ben Bernanke prägte dafür den Begriff „global savings glut“ (Bernanke 2005). Schwellenländer sähen sich aufgrund der Finanz- und Währungskrisen der Vergangenheit (insbesondere der Asienkrise) gezwungen, Leistungsbilanzüberschüsse zu erzielen. Das ginge häufig mit einem hohen Aufbau von Devisenreserven einher, um Währungsaufwertungen zu vermeiden. Öl exportierenden Ländern seien die hohen Preissteigerungen der Rohstoffe beim Aufbau von Leistungsbilanzüberschüssen zugute gekommen. Die hohen Kapitalzuflüsse aus Schwellenländern in die USA hätten dort zu außergewöhnlich niedrigen langfristigen Zinsen und einer Aufblähung der Vermögenspreise geführt.<sup>7</sup> Beides machte es für US-Amerikaner attraktiv, mehr zu konsumieren und weniger zu sparen. Gleichzeitig verteuerte die dadurch ausgelöste US-Dollar-Aufwertung die Exporte und verbilligte Importe (Bernanke 2005, 2007).

Eine Reihe von Versuchen, das hohe US-amerikanische Defizit der Leistungsbilanz als stabil zu interpretieren, wurde unter dem Stichwort „Bretton Woods II“ diskutiert. Argumentiert wurde, dass vor allem China aufgrund hoher Vermögenswerte in US-Dollar ein Interesse an der Stabilität dieser Konstellation habe und über ausreichend hohe Kapitalzuflüsse in die USA sicherstellen würde, dass das US-Leistungsbilanzdefizit ohne stärkere Abwertung des US-Dollars bzw. Aufwertung des chinesischen Renminbi finanzierbar bleibe (Dooley/Folkerts-Landau/Garber 2004). Von einigen Autoren wird zudem betont, dass Anlagen in den USA so attraktiv seien, dass Anleger diese auch trotz niedriger Renditen vorziehen würden und damit ein Leistungsbilanzdefizit der USA geradezu erwünschten (Dooley/Folkerts-Landau/Garber 2004; Caballero et al. 2008/ Cooper 2008). Dieses Argument übersieht jedoch zum einen nach Blanchard/Giavazzi/Sa (2005)

<sup>6</sup> Lediglich während des Goldstandards gab es eine Phase mit ähnlich hohen relativen Ungleichgewichten (IMF 2005, S. 118ff).

<sup>7</sup> Bis zum Platzen der Internetblase profitierten vor allem US-amerikanische Aktien, danach eher Immobilien.

die langfristig eigentlich notwendige Abwertung des US-Dollar aufgrund der sich erhöhenden Auslandsverschuldung. Derartige Erwartungen hätten sich allerdings im Wechselkurs der Gegenwart zeigen müssen. Zum anderen unterschätzen alle diese Argumente, dass erst der kreditfinanzierte Konsum (staatlich und privat) in den USA die Nachfrage für die hohen Kapitalzuflüsse erzeugte (IMK 2009; Papadimitriou et al. 2002; Palley 2006).

Die Ausweitung der globalen Handelsungleichgewichte wäre nicht möglich gewesen, wenn die Globalisierung der Finanzmärkte nicht gleichzeitig deren Finanzierung erleichtert hätte: „Overall, financial globalization has created an environment where net external borrowing and lending are less restricted and where maintaining larger net foreign liabilities appears to involve relatively lower costs.“ (IMF 2005, S. 109; siehe auch: Obstfeld/Rogoff 2005).

Brender und Pisani (2009) weisen jedoch darauf hin, dass es nicht ausreicht, auf die Globalisierung der Finanzmärkte zu verweisen, da diese nicht erklären könne, warum die Ausweitung der Defizite vor allem im derzeitigen Jahrzehnt stark zugenommen habe. Die Liberalisierung der Kapitalmärkte sei schon deutlich früher erfolgt, der international beobachtbare „Transfer von Ersparnissen“ von Schwellenländern in entwickelte Industrieländer habe sich aber erst in den 2000er Jahren intensiviert – gleichzeitig zu dem starken Wachstum in den Schwellenländern.

Die Kapitalzuflüsse aus den Schwellenländern gingen vor allem in sichere Anlageformen wie z.B. Staatsanleihen. Das impliziert, dass die riskanten Anlagen primär von Investoren aus den Industrieländern selbst gekauft wurden. Die Risiken blieben damit in den Industrieländern (Brender/Pisani 2009, Kapitel 4). Dieses de facto riskantere Verhalten, das zudem mit einer erheblich erhöhten Hebelung von Krediten einherging (IMK 2009), „... has permitted the “transformation” of some \$5,000 billion of emerging-countries savings, invested largely risk-free, into loans to Western households and firms, risky by nature.“ (Brender/Pisani 2009, S. 77).<sup>8</sup>

Das erklärt auch, warum die Ausweitung der globalen Ungleichgewichte nicht durch die erwarteten Währungsturbulenzen (vor allem in Form einer US-Dollar-Krise) sondern erst durch die Finanzkrise gebremst wurde (Abbildung 1 und 3). Eine gewisse Reduzierung des US-Defizits hatte allerdings schon kurz vorher aufgrund des sich abkühlenden Wachstums eingesetzt.

<sup>8</sup> Dass die Forderungen der USA selbst eher in hoch verzinsten, riskanteren Finanzprodukten lagen, während die Verbindlichkeiten eher in geringer verzinsten, risikoärmeren Finanzprodukten lagen, betonen z.B. auch Obstfeld/Rogoff (2005).

Die Abschwächung des Wachstums in den USA verringerte zudem direkt und indirekt die Exportmöglichkeiten vieler Länder. Die Finanzkrise erzwang jedoch weltweit abnehmende Salden über folgende Wirkungsketten (siehe auch IMF 2009a, S. 36):

- Durch die Finanzkrise sind die Vermögen der privaten Haushalte gesunken – sowohl wegen der Wertverluste bei Finanzaktiva als auch wegen des Rückgangs der Immobilienpreise (IMF 2009b, S.66ff). Das wirkte sich negativ auf deren privaten Konsum aus und reduzierte die Konsum induzierten Importe. Zusätzlich mussten viele Haushalte ihre Verschuldung reduzieren. Davon besonders betroffen waren mit den USA, Großbritannien und Spanien die Länder mit den höchsten Leistungsbilanzdefiziten.
- Weltweit verschärften sich im Zuge der Finanzkrise die Kreditbedingungen, und zwar vor allem für transnationale („cross-border“) Transaktionen, was die Finanzierung von Importen erschwerte.
- Die Finanzkrise ging auch mit einem Rückgang der vorher steigenden Rohstoffpreise einher, darunter insbesondere von Erdöl. Das reduzierte die Exportüberschüsse der Erdöl exportierenden Länder. Gleichzeitig sanken durch die geringeren Preise auch die (nominalen) Importe der Rohstoffe (Erdöl) importierenden Länder.
- In den Zeiten stark steigender Rohstoffpreise dürfte es in etlichen Ländern zu spekulativ überhöhten Importen gekommen sein. In der Anfangsphase der Krise wurden daher erst einmal die überhöhten Vorratsinvestitionen und damit auch die Importe zurückgefahren.

## **Weltwirtschaft nach der Krise: Rückkehr zum „Weiter so“ ?**

Die künftige Entwicklung der Leistungsbilanzsalden der einzelnen Länder ist in starkem Maße abhängig von den Politikmaßnahmen, die zukünftig national oder auch international koordiniert zur Überwindung der Krise getroffen werden. Entscheidend wird sein, wie sich dadurch die Spar- und Investitionsquoten in den einzelnen Ländern entwickeln werden.

Unabhängig davon ist eine Rückkehr zu den alten globalen Ungleichgewichten aber unrealistisch: Zumindest die Länder mit den größten Leistungsbilanzdefiziten, die USA, Großbritannien und Spanien, werden in absehbarer Zeit keine so hohen Defizite aufweisen können:

- In allen drei Ländern wird der private Konsum der Haushalte durch Vermögenseffekte belastet: Zum einen haben Finanzanlagen nachhaltig an Wert

verloren, zum anderen werden die Immobilienpreise vorerst nicht wieder auf die hohen Niveaus vor der Krise steigen.<sup>9</sup> Neben der Belastung mit noch nicht abbezahlten Immobilienkrediten hatten viele Haushalte in den USA und Großbritannien zudem vor der Krise ihren Konsum – bei weitgehend stagnierenden Realeinkommen – mit Konsumentenkrediten auf den (steigenden) Wert ihrer Häuser gestützt; eine Praxis, die zukünftig erschwert bleiben dürfte.<sup>10</sup> Angesichts des notwendigen Abbaus der Verschuldung wird (vor allem in den USA) die seit der Krise zu beobachtende höhere Spartätigkeit der privaten Haushalte vorerst beibehalten werden. Das wird die Konsum induzierten Importe dieser Länder nachhaltig schwächen.

- Nicht nur die privaten Haushalte, auch die Unternehmen in den USA und Großbritannien sind verschuldet. Die Bruttoverschuldung des privaten Sektors (Haushalte und Unternehmen, ohne Finanzsektor) war in den USA bis zur Krise auf knapp 180 % des BIP gestiegen. Deren Abbau wird eine Weile dauern, und so lange wird ihr Ausgabenverhalten wenig dynamisch sein.

Vor diesem Hintergrund dürften die Wachstumsraten dieser Länder auf Jahre hinaus gedrückt bleiben. Damit werden auch deren Importe auf Jahre hinaus nur unterdurchschnittlich wachsen. Die zum Teil dramatischen Anpassungen der Einfuhren nach unten während der Krise sprechen für diese Erwartung. Selbst wenn die Länder wieder mehr importieren wollten, dürfte die erneute Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite durch ausländische Investoren zu früheren Konditionen nicht mehr möglich sein. Die Krisen haben das Risikobewusstsein der ausländischen Anleger geschärft; der Handel mit bestimmten Finanzmarktprodukten dürfte trotz der jüngsten Erholung nicht mehr die früheren Umsätze erreichen. Hinzu kommt das erhöhte Abwertungsrisiko. Das alles gilt vor allem für die USA, aber auch für Großbritannien. Spanien dagegen dürfte angesichts der Zugehörigkeit zum Euroraum noch die geringsten Probleme haben, seine Auslandsschulden zu erhöhen.

Die USA fallen damit in nächster Zeit als Wachstumsmotor der Welt aus. Ihre Bereitschaft, hohe Leistungsbilanzdefizite hinzunehmen, hatte es in der Vergangenheit vor allem Schwellenländern, insbesondere in Asien und Mittel- und Osteuropa, ermöglicht, über

Exportsteigerungen in die USA ihr Wachstum anzukurbeln. Auch Großbritannien und Spanien werden ihre Leistungsbilanzdefizite verringern müssen.

Bisher gibt es keine Anzeichen dafür, dass andere Länder bereit sind, diese Lücke zu füllen. Vor allem ist keine Bereitschaft der bisherigen Überschussländer – China, Japan und Deutschland – erkennbar, deutliche Importanstiege zu fördern. Der Abbau ihrer Leistungsbilanzüberschüsse ist derzeit primär durch die Exportausfälle im Zuge der Krise erzwungen. Folgerichtig prognostiziert der IMF auf längere Sicht zwar eine erneute leichte Ausweitung der Leistungsbilanzsalden gegenüber den wegen der Krise derzeit verringerten Salden, aber keine Rückkehr zu den früheren Ungleichgewichten. Dafür spricht auch, dass nach Ende der Krise die Finanzpolitik auf einen längerfristig einzuhaltenden Konsolidierungskurs einschwenken dürfte, durch den die entsprechenden Volkswirtschaften auf Jahre hinaus belastet sein werden. Das Leistungsbilanzdefizit der USA soll sich nach den Prognosen des IMF zunächst bei 3,5 % des BIP (2010/2011) stabilisieren, langfristig aber auf 2,25 % fallen (IMF 2009a, S. 38). Länder mit Leistungsbilanzdefiziten wie Spanien und Großbritannien werden Defizitländer bleiben, nun aber auf geringerem Niveau. Ebenso werden die Überschussländer wie Deutschland und Japan ihre Exportüberschüsse nur vermindert fortführen können. Lediglich für China unterstellt der IMF in Milliarden US-Dollar sogar höhere Überschüsse als vor der Krise; für alle anderen Länder dürften sich geringere Salden ergeben.

## Was heißt das für Deutschland?

Die Weltwirtschaft wird mit großer Wahrscheinlichkeit in den nächsten Jahren nicht mehr die hohen Wachstumsraten aufweisen, die kurz vor der Krise erreicht wurden. Abgesehen von den schwächer expandierenden Handelströmen sind die Banken auch noch für einige Zeit mit riskanten Wertpapieren belastet, was dämpfend auf die Kreditvergabe nachwirken dürfte. Bei privaten Haushalten werden sich die Vermögensverluste sowie die Folgen höherer Arbeitslosigkeit nachhaltig negativ auf den Konsum auswirken. Daneben dürfte der zu erwartende Rückgang der öffentlichen Ausgaben bremsend wirken, da alle Industrieländer versucht sein werden, einen Konsolidierungskurs für die öffentlichen Haushalte einzuschlagen.

Für ein Land wie Deutschland, das sein Wachstum in der Vergangenheit hauptsächlich über den Außenhandel erzielt hat, stellt diese Konstellation die Praxis des vergangenen Jahrzehnts – eines fast ausschließ-

<sup>9</sup> Für den Zusammenhang von privatem Konsum und Immobilienpreisen siehe IMF 2008.

<sup>10</sup> Im Gegensatz zu den USA und Großbritannien haben sich die Haushalte in Spanien weniger stark für den Immobilienerwerb verschuldet (OECD 2006, Kap. 3). Sie sind dort eher durch den Abbau der Arbeitsplätze im Bausektor betroffen.



lich über den Export generierten Wachstums – in Frage. Eine vollständige Rückführung der außenwirtschaftlichen Defizite in den USA, Großbritannien und Spanien, den größten Schuldnerländern, dürfte für Deutschland für sich genommen einen negativen Wachstumsimpuls von etwa 3 Prozentpunkten implizieren. Geht man realitätsnäher von einer Drittelung der Fehlbeträge aus, reduziert sich der negative Einfluss auf knapp 2 Prozentpunkte (siehe Kasten: Effekte der Importreduzierung auf Deutschland). Das heißt: Unter sonst gleichen Bedingungen würde das Wachstum in Deutschland erheblich belastet sein.

Drei Szenarien sind denkbar, die im Folgenden zunächst nur aus nationaler Perspektive erläutert werden, bevor die Auswirkungen auf den Euroraum thematisiert werden:

- 1) „Weiter so“ – trotz veränderter Rahmenbedingungen;
- 2) eine noch „aggressivere Exportstrategie“ als in der Vergangenheit oder
- 3) ein „balanciertes Wachstum“.

**1) „Weiter so“:** Deutschland führt – wie anscheinend auch vom IMF unterstellt – seine bisherige wirtschaftspolitische Strategie auch unter den geänderten weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen fort. Das dürfte ein mittelfristig noch geringeres Wachstum als vor der Krise implizieren, da die Exporterfolge der jüngsten Vergangenheit bei geringerem Weltwachstum bei weitem nicht mehr zu erreichen wären. Die durchschnittliche Wachstumsrate des BIP fiel schon im Jahrzehnt vor der Krise relativ bescheiden aus; der Ausblick ist


## Effekte der Importreduzierung auf Deutschland

Hier soll die Frage beantwortet werden, zu welchen negativen Wachstumsimpulsen ein Abbau der globalen Ungleichgewichte in Deutschland führen würde. Dazu werden die Effekte der Importreduzierung für die drei Länder mit den höchsten Fehlbeträgen, USA, Großbritannien und Spanien, berechnet, ausgehend von ihren Höhepunkten in den Jahren 2006 und 2007. Die Defizite dieser Länder werden zunächst in Tabelle 1 in US-Dollar gewichtet mit dem Handelsanteil Deutschlands nach Deutsche Bundesbank (2008, S. 41) ausgewiesen. Die verwendeten Gewichte umfassen sowohl den direkten Handel zwischen Deutschland und dem betreffenden Land als auch die indirekten, über Drittländer zu erwartenden Effekte.<sup>11</sup> Anschließend werden die Beträge in Euro umgerechnet und schließlich in Relation zum BIP gesetzt. Das geschieht für die Jahre 2006 und 2007, zum einen für eine vollständige Reduzierung, zum anderen für eine Reduzierung auf ein Drittel des ursprünglichen Wertes.<sup>12</sup> Würden die drei betrachteten Länder ihre Importe so weit reduzieren, dass sich ihre Leistungsbilanzdefizite komplett abbauen würden, ergäbe sich ein negativer Wachstumsimpuls für Deutschland von etwa drei Prozentpunkten. Eine Drittelung der Leistungsbilanzdefizite würde immer noch zu einem negativen Impuls von zwei Prozentpunkten führen.

Tabelle 1

Effekte der Defizitreduzierung im Außenhandel				
	1	2	3	4
	gewichtete Defizite in US Dollar	in Euro	in % des BIP	Reduzierung auf ein Drittel
<b>USA</b>				
2006	-88,3	-70,3	-3,03	-2,02
2007	-81,9	-59,8	-2,47	-1,64
<b>UK</b>				
2006	-6,7	-5,4	-0,23	-0,15
2007	-6,5	-4,8	-0,20	-0,13
<b>Spanien</b>				
2006	-4,0	-3,2	-0,14	-0,09
2007	-5,2	-3,8	-0,16	-0,10
<b>Total</b>				
2006			-3,39	-2,26
2007			-2,82	-1,88

Die Gewichtung in Spalte 1 erfolgt nach Deutsche Bundesbank (2008).  
Quellen: Reuters-Ecowin; IMF WEO, Eurostat; eigene Berechnungen des IMK.



<sup>11</sup> Die Gewichte werden jedoch von der Deutschen Bundesbank nur für den Spezialhandel berechnet. Angesichts überdurchschnittlich hoher Dienstleistungsexporte Deutschlands in die USA und Großbritannien wird die tatsächliche Bedeutung dieser Länder für Deutschlands Exporte damit sogar unterschätzt.

<sup>12</sup> Der berechnete Impuls dürfte eher unterschätzt werden, da die Dritt-Länder-Effekte der Reduzierung nur unvollständig erfasst sein dürften. Gleichzeitig wird er jedoch dadurch überschätzt, dass Export induzierte Importe, die dann ja teilweise entfallen würden, nicht berücksichtigt werden.

daher nicht gerade rosig: Das im Zuge der Krise zu erwartende neue Niveau der Arbeitslosigkeit von 4,7 Millionen Personen Ende 2010 (Hohlfeld et al. 2009) wird bei diesen geringen Wachstumsraten kaum wieder abgebaut werden können, und die Staatsverschuldung bleibt hoch. Wegen der gesetzlich eingeführten Schuldenbremse kann der Staat auch nicht mehr wirtschaftspolitisch gegensteuern. Damit steigt der Zwang für den Staat, Einsparungen im Sozialbereich und – vor allem auf Seiten der Kommunen – der Investitionen vorzunehmen. Es drohen ein weiterer Sozialabbau und eine Fortdauer der Wachstumsschwäche. Gleichzeitig wird bei geringem Wachstum, verschlechterten Exportbedingungen und hoher Sockelarbeitslosigkeit der Druck auf die Löhne zunehmen. Eine Verstärkung der Ungleichverteilung der Einkommen und deflationäre Tendenzen sind zu erwarten. Wegen fehlender Nachfrage werden die Außenhandelsüberschüsse nicht mehr wie früher Jahr für Jahr zunehmen. Damit wird die gewohnte Quelle des Wachstums versiegen.

**2) „Aggressivere Exportstrategie“:** Deutschland setzt weiter auf den Export als Wachstumsmotor. Um aber unter den verschlechterten Rahmenbedingungen hohe Exporterfolge erzielen zu können, wird der Druck auf die Arbeitnehmer erhöht, Lohnverzicht zu üben. Zusammen mit institutionellen Veränderungen am Arbeitsmarkt wird darauf eingewirkt, die Arbeitskosten so weit zu senken, dass Deutschland seine Exportanteile auf Kosten anderer Länder weiter aggressiv ausbauen kann. Der Export kann so seine Funktion als Wachstumsmotor erfüllen, allerdings immer mehr nur unter Schwächung der Binnennachfrage, einer sinkenden Lohnquote und zunehmender Verteilungsgerechtigkeit. Prekäre Arbeitsverhältnisse nehmen weiter zu. Über kurz oder lang entstehen dann erneut die destabilisierenden Außenhandelsüberschüsse, die zwar das Wachstum in Deutschland für sich genommen erhöhen, jedoch nicht mehr in früherem Umfang, da sich die binnenwirtschaftliche Schwäche wegen des erhöhten Lohndrucks nach unten verschärft. Zugleich ist der Keim für die nächste Krise im Euroraum gelegt.

**3) „Balanciertes Wachstum“:** Deutschland ändert seine Strategie und bemüht sich, die Binnenwirtschaft zu stärken. Dass sich das auszahlen würde, zeigt eine Studie von Joebges et al. (2009, siehe Kasten: „Höheres Wachstum und geringere Außenhandelsüberschüsse bei produktivitätsorientierten Lohnabschlüssen“). Zwar lässt sich durchaus zeigen, dass Deutschland in der Vergangenheit von der Globalisierung profitiert hat. Im Zuge der Exporterfolge erhöhte sich nicht nur das Wachstum, sondern es wurden auch

mehr Arbeitsplätze geschaffen, als durch Verlagerung von Produktionsstätten ins Ausland und den Import von Vorprodukten verloren gingen.

Doch schon vor der Krise wäre eine Strategie, die die Binnenwirtschaft gestärkt hätte, erfolgreicher gewesen, wie die Autoren zeigen: Höhere Lohnzuwächse hätten zwar zu etwas geringeren Exporten und höheren Importen geführt; wegen der – auch durch die höhere Beschäftigung – verbesserten Kaufkraft hätten sich aber auch privater Konsum und inländische Nachfrage besser entwickelt. Angesichts der Größe Deutschlands hätten die Zuwächse in der Binnennachfrage die Außenhandelsverluste mehr als kompensieren können: Wachstum, Löhne, Verteilung und Arbeitsplätze hätten sich besser entwickelt. Zugleich wären die destabilisierenden Außenhandelsüberschüsse nicht entstanden.

Notwendig für eine stärker binnenwirtschaftlich orientierte Strategie wäre:

- eine Rückkehr zu an der Produktivität orientierten Lohnzuwächsen,
- die Einführung eines gesetzlichen Mindestlohns, um das „Ausfransen“ der Lohnbildung nach unten zu reduzieren (Logeay/Zwiener 2008; DIW 2009),
- erhöhte staatliche Investitionstätigkeit und
- eine Förderung privater realwirtschaftlicher Investitionen – sowohl durch steuerliche Anreize, die realwirtschaftliche Investitionen im Vergleich zu Finanzinvestitionen fördern (z.B. auch durch eine Finanztransaktionssteuer), als auch durch eine Verringerung der Anreize zur Geldvermögensbildung (z.B. durch die Abschaffung der Subventionierung von „Riester“- und „Rürup“-Rente, Abschaffung der Kapitalertragssteuer zugunsten der Besteuerung durch den individuellen Einkommensteuersatz, etc.).

## Auswirkungen auf den Euroraum

Ungleichgewichte gibt es nicht nur im globalen Handel, sondern auch im Euroraum: wachsenden Leistungsbilanzdefiziten von Spanien, Italien, Griechenland und Frankreich standen bis zur Krise steigende Leistungsbilanzüberschüsse in Deutschland, den Niederlanden und Österreich gegenüber (Abbildung 7). Anders als auf globaler Ebene können diese Ungleichgewichte aber nicht durch Änderungen der nationalen Wechselkurse abgebaut werden. Stattdessen können die Länder mit Leistungsbilanzdefiziten, die seit Beginn der Währungsunion aufgrund höherer Lohnzuwächse und damit auch höherer Inflationsraten an preislicher Wettbewerbsfähigkeit verloren haben, diese nur verbessern, wenn sie über mehrere Jahre hinweg geringere

Lohnzuwächse als Deutschland bzw. sogar Rückgänge aufweisen oder überdurchschnittliche Produktivitätssteigerungen erzielen (Horn et al. 2005; Flassbeck 2007; Fritsche 2009).

In der Vergangenheit haben sie das nicht geschafft. Sollte Deutschland also weiter eine Praxis der Steigerung der Exporte mittels geringer Lohnzuwächse, also eine reale Abwertung innerhalb des Euroraums durch-

### **Höheres Wachstum und geringerer Ausführüberschuss bei produktivitätsorientiertem Lohnwachstum**

Untersucht wird die Wirkung einer Lohnentwicklung, die sich an der Preisentwicklung und der durchschnittlichen Produktivitätsentwicklung orientiert. Startpunkt der Analyse bildet der Beginn der Europäischen Währungsunion (EWU) im Januar 1999. Denn mit der Einbettung in die EWU lösen Veränderungen der Löhne keine Anpassungsreaktionen des nominalen Außenwerts mehr aus. Vor Beginn der Währungsunion führten die vergleichsweise niedrigen deutschen Lohnzuwächse zwar zunächst zu steigenden Leistungsbilanzüberschüssen. Die anfänglichen Wettbewerbsvorteile wurden jedoch immer wieder durch die nominalen Aufwertungen der D-Mark zunichte gemacht bzw. teilweise sogar überkompensiert. Mit Beginn der EWU dagegen schlagen sich die niedrigen deutschen Lohnzuwächse in dauerhaften und kumulativen realen Abwertungen nieder.

Die Simulation unterstellt – statt der niedrigen Lohnzuwächse des letzten Jahrzehnts – eine „produktivitätsorientierte“ Lohnentwicklung (Horn/Logeay 2004): Maßstab dafür bilden sowohl der mittelfristige Produktivitätsanstieg (seit Beginn der Währungsunion bis zur Finanzkrise rund 1 % pro Kopf) als auch die Zielinflationsrate der Europäischen Zentralbank (EZB) von knapp 2 %. Bei gesamtwirtschaftlichen Lohnerhöhungen in der Größenordnung von rund 3 % würde weder das Stabilitätsziel der EZB von den deutschen Lohnsteigerungen verletzt, noch verlöre Deutschland bei solchen Raten an preislicher Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der EWU. Allerdings könnte sich die EZB in bestimmten Phasen gezwungen sehen, mit einer restriktiveren Geldpolitik und damit höheren Zinsen auf eine Zielverfehlung der Inflationsrate im Währungsraum insgesamt zu reagieren, wenn sich einige Mitgliedsländer der EWU – nicht Deutschland – stabilitätswidrig verhalten. Das wird in der Simulation berücksichtigt. Zudem wurden die Ausgaben für die Transferzahlungen an die privaten Haushalte, den Staatsverbrauch und die öffentlichen Investitionen an die bessere Entwicklung der Staatseinnahmen und des nominalen BIP angepasst. Die Modellsimulationen wurden hier so durchgeführt, dass die Situation der öffentlichen Defizite im Lohnerhöhungsszenario in etwa dem in der Basissimulation entspricht.

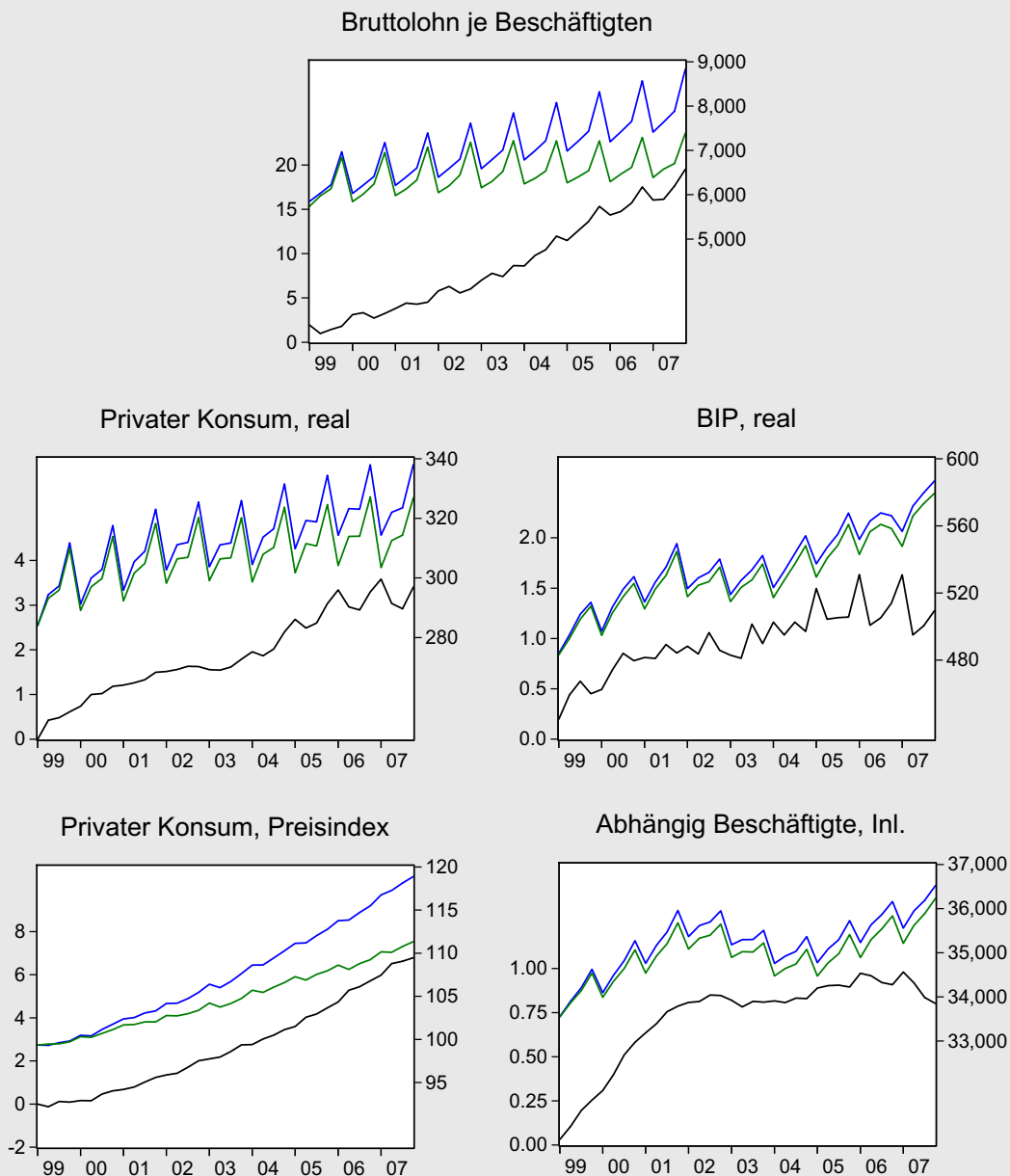
Die Simulation wird mit dem makroökonomischen Modell des IMK durchgeführt. Dieses Modell wird laufend aktualisiert und neu geschätzt und für unterschiedliche Analysen eingesetzt (IMK 2007a, IMK 2007b und Horn et al. 2008). Ziel der Simulation ist die Klärung der Frage, wie die – im Vergleich zur tatsächlichen Entwicklung – höheren Lohnsteigerungen auf Wachstum, Beschäftigung und speziell die Außenwirtschaft wirken. Eine ausführlichere Beschreibung der Simulation findet sich in Joebges et al. (2009).

Wären die nominalen Effektivlöhne (pro Kopf) ab Beginn der EWU entsprechend der oben formulierten Lohnlinie erhöht worden, dann wäre das Lohnniveau pro Kopf in der Zwischenzeit um gut 17 % höher als in der Basissimulation (Abbildung 5). Die dadurch induzierten Preissteigerungen – das Preisniveau hätte nach neun Jahren um sechseinhalb Prozent höher gelegen – hätten einen Teil der Nominallohnsteigerungen allerdings real nicht wirksam werden lassen. Aber immerhin wären die Reallöhne gegenüber der tatsächlichen Entwicklung noch um rund 11 % stärker gewachsen. Tatsächlich waren die Reallöhne pro Kopf in dem Zeitraum allerdings um knapp 4 % zurückgegangen, legt man den Deflator des privaten Konsums zugrunde.

Beim realen privaten Verbrauch hätte es in den neun Jahren einen zusätzlichen Schub von gut drei Prozent gegeben. Er wäre dann deutlich stärker als um die tatsächlichen fünfzehn Prozent gewachsen. Auch das Wirtschaftswachstum wäre etwas besser ausgefallen: Das reale BIP wäre am Ende um gut ein Prozent höher gewesen. Das hätte sich auch in einen induzierten Beschäftigungsanstieg von knapp einem Prozent umgesetzt (Abbildung 5). Auch der Staat hätte von den Lohnerhöhungen und den dadurch induzierten höheren Preisen in Form höherer Einnahmen profitiert.

Abbildung 5

### Gesamtwirtschaftliche Effekte höherer Löhne Abweichungen in % gegenüber Basissimulation



Anmerkung: Die grüne Linie zeigt die Entwicklung in der Basissimulation (rechte Skala); die blaue Linie dagegen die Simulationsergebnisse (rechte Skala). Der Unterschied in % wird von der unteren schwarzen Linie (linke Skala) angegeben.  
Quellen: Destatis; eigene Berechnungen des IMK.

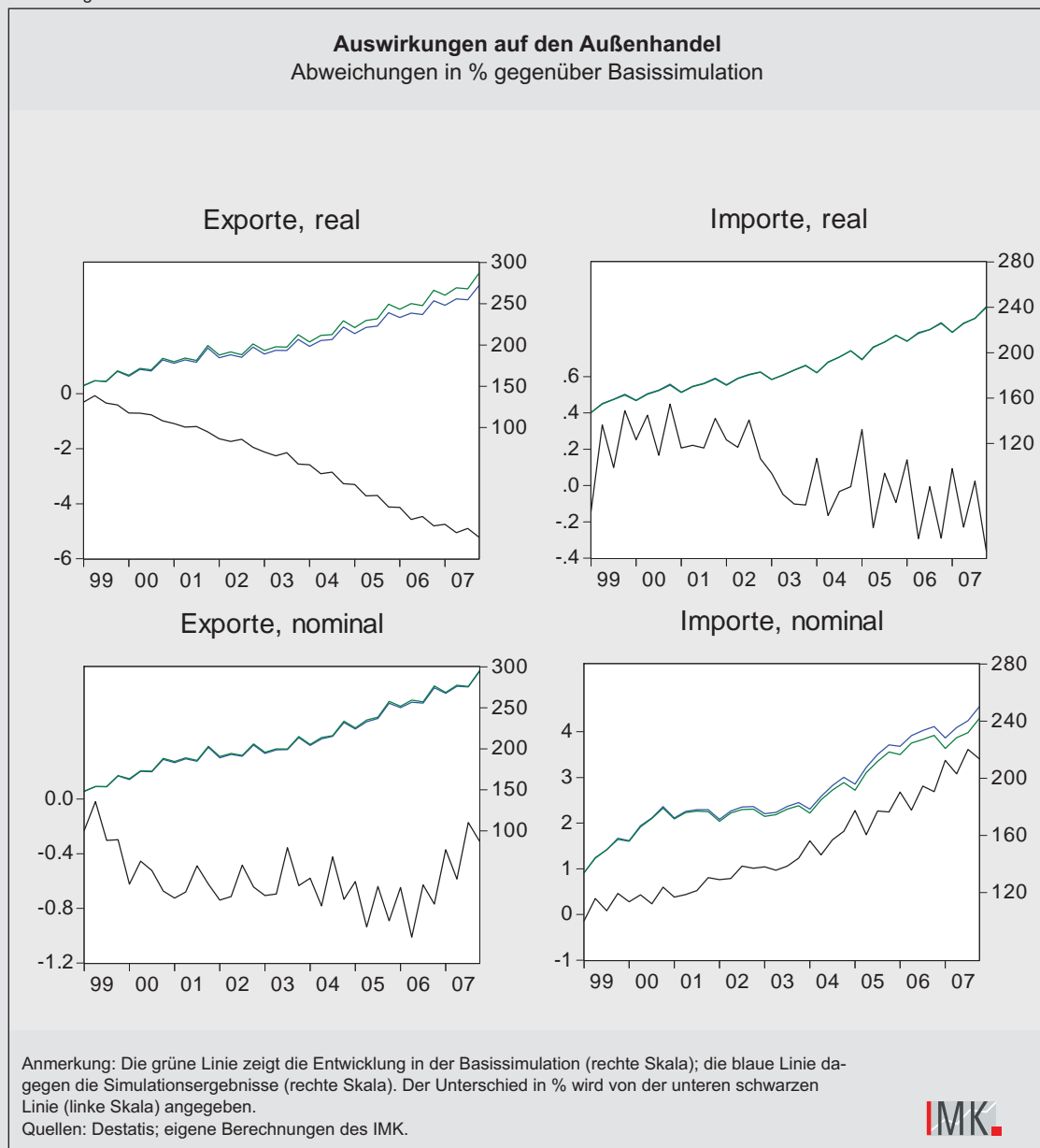


Von besonderem Interesse sind die Auswirkungen höherer Löhne und damit verschlechterter Wettbewerbsfähigkeit auf den Außenhandel (Abbildung 6). Die höheren Lohnstückkosten werden nur teilweise in den

Exportpreisen weitergegeben. Diese liegen nach neun Jahren „nur“ um rund 5 % über ihrem Niveau in der Basissimulation. Gleichzeitig fallen allerdings auch die Steigerungen der realen Exporte um rund fünf Prozentpunkte niedriger aus.

Der induzierte Anstieg der Importpreise (um rund 4 % über Basissimulation) erklärt sich dadurch, dass die Importeure angesichts eines etwas höheren Preisniveaus im Inland ihren Preissenkungsspielraum nicht vollständig an die Verbraucher weitergeben. Das Konzept des „pricing to market“ gilt nicht nur für die deutschen Exporteure, die sich nennenswert an den Preisniveaus ihrer jeweiligen Absatzmärkte orientieren, sondern auch für die Importeure in Deutschland. Nominal steigen die Importe letztlich nach der simulierten Lohnerhöhung um zusätzlich gut drei Prozent. Der nominale Außenbeitrag fällt im Saldo nach neun Jahren um rund 35 Mrd. Euro niedriger aus.

Abbildung 6



setzen, wären die Aussichten der Defizitländer, ihre Defizite abzubauen, sehr gering. Das würde aber wegen der großen Bedeutung des Euroraums für die deutschen Exporte auch negativ auf Deutschland zurückwirken: Weder ein Auseinanderbrechen der Währungsunion (Flassbeck/Spiecker 2009), noch anhaltende rezessive Tendenzen in den betroffenen Euroländern wären in Deutschlands Interesse. Damit ist klar, dass die ersten beiden der im vorigen Abschnitt aufgezeigten Strategien schon aus europäischer Sicht nicht nachhaltig sein können. Lediglich die Strategie einer Stärkung der inländischen Nachfrage in Deutschland würde auch die Defizitländer im Euroraum entlasten und wäre damit auch nachhaltig. Damit bietet diese Strategie gleich zwei Vorteile:

1. Deutschland hätte selbst etwas bessere Wachstumsaussichten;
2. Deutschland würde gleichzeitig zur Stabilisierung seiner Handelspartner mit Leistungsbilanzdefiziten beitragen.

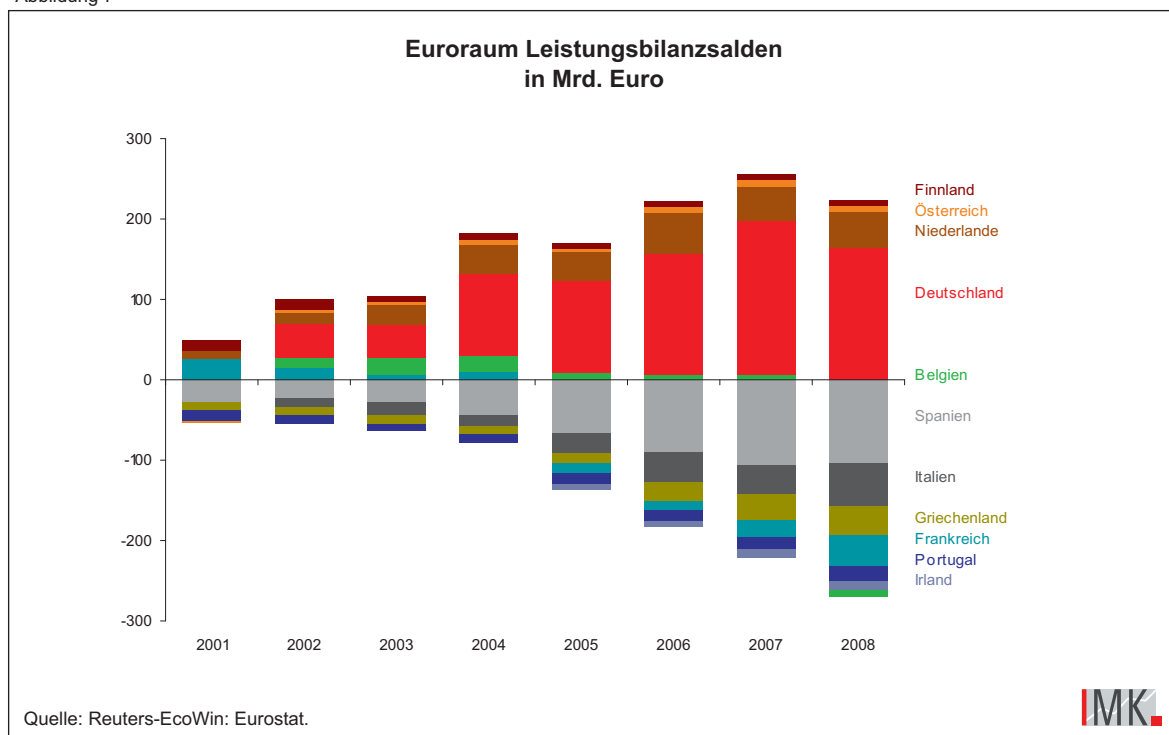
Auch aus globaler Sicht kann nur diese Strategie erfolgreich sein, denn Deutschland wird sich ähnlich wie China und Japan auf Dauer nicht der Verpflichtung zu einem weltwirtschaftlich stabilitätsförderndem Verhalten entziehen können.

## Empfehlungen für einen wirtschaftspolitischen Kurswechsel

Die deutsche Wirtschaft trägt im internationalen Vergleich besonders schwer an der Krise. Dies ist so, weil sie sich im vergangenen Jahrzehnt sehr stark auf die Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen spezialisiert hat, sodass der Einbruch im Export schmerzhafter ist als in Volkswirtschaften, in denen eine kräftigere Binnennachfrage einen solchen Schock besser auffangen kann. Mit den fortwährend steigenden Exportüberschüssen hat Deutschland zudem zur Destabilisierung der Weltwirtschaft beigetragen, indem es andere Volkswirtschaften vor allem im Euroraum mittels permanenter realer Abwertung durch geringe Lohnzuwächse von den Märkten verdrängte.

Zugleich wurden Teile der durch die Exportüberschüsse erzielten Kapitalüberschüsse in riskante Finanzanlagen vor allem in den USA investiert; sie haben ihren Wert mittlerweile weitgehend verloren. Damit sind die Früchte der Exporterfolge verloren, und sie werden auch so schnell nicht wieder nachwachsen. In der künftigen Weltwirtschaft mit geringeren Fehlbeträgen und Überschüssen in den Außenhandelsbilanzen dürfte die

Abbildung 7



deutsche Wirtschaft in der Tendenz erheblich geringere Wachstumsraten aufweisen, wenn sich sonst nichts ändert. Die zentrale Herausforderung, vor der die deutsche Wirtschaft daher steht, ist es, einen neuen Pfad mit stabiler Wachstumsentwicklung zu finden. Dies kann sowohl aus nationaler als auch aus europäischer und globaler Sicht nur ein Pfad balancierten Wachstums sein, auf dem die Binnennachfrage eine größere Rolle spielt als in der Vergangenheit.

Erst allmählich werden sich die Konturen einer veränderten weltwirtschaftlichen Struktur aus den Wirren der Krise herauschälen. Dann wird sich auch erweisen, dass der bisherige Weg der deutschen Wirtschaft, Wachstum fast ausschließlich durch Exportüberschüsse zu erzielen, aus Gründen veränderter Absatzmärkte und des Erhalts der weltwirtschaftlichen Stabilität nicht mehr gangbar ist. Dies bedeutet nicht, dass die Exporte reduziert werden müssen, sondern dass sich in Zukunft eben auch die Importe nach Deutschland im Gleichklang mit den Exporten bewegen sollten. Es geht also nicht um eine verminderte Integration der deutschen Wirtschaft in das weltwirtschaftliche Gefüge. Im Gegenteil, es geht vielmehr um deren nachhaltige Stabilisierung.

Um diese zu erreichen, muss sowohl die Wirtschaftspolitik in Deutschland als auch weltweit neue Wege gehen. Das Umsteuern ist kein mechanischer, sondern ein politischer Vorgang. In Deutschland muss ein Pfad balancierten Wachstums zwischen Binnen- und Exportnachfrage angestrebt werden. Dies geht nur, wenn die Ausrichtung der Wirtschaftspolitik von der Forcierung immer höherer Wettbewerbsfähigkeit im internationalen Handel ablässt. Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten und zu erreichen ist Sache der Unternehmen und der Tarifparteien, mittels Produktivität steigender Investitionen bzw. adäquater Lohnvereinbarungen. Es bedarf hierzu keiner permanenten zusätzlichen wirtschaftspolitischen Intervention.

Die Wirtschaftspolitik in Deutschland muss hingegen dafür sorgen, dass die gesamtwirtschaftlichen Ziele im Hinblick auf Wachstum, Beschäftigung, Preisstabilität und außenwirtschaftliches Gleichgewicht erreicht werden. Dazu ist in Deutschland in nächster Zeit eine stärkere wirtschaftspolitische Unterstützung der Binnennachfrage erforderlich, die auch in Richtung auf verstärkte Importe wirkt und damit die geforderte globale Stabilität erhöht. Dies kann auf verschiedenen Wegen geschehen. Zum einen müssen die Ausfransung der Lohnbildung nach unten eingedämmt werden und Fehlentwicklungen in der Einkommensverteilung korrigiert werden (Logeay/Zwiener 2008). Hierzu kann u.a. die Einführung eines allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns dienen.

Zum anderen sind die öffentliche und auch die private Investitionstätigkeit in Deutschland zu gering. Das führt zu einem Verfall der öffentlichen Infrastruktur und verhindert erforderliche Investitionen in eine nachhaltige Energieversorgung, zur Bewältigung des Klimawandels und in das unzureichende Bildungssystem. All dies vermindert die Produktivität und verhindert damit auch, dass privater Wohlstand entsteht. Um hier eine Umkehr zu erreichen, sind grundlegende finanzpolitische Entscheidungen im Hinblick auf das Steuerrecht erforderlich. Grundsätzlich ist der Staat in Deutschland gemessen an den erforderlichen Aufgaben unterfinanziert. Allgemeine Steuersenkungen verbieten sich vor diesem Hintergrund. Dies schließt Änderungen der Steuerstruktur nicht aus. Eher müssen – nach dem Abklingen der Krise – höhere Steuern verlangt werden, die für höhere öffentliche Investitionen verwendet werden sollten, um so die Binnennachfrage zu stärken. Insgesamt sollten im Steuersystem zudem die Anreize zu realwirtschaftlichen Investitionen verstärkt werden, während Finanzmarkttransaktionen besteuert werden sollten. Mit diesem allgemeinen Umsteuern sollte Deutschland sowohl seiner Verantwortung für Wachstum und Wohlstand in Deutschland als auch für die weltwirtschaftliche Stabilität gerechter werden als bisher.

Letzteres bedarf jedoch auch globaler wirtschaftspolitischer Anstrengungen. Nur wenn es zu global gültigen Vereinbarungen über Regulierungen der Finanzmärkte kommt und wenn es gelingt, in Zukunft Ungleichgewichte im Handel zu vermeiden, ist Stabilität zu erwarten. Um dies zu erreichen, muss neben den Finanzmärkten auch das Weltwährungssystem reformiert werden, da das bisherige System mit der flexiblen Reservewährung US-Dollar es nicht vermocht hat, die Entstehung der Ungleichgewichte zu verhindern. Diese Prinzipien zu etablieren, ist die Reformaufgabe der kommenden Jahre. Anderenfalls sind weitere Krisen mit erheblichen Belastungen für die Volkswirtschaften sehr wahrscheinlich.

## Literatur

**Bernanke, B. (2005):** The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit, remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, April 14, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>.

**Bernanke, B. (2007):** Global Imbalances: Recent Developments and Prospects, at the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany, September 11, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm>.

**Blanchard, O./Giavazzi, F./Sa, F. (2005):** International Investors, the U.S. Current Account, and the Dollar, in: Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1, S. 1-66.

**Brender, A./Pisani, F. (2009):** Globalised finance and its collapse, Dexia.

**Caballero, R./Farhi, E./Gourinchas, P.-O. (2008):** An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates, in: American Economic Review, Vol. 98, No. 1 (March), S. 358-93.

**Cooper, R. (2008):** Global Imbalances, Globalization, Demography, and Sustainability, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 22, No. 3, S. 93-112.

**Deutsche Bundesbank (2009):** Finanzmarktschock und Einbruch der Industrieproduktion in fortgeschrittenen Volkswirtschaften, in: Monatsbericht Mai, S. 14ff.

**Deutsche Bundesbank (2008):** Monatsbericht Mai.

**Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW 2009):** Reallöhne in Deutschland über mehrere Jahre rückläufig, DIW Wochenbericht, Nr. 33, S. 550-560.

**Dooley, M. P./Folkerts-Landau, D./Garber, P. M. (2004):** The Revived Bretton Woods System: The Effect of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates, in: Center Countries, NBER working paper, No. 10332.

**Eichengreen, B./O'Rourke, K. (2009):** A Tale of Two Depressions, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>.

**Flassbeck, H. (2007):** Kommentar: Globalisierter Merkantilismus, in: WSI Mitteilungen, Heft 5, S. 230.

**Flassbeck, H./Spiecker, F. (2009):** Zwischen Pest und Cholera, in: Wirtschaftsdienst, Heft 3, S. 142-143.

**Fritsche, U. (2009):** Divergierende Lohn- und Inflationsentwicklungen im Euroraum: Ursachen und Folgen, WSI Mitteilungen, Heft 9 (im Erscheinen).

**Gemeinschaftsdiagnose (2009):** Im Sog der Weltrezession, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2009, IMK Report Nr. 37, [http://www.boeckler.de/pdf/p\\_imk\\_report\\_37\\_2009.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_report_37_2009.pdf).

**Godley, W./Izurieta, A./Zeza, G. (2004):** Prospects and Policies for the U.S. Economy. Why Net Exports Must Now Be the Motor for U.S. Growth, The Levy Economics Institute of Bard College, Strategic Analysis, August 2004.

**Hohlfeld, P./Horn, G./Sturm, S./Tober, S. (2009):** Deutsche Wirtschaft verharrt in Talsohle, Prognose Update: Die konjunkturelle Lage zur Jahresmitte 2009, IMK Report Nr. 39, Juli.

**Horn, G./Logeay, C. (2004):** Kritik am lohnpolitischen Konzept des Sachverständigenrats, Wirtschaftsdienst, Jg. 84, S. 236-242.

**Horn, G./Logeay, C./Zwiener, R. (2008):** Wer profitierte vom Aufschwung? IMK Report Nr. 27, März.

**Horn, G./Mühlhaupt, B./Rietzler, K. (2005):** Quo vadis Euroraum? Deutsche Lohnpolitik belastet Währungsunion, IMK Report Nr. 1, August.

**IMK (2009):** Von der Finanzkrise zur Weltwirtschaftskrise. Wie die Krise entstand und wie sie überwunden werden kann, IMK Report Nr. 38, Mai.

**IMK (2007a):** Der Aufschwung geht weiter – Frühjahrsprognose des IMK für 2007, IMK Report Nr. 19, April.

**IMK (2007b):** Der Abschwung kommt – Prognose der wirtschaftlichen Lage 2008, IMK Report Nr. 25, April.

**International Monetary Fund (IMF 2005):** Globalization and External Imbalances, April, Chapter 3.

**International Monetary Fund (IMF 2008):** The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy, April, Chapter 3.

**International Monetary Fund (IMF 2009a):** Global Prospects and Policies, in: World Economic Outlook, April, Chapter 1.

**International Monetary Fund (IMF 2009b):** Country and Regional Perspectives, in: World Economic Outlook, April, Chapter 2.

**International Monetary Fund (IMF 2009c):** From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?, in: World Economic Outlook, Chapter 3, April.



**International Monetary Fund (IMF 2009d):** Contractionary Forces Receding But Weak Recovery Ahead, World Economic Outlook update, July 8, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/update/02/pdf/0709.pdf>.

**Joebges, H./Schmalzbauer, A./Zwiener, R. (2009):** Der Preis für den Exportweltmeister: Niedrige Löhne und geringes Wirtschaftswachstum, IMK Study Nr. 4.

**Logeay, C./Zwiener, R. (2008):** Deutliche Realeinkommensverluste für Arbeitnehmer: Die neue Dimension des Aufschwungs, in: WSI Mitteilungen, Heft 8, S. 415-422.

**Obstfeld, M./Rogoff, K. (2005):** Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments, in: Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1, S. 76-123.

**Obstfeld, M./Rogoff, K. (2007):** The Unsustainable U.S. Current Account Deficit Revisited, in: G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, Hrsg.: Richard H. Clarida, S. 339-366.

**OECD (2006):** Has the Rise in Debt Made Households More Vulnerable? in: Economic Outlook, No. 80, Chapter 3.

**Palley, T. I. (2006):** The Fallacy of the Revised Bretton Woods Hypothesis. Why Today's International Financial System Is Unsustainable, The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief, No. 85, 2006.

**Papadimitriou, D.P./ Shaikh, A./dos Santos, C./Zeza, G. (2002):** Is Personal Debt Sustainable? The Levy Economics Institute of Bard College, Strategic Analysis, November 2002.

**Setser, B. (2009):** The evolution of the United States' external balance sheet in the last decade (wonky), June 28th, <http://blogs.cfr.org/setser/2009/06/28/the-evolution-of-the-united-states%E2%80%99-external-balance-sheet-in-the-last-decade-wonky/>.

**Sinn, H.-W. (2009):** Kasinokapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist, Econ-Verlag.

**UNCTAD (2009):** The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies, March.

## Redaktionsschluss am 17.08.2009

---

Herausgeber: Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf, Telefon 0211 7778-331, Telefax 0211 7778-266, [IMK@boeckler.de](mailto:IMK@boeckler.de), <http://www.imk-boeckler.de>

**Redaktionsleitung:** Prof. Dr. Gustav A. Horn  
**Pressekontakt:** Rainer Jung, 0211 7778-150

**Druck:** Setzkasten GmbH, Kreuzbergstraße 56, 40489 Düsseldorf  
ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe zulässig.

**Hans Böckler  
Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.