

Das Leistungsbilanzdefizit der USA: fundamentale Fehlentwicklung?

Das amerikanische Leistungsbilanzdefizit ist wieder in die Diskussion geraten. Von manchen Beobachtern wird seine Höhe als Hauptursache für den Kursrückgang des Dollar gesehen, der die amerikanische Währung seit April dieses Jahres gegenüber dem Euro rund 8½% seines Wertes gekostet hat. Der Kursrückgang ist zwar außenhandelsgewichtet und preisbereinigt mit nur knapp einem Prozent geringer, dennoch mehren sich die Warnungen, dass mit weitreichenden Konsequenzen für die USA und die Weltwirtschaft zu rechnen sei. Welche fundamentalen Entwicklungen stehen hinter dem US-Leistungsbilanzdefizit, und geben sie Anlass zu spürbaren Anpassungsreaktionen?

In der Leistungsbilanz werden neben Exporten und Importen von Waren und Dienstleistungen auch Transfers sowie Zahlungen aus Erwerbs- und Vermögenseinkommen erfasst. Der Saldo aus diesen Teilbilanzen gibt Auskunft über die Differenz zwischen den „laufenden“ Ausgaben und Einkommen eines Landes. Seit Anfang der achtziger Jahre ist die Leistungsbilanz der USA nahezu ununterbrochen negativ (vgl. Schaubild 1). Bestimmend war dabei, dass die Importe von Waren kontinuierlich die Warenexporte überstiegen. Zu einer merklichen Verringerung des Handelsbilanzdefizits kam es lediglich zwischen 1987 und 1991; maßgeblich trugen dazu die fast 30-%ige real-effektive Abwertung des Dollar bzw. die damit verbundene Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der US-Exporte auf dem Weltmarkt und die Verteuerung der Importe für die USA bei. In den neunziger Jahren erhöhte sich der Fehlbetrag im Zuge des langen Aufschwungs wieder, mit der realen effektiven Aufwertung des Dollar in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts sogar verstärkt.

Partiell aufgewogen wurde das Handelsbilanzdefizit jahrelang durch einen Überschuss bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen (vgl. Schaubild 2); er nahm aber mit der steigenden Auslandsverschuldung der USA kontinuierlich ab. 1997 überstiegen erstmals seit Jahrzehnten die Erträge, die Ausländer für ihre Anlagen in den USA erzielten (wie Dividenden und Zinsen), diejenigen, die US-Inländer für Anlagen im Ausland erzielten; seither ist auch diese Teilbilanz defizitär. Lediglich in der Dienstleistungsbilanz blieb ein Überschuss, mit allerdings in den letzten Jahren ebenfalls leicht rückläufiger Tendenz.

Christiane Brück, 40, Dipl.-Volkswirtin, ist Mitarbeiterin in der Abteilung „Internationale Makroökonomie“ im Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA).

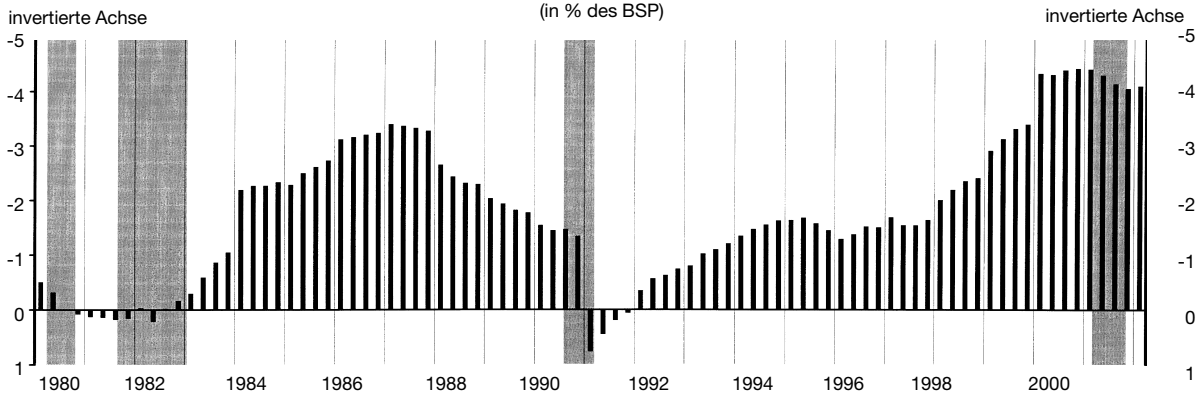
Die Gesamt-Leistungsbilanz der USA war nur im Jahr 1991 im Zuge der Rezession und der Überweisungen der Alliierten im Rahmen des Golfkrieges ausgeglichen. Im Laufe der jüngsten Rezession hat sich der Fehlbetrag nur unwesentlich zurückgebildet; im vergangenen Jahr summierten sich ein Fehlbetrag in der Handelsbilanz in Höhe von 426,6 Mrd. US-\$, ein Überschuss bei den Dienstleistungen von 78,8 Mrd. US-\$, Nettotransfers von -50,5 Mrd. sowie ein Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen von 19,1 Mrd. US-\$ zu einem Leistungsbilanzdefizit von 417,4 Mrd. US-\$. Gemessen am Bruttoinlandsprodukt liegt es derzeit bei rund 4,2% des BIP, und mit dem Anspringen der Konjunktur in den USA und ihrem erwarteten Vorlauf im globalen Aufschwung ist eine neuerliche Ausweitung auf über 5% des BIP schon gegen Ende dieses Jahres wahrscheinlich¹. Die Problematik der nachhaltigen Finanzierbarkeit der mit den anhaltenden Leistungsbilanzdefiziten einhergehenden zunehmenden Auslandsverschuldung rückt vor diesem Hintergrund wieder verstärkt in das Bewusstsein, und mit ihr die Gefahr eines Dollarkursverfalls, höherer Risikoprämien, d.h. Zinsen in den USA, und in letzter Konsequenz einer Gefährdung des Aufschwungs.

Leistungsbilanzdefizit und Kapitalströme

Um das Gefahrenpotential von Höhe und Persistenz des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits beurteilen zu können, bedarf es einer Analyse der dahinter stehenden Kapitalflüsse. Aus dem Gleichungssystem der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung lässt sich ableiten, dass der Leistungsbilanzsaldo der Differenz zwischen inländischem Sparen und inländischen

¹ Studien haben gezeigt, dass für die Höhe des Leistungsbilanzdefizits einer Industrienation ein kritischer Schwellenwert bei etwa 5% des BIP identifiziert werden kann; ab diesem Wert setzen in der Regel Korrekturen ein, die unter anderem über eine Abwertung, Inflationsbeschleunigung und Rückgang der Inlandsnachfrage zu einer Verringerung des Fehlbetrages führen. Vgl. dazu auch Caroline L. Freund: Current Account Adjustment in Industrialized Countries, IFDP Nr. 692, Dezember 2000 (Internet: www.bog.frb.fed.us.).

Schaubild 1
Leistungsbilanzsaldo der USA¹
(in % des BSP)



¹ Schattierte Flächen: Rezessionen nach NBER-Definition (2001: noch nicht endg. festgelegt); 2002/1: teilweise geschätzt.

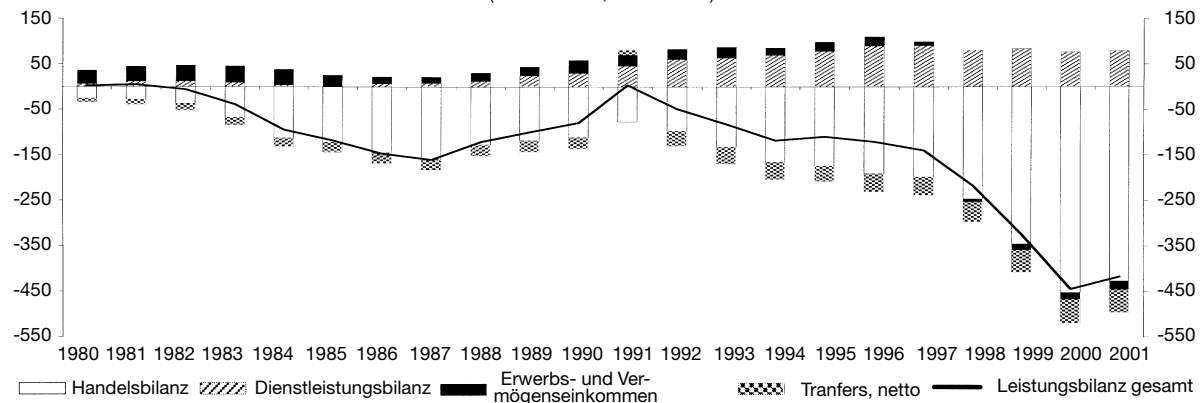
Quelle: Federal Reserve Board of Governors, U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

Investitionen – der so genannten Ersparnislücke – entspricht, und diese wiederum dem Saldo der Kapitalex- und -importe eines Landes. Ein Land weist ein Defizit in der Leistungsbilanz aus, wenn seine inländischen Ausgaben das inländische Einkommen übersteigen; das Land absorbiert dann in Form von Privatem Konsum, Investitionen und Staatsausgaben mehr, als es selbst produziert. Importe von Waren und Dienstleistungen füllen die realwirtschaftliche Lücke zwischen der Absorption und Produktion, während Importe von Kapital bzw. ausländischer Ersparnis die Lücke zwischen inländischer Ersparnis und Investition füllen. Ein Leistungsbilanzdefizit entspricht also insgesamt einem Nettozufluss von ausländischem Kapital², der mit entsprechenden Ansprüchen auf die zukünftige Produktion des Landes verbunden ist.

Für die Beantwortung der Frage nach der Notwendigkeit einer Korrektur in der Leistungsbilanz eines Landes gibt die Verwendung, in die die ausländische Ersparnis im Inland fließt, Rückschlüsse: Wird der Kapitalimport überwiegend für eine zusätzliche Steigerung der inländischen Investitionen verwendet, finanziert er de facto eine Erhöhung des inländischen Kapitalstocks und ermöglicht so einen höheren Output pro Kopf, als ohne Kapitalimporte möglich wäre. Die Bedienung der Auslandsverschuldung wird in diesem Fall kaum mit schwierigen Anpassungsprozessen verbunden sein; persistente Leistungsbilanzdefizite sind dann nicht nur nachhaltig finanzierbar, sondern belegen die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit eines Landes. Wird der Kapitalimport aber hauptsächlich von einem Rückgang der inländischen Ersparnis begleitet und dient vorrangig einem höheren inländischen Konsum, als ohne den Kapitalzufluss aus dem Ausland möglich wäre, lebt das Land „über seine

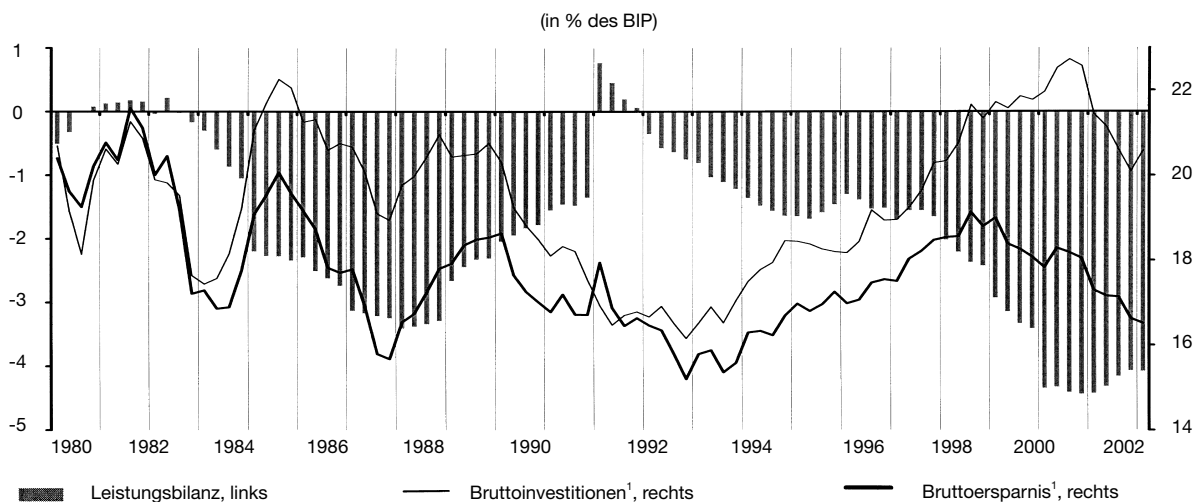
² Allerdings wird die Äquivalenz zwischen beiden Beziehungen in der Statistik durch Erfassungs- und Messfehler teilweise verschleiert.

Schaubild 2
Komponenten der US-Leistungsbilanz
(in Mrd. Dollar, Jahresraten)



Quelle: US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

Schaubild 3
Leistungsbilanz, Ersparnis und Investitionen



¹ Ohne Bereinigung um Messfehler, so dass die Ersparnislücke nicht identisch ist mit dem Leistungsbilanzdefizit.

Quelle: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis; Federal Reserve, Flow of Funds Accounts März 2002.

Verhältnisse“, und die Bedienung der daraus resultierenden Auslandsverschuldung wird früher oder später Anpassungen bei Zinsen und Wechselkursen und eine Reduzierung des Konsums erzwingen.

Finanzierung von Konsum oder Investitionen?

Wie ist das amerikanische Leistungsbilanzdefizit vor diesem Hintergrund zu beurteilen? Schaubilder 3 und 4 zeigen, dass sich in den beiden zurückliegenden Dekaden und schließlich am aktuellen Rand hinter einer ähnlichen Entwicklung der Leistungsbilanz gänzlich unterschiedliche gesamtwirtschaftliche Entwicklungen verbergen: Zwar überstiegen insgesamt die inländischen Investitionen im gesamten Zeitraum die inländische Ersparnis, so dass ein Nettokapitalimport, d.h. ein Leistungsbilanzdefizit zu verzeichnen war. Bis Anfang der neunziger Jahre gingen dabei sowohl der Anteil der inländischen Ersparnis wie der inländischen Investitionen am BIP trendmäßig zurück, und dies bei rascherem Tempo des Rückganges der Investitionsquote; die Kapitalimporte flossen also eher in eine Ausweitung des Konsums. Die neunziger Jahre waren dagegen weitgehend durch eine umgekehrte Entwicklung gekennzeichnet: beide Größen stiegen an, dies bei wiederum rascherem Tempo auf Seiten der Investitionen; die Kapitalimporte flossen also eher in eine Ausweitung der Investitionen, trugen so zur Finanzierung ihrer über Jahre hinweg außerordentlich

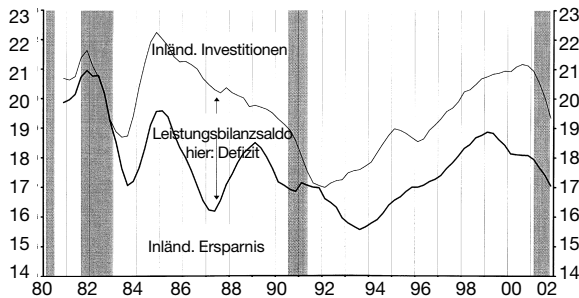
hohen Dynamik bei und ermöglichten den längsten Aufschwung in der Nachkriegsgeschichte.

Vergleichsweise ungünstige Entwicklungen in anderen Regionen der Welt, so in den Nicht-Industrielländern nach der Mexiko- und der Asienkrise sowie die Wachstumsschwäche in Japan und auch in Euroland dürften darüber hinaus die relative Attraktivität der USA für Kapitalanlagen begünstigt haben. In den letzten beiden Jahren schließlich scheinen beide volkswirtschaftlichen Fundamentalgrößen wieder auf einen dem erstbeschriebenen nicht unähnlichen Pfad eingeschwenkt zu sein. Nach 1999 war der Anteil der inländischen Ersparnis am BIP wieder rückläufig, insbesondere verringerte sich aber Mitte 2000 die Investitionsdynamik drastisch, was maßgeblich zum konjunkturellen Abschwung beigetragen hat.

Ob sich in dieser Entwicklung aber tatsächlich ein neuer Trend niederschlägt, die aktuellen Zweifel an der nachhaltigen Finanzierbarkeit des Leistungsbilanzdefizits also gerechtfertigt sind, kann schon wegen der Kürze der Zeitspanne noch nicht beantwortet werden; überdies gibt es einige Argumente, die aktuell gegen eine Trendverfestigung sprechen. So kann durchaus erwartet werden, dass nun die privaten Haushalte wieder mehr sparen werden³, und bei den Investitionen scheint sich eine Stabilisierung abzuzeichnen. Allerdings ist relativ gesichert, dass sich die Verringerung des öffentlichen Sparens im Zuge der weiter zu erwartenden Haushaltsdefizite fortsetzt.

³ Vgl. unter anderem David Miller: Renaissance des Sparens in den USA?, in: Dresdner Bank USA Aktuell, April 2002.

Schaubild 4
Leistungsbilanz als Ersparnislücke¹
 (in % des BIP²)



¹ Schattierte Flächen: Rezessionen nach NBER-Definition (2001: noch nicht endg. festgelegt); ² gleitende Vier-Quartals-Durchschnitte ohne Bereinigung um Messfehler, so dass die Ersparnislücke nicht identisch ist mit dem Leistungsbilanzdefizit.

Quelle: Federal Reserve, Flow of Funds Accounts März 2002.

Zwillingsdefizite

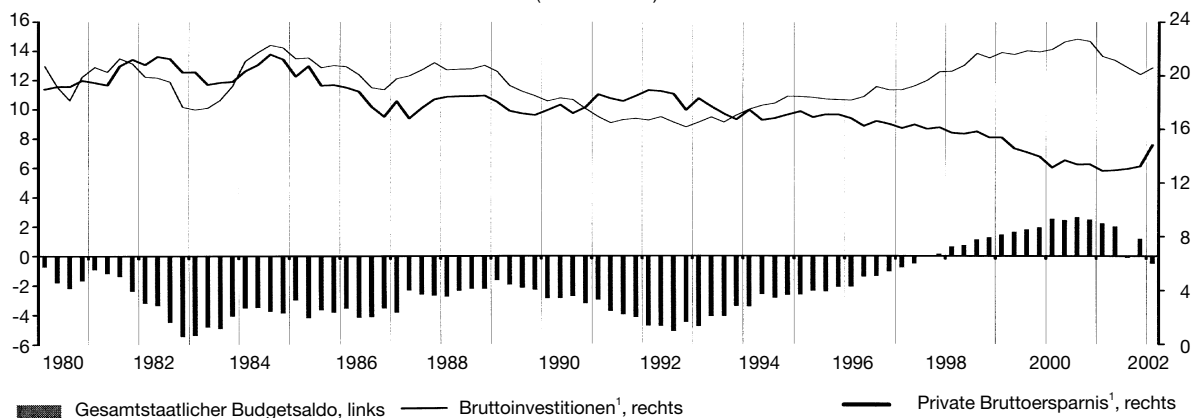
Neben der Analyse der relativen Entwicklung von Ersparnis und Investitionen kann eine Aufgliederung der ErsparnisKomponente zusätzlichen Aufschluss über das „Gefahrenpotential“ der Leistungsbilanzentwicklung geben: Schaubilder 5 und 6 verdeutlichen, dass der Rückgang der inländischen Ersparnisquote über weite Phasen durch Entsparen der öffentlichen Hand bestimmt war. Erst das Einschlagen eines nachhaltigen Konsolidierungskurses Anfang der neunziger Jahre bremste die fortschreitende staatliche Verschuldung, und markierte eine – von den Märkten zunehmend als glaubwürdig angesehene – Wende bei der

Entwicklung der öffentlichen Ersparnis im folgenden Jahrzehnt.

Zuvor waren die Fehlbeträge im Bundeshaushalt vor allem ausgabenbedingt angestiegen, und führten insbesondere zu einer Ausweitung des Konsums über das „Normalmaß“ hinaus; ein Teil dieser zusätzlichen Nachfrage ließ über gestiegene Importe von Waren und Dienstleistungen das Handelsbilanz- und schließlich das Leistungsbilanzdefizit ansteigen. Auch über die Kapitalstromseite lässt sich die Entwicklung erklären: schließlich stimulierte das Haushaltsdefizit nicht nur die Nachfrage nach Importen, sondern führte auch zu einem deutlicheren Anstieg der US-Zinsen, als er konjunkturbedingt ohnehin angelegt war, mit der Folge eines erhöhten Zuflusses an Auslandskapital. Nachdem dieses Kapital aber anders als im Verlauf der neunziger Jahre eher in Konsum nicht zuletzt des Staates und damit in unproduktivere Verwendungen floss, kann für die achtziger Jahre teilweise durchaus konstatiert werden, dass die USA zeitweise „über ihre Verhältnisse“ lebten, mit daraus entstehendem Anpassungsbedarf, der die entsprechenden Korrekturen etwa über den Dollarkurs nach sich zog.

In den neunziger Jahren dagegen verliefen beide Defizite im Zuge der „neuen“ Fiskalpolitik nunmehr in unterschiedliche Richtungen: Während das Leistungsbilanzdefizit von ca. 50 Mrd. US-\$ im Jahre 1992 auf über 444 Mrd. US-\$ im Jahr 1999 anstieg, ging der Budgetsaldo im selben Zeitraum von einem Fehlbetrag in Höhe von rund 290 Mrd. US-\$ in einen Überschuss in Höhe von knapp 240 Mrd. US-\$ über. Dies wurde nicht zuletzt durch konjunkturbedingt rasch steigende Einnahmen erreicht, aber gleichzeitig wurde auch

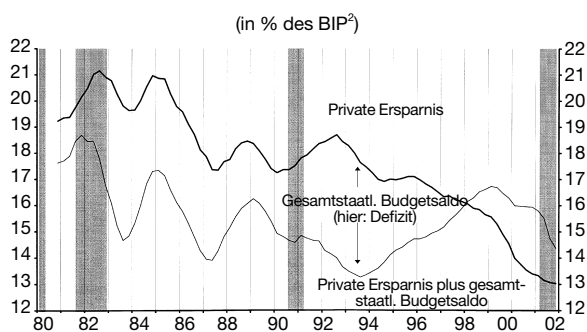
Schaubild 5
Private und Öffentliche Ersparnis, Investitionen
 (in % des BIP¹)



¹ Ohne Bereinigung um Messfehler, so dass die Ersparnislücke nicht identisch ist mit dem Leistungsbilanzdefizit.

Quelle: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis; Federal Reserve, Flow of Funds Accounts März 2002.

Schaubild 6
Private Ersparnis und Staatshaushalt¹



¹ Schattierte Flächen: Rezessionen nach NBER-Definition (2001: noch nicht endg. festgelegt); ² gleitende Vier-Quartals-Durchschnitte ohne Bereinigung um die statistische Diskrepanz.

Quelle: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis; Federal Reserve, Flow of Funds Accounts März 2002.

auf der Ausgabenseite, insbesondere über merkliche Einschnitte bei den Ausgaben im Verteidigungssektor, konsolidiert.

Zwar ging die private Ersparnisquote in den neunziger Jahren weiter – vor allem vor dem Hintergrund des aktienmarktbedingten Vermögenseffektes – spürbar zurück; dies wurde von den Marktteilnehmern angesichts der Konsolidierung der Staatsfinanzen aber offensichtlich weniger problematisch gesehen. Schließlich begünstigte die veränderte Zusammensetzung der weiter bestehenden Gesamt-Ersparnislücke zusätzlich eine verstärkte Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits, denn die Importintensität der Staatsnachfrage ist mit rund 17% erheblich niedriger als die des privaten Konsums mit rund 58% und die der Investitionen mit ca. 50%⁴.

Seit dem vergangenen Jahr schließlich scheint die Entwicklung des öffentlichen Sparens wieder auf Muster vor der Konsolidierungsphase zurückzuschwenken: Schon wegen der geringeren Ausweitung der Staatseinnahmen im Zuge des Abschwungs hat sich der Budgetüberschuss im Laufe von 2000 merklich verringert. Vor allem aber angesichts der Trendwende bei den staatlichen Verteidigungsausgaben, die nach dem 11. September nochmals verstärkt ausgeweitet wurden (vgl. Schaubild 6), ist eine Rückkehr zu Budgetdefiziten schon im laufenden Fiskaljahr unvermeidbar. Diese Änderung des „fiscal stance“ weckt Erinnerungen an die achtziger Jahre, zumal die Investitionsdynamik des Neunziger-Jahre-Booms noch nicht wieder zurückgekehrt ist.

⁴ Vgl. Catherine L. Mann: Is the US Trade Deficit Sustainable?, Washington 1999.

Fazit

Die Entwicklungen, die hinter der Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits in der Vergangenheit standen, können insbesondere für die achtziger Jahre phasenweise wegen ihrer „Konsumlastigkeit“ durchaus als problematisch charakterisiert werden. Dagegen ging die Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits in den neunziger Jahren mit einer deutlichen Erhöhung des Kapitalstocks in den USA einher. Insoweit barg sie in dieser Zeit weniger Risiken und damit auch weniger Anpassungsbedarf, was sich nicht zuletzt in dem ungebrochenen Willen der ausländischen Kapitalanleger zeigte, verstärkt in den USA zu investieren, mit der Folge einer deutlichen realen effektiven Aufwertung des Dollar.

Eine langsamere Ausweitung des Kapitalzustroms in die USA als Folge einer veränderten relativen Bewertung der Rentabilität von amerikanischen Kapitalanlagen impliziert, dass der Dollarkurs unter Druck gerät. Ob sich in der aktuellen Entwicklung insbesondere des Dollarkurses tatsächlich bereits eine gerechtfertigte, problematischere Beurteilung des Leistungsbilanzdefizits niederschlägt, kann derzeit nicht abschließend beantwortet werden. Zwar wird die erwartete relative Rentabilität von Kapitalanlagen in den USA zur Zeit sicher durch die nach dem 11. September verstärkte Unsicherheit über Zeitpunkt und Dynamik der konjunkturellen Erholung und damit auch über die Gewinn- und Ertragserwartungen herrscht und die Entwicklung am Aktienmarkt entsprechend gedämpft ist. Auch die immer neuen Enthüllungen im Zuge der Enron-Affäre belasten die Wahrnehmung der USA als erstklassigem Investitionsstandort. Schließlich ist auch nicht abzusehen, inwieweit die jetzige Entwicklung eine Korrektur vorangegangener Überbewertung darstellt.

Sollten diese Faktoren die aktuelle Dollarentwicklung begründen, bliebe die weitere Abwertung des Dollar wohl begrenzt. Sie wäre aus amerikanischer Sicht sogar willkommen, denn die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der US-Exporte würde gewinnen, während angesichts der immer noch günstigen Produktivitätsentwicklung kaum mit einer importpreisbedingten Preisspirale gerechnet werden müsste. Für die Konjunktur in den USA – und wohl auch für die Weltwirtschaft – würde eine begrenzte Abwertung des Dollar durchaus noch kein Problem darstellen.