

III. Risiken der internationalen Ungleichgewichte: mehr als nur eine Frage der Leistungsbilanzen

Die Globalisierung bringt einen hohen messbaren wirtschaftlichen Nutzen. Sie sorgt für eine Zunahme der Handelsströme und lässt die Verbraucher in den Genuss einer viel breiteren Palette an Gütern und Dienstleistungen kommen, als jeweils im Inland produziert bzw. erbracht werden. Mit dem Zugang zu ausländischen Finanzierungsquellen im Rahmen des internationalen Kapitalverkehrs wächst zudem der Investitionsspielraum der Unternehmen. Gleichzeitig sind die Anleger in der Lage, ihre Vermögenswerte weltweit zu diversifizieren, wodurch sich Risiken verringern und Renditen optimieren lassen. Kapital und Know-how können somit aufgrund des internationalen Kapitalverkehrs effizienter eingesetzt werden.

Indem aber die Globalisierung für eine Öffnung der nationalen Wirtschaftsgrenzen sorgt, erhöht sie auch die Anfälligkeit für Instabilität. Über dieselben internationalen Verflechtungen, die in den letzten Jahrzehnten Wohlstands- und Effizienzgewinne gebracht haben, konnten sich die finanz- und realwirtschaftlichen Schocks in der Krise 2007–09 stark ausbreiten. In der Anfangsphase sorgten die rasant fallenden Vermögenspreise für massive Verluste in den Bilanzen internationaler Anleger. Später zog der Einbruch des Welthandels viele exportorientierte Volkswirtschaften in Mitleidenschaft.

Vor der Finanzkrise hatte man das Hauptrisiko für die Weltwirtschaft in den hohen Leistungsbilanzüberschüssen und -defiziten gesehen. Auf dem Höhepunkt der Krise richtete sich die Aufmerksamkeit auf die gefährdete Solvenz bedeutender Finanzinstitute. Heute wird mit dem Nachlassen der Krise wieder über Risiken im Zusammenhang mit der Leistungsbilanz debattiert. Und tatsächlich sind die weltweiten realwirtschaftlichen Ungleichgewichte immer noch groß, auch wenn sie sich in der Krise etwas verringert haben.

Anhaltende Leistungsbilanzungleichgewichte bergen durchaus die Gefahr, dass die öffentlichen Entscheidungsträger ihretwegen zu protektionistischen Maßnahmen greifen. Daneben sind aber auch die zwangsläufigen Nettokapitalimporte der Länder mit einer negativen Leistungsbilanz aus Ländern mit einer positiven Leistungsbilanz ein Risikofaktor. Eine Volkswirtschaft mit hohen Nettozuflüssen nimmt eine drastische und unkontrollierte Abwertung ihrer Währung in Kauf, wenn sich diese Zuflüsse abrupt umkehren. Auch ist der Finanzsektor vielleicht nicht in der Lage, diese Zuflüsse effektiv zu bewältigen, was zu Finanzinstabilität führen kann.

Die Leistungsbilanzungleichgewichte sind im Abnehmen begriffen, doch sie sinken nur langsam. In den wichtigsten Überschuss- und Defizitländern ist ein struktureller Anpassungsprozess bei der Ersparnisbildung und der Investitionstätigkeit im Gang, über den es langfristig zu einem Abbau der Ungleichgewichte kommen wird. Zum selben Ergebnis führen auch Anpassungen des realen Wechselkurses. Eine Beschleunigung der Anpassungen würde hier kurzfristig mehr Flexibilität bei den inländischen Preisen und/oder bei den

nominalen Wechselkursen erfordern. Angesichts des Preisstabilitätsauftrags der Geldpolitik müsste die reale Wechselkursanpassung aber über den nominalen Wechselkurs allein erfolgen.

Ein international abgestimmtes Vorgehen könnte helfen, die Anpassungslast unter den wichtigsten Überschuss- und Defizitländern zu verteilen und die derzeitige wirtschaftspolitische Pattsituation zu überwinden. Da beispielsweise die Kosten einer höheren Wechselkursflexibilität heute auf China lasten würden, könnten die USA mit einer restriktiveren Fiskal- und Geldpolitik China einen Teil dieser Last abnehmen. Was die aufstrebenden Volkswirtschaften mit Leistungsbilanzüberschüssen betrifft, so wird jenes Land, das seine Währung zuerst aufwerten lässt, relativ gesehen an Wettbewerbsfähigkeit einbüßen. Auch hier würde ein koordiniertes Vorgehen Abhilfe schaffen.

Die Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz und bei den Nettokapitalströmen stellen erhebliche Risikofaktoren dar. Eine der Lehren aus der Finanzkrise ist allerdings, dass Analysen über die reine Saldenbetrachtung hinausgehen müssen. Um die zunehmenden Risiken der finanzwirtschaftlichen Ungleichgewichte in ihrem vollen Ausmaß zu verstehen, sind auch die Bruttokapitalströme ins Auge zu fassen. Brutto sind die Kapitalimporte und -exporte nämlich weitaus größer als die Nettoströme, die zur Finanzierung der in der Leistungsbilanz abgebildeten realwirtschaftlichen Transaktionen dienen. Außerdem ist der Bruttokapitalverkehr selbst bei einer praktisch ausgeglichenen Leistungsbilanz oft sehr umfangreich. Eine Bruttobetrachtung ist auch insofern wichtig, als der jeweilige Finanzsektor die Bruttozuflüsse, und nicht die Nettozuflüsse, absorbieren muss. Und sollten die Bruttozuflüsse plötzlich ausbleiben, so kann dies der Auslöser für eine Wirtschaftskrise sein.

Von den Bruttokapitalströmen kann auch insofern eine Gefahr ausgehen, als sie Risikofaktoren in den international verflochtenen Bilanzen von Finanzinstituten, Unternehmen und privaten Haushalten darstellen. Die jeweiligen Bilanzpositionen können zu Währungs-, Liquiditäts- und Kreditrisikoinkongruenzen führen, da die über die Kapitalabflüsse erworbenen Vermögenswerte und die durch die Kapitalimporte entstandenen Verbindlichkeiten kaum völlig gleichwertig sein werden – und zwar weder auf der Ebene der einzelnen Marktteilnehmer noch in Bezug auf die aggregierten Größen. Und selbst wenn dem so wäre, bliebe noch das Kontrahentenrisiko. Während der Finanzkrise verursachte eine abrupte Verschlechterung der Bilanzpositionen einen drastischen Einbruch der Wirtschaftstätigkeit. Dadurch zeigte sich deutlich, dass auch scheinbar geringe qualitative Differenzen zwischen Aktiva und Passiva – zusammen mit dem Kontrahentenrisiko – zu einer massiven Ausbreitung von Schocks führen können.

Um die mit den Bruttokapitalströmen und finanzwirtschaftlichen Ungleichgewichten verbundenen Risiken zu verringern, ist in erster Linie eine Wirtschaftspolitik notwendig, die Währungsstabilität und einen tragfähigen Staatshaushalt gewährleistet. Auch die Geldpolitik kann eingesetzt werden, um Gegensteuer zu geben und einen übermäßigen Anstieg des Kreditvolumens und der Vermögenspreise zu bremsen. In zweiter Linie sind auch Maßnahmen zweckmäßig, die den regulatorischen Rahmen und die Finanzmarktinfrastruktur stärken, um die finanzwirtschaftlichen Ungleichgewichte

zu begrenzen und den Schaden im Falle einer Krise auf ein Minimum zu reduzieren. Als letztes Mittel, und nur unter außerordentlichen Umständen, können Kapitalverkehrskontrollen als Überbrückungsmaßnahme eingesetzt werden, um bestimmte Risiken aufgrund hoher Bruttokapitalzuflüsse vorübergehend einzudämmen. Die gegenwärtigen Initiativen zur Schließung von Datenlücken werden ebenfalls dazu beitragen, dass die potenziellen Schwachstellen in den internationalen Bilanzen präziser beurteilt werden können.

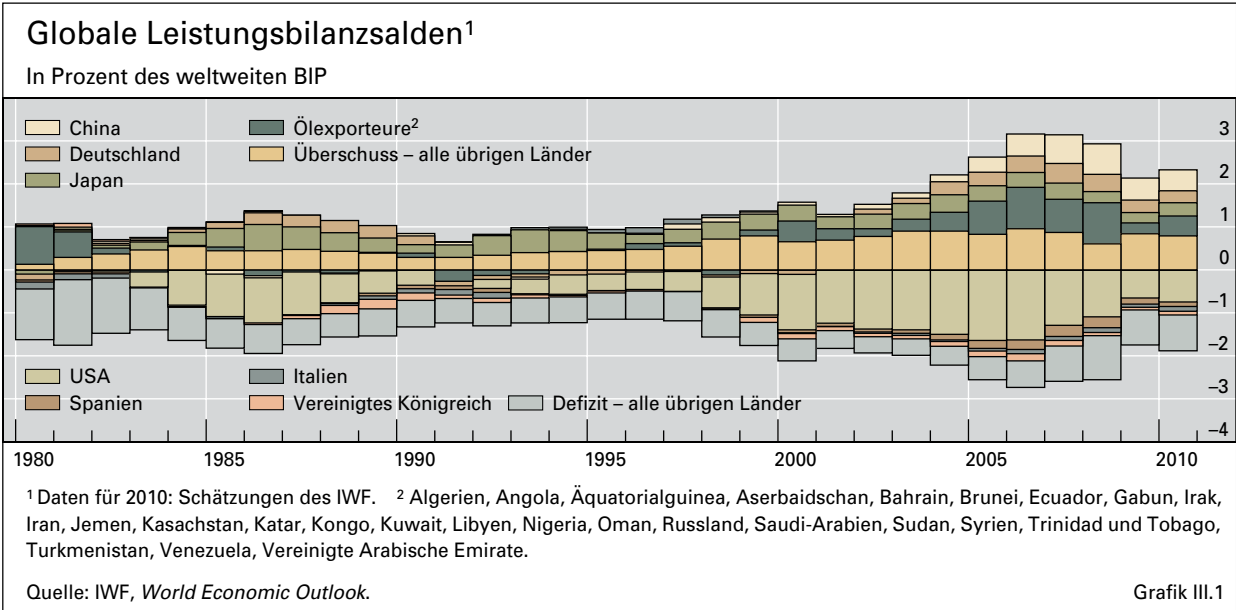
Zwischen den (realwirtschaftlichen) Leistungsbilanzungleichgewichten und den finanzwirtschaftlichen Ungleichgewichten besteht im Übrigen ein Zusammenhang. Die Finanzkrise hat gezeigt, dass eine wirksame Begrenzung beider Arten von Ungleichgewichten für nachhaltiges globales Wachstum und Finanzstabilität entscheidend ist. Zudem ist das Risiko aufgrund von Leistungsbilanzungleichgewichten teilweise mit jenem der Bruttokapitalströme vergleichbar. Wie erwähnt kann in beiden Fällen eine plötzliche Trendumkehr die Volkswirtschaft und den Finanzsektor des betreffenden Landes in eine Krise stürzen. Umgekehrt verringern manche Maßnahmen zur Behebung bestimmter Ungleichgewichte auch andere Ungleichgewichte. Beispielsweise beschleunigt eine höhere nominale Wechselkursflexibilität nicht nur die Korrektur der Leistungsbilanzungleichgewichte, sondern führt in aufstrebenden Volkswirtschaften mit Leistungsbilanzüberschüssen auch zu mehr Finanzstabilität, indem sie den Inflationsdruck mindert.

Im Folgenden werden zunächst die hohen aktuellen Leistungsbilanzungleichgewichte untersucht sowie die Frage, inwiefern ein international abgestimmtes Vorgehen risikomindernd wirken könnte. Danach folgen eine Analyse der mit hohen Bruttokapitalströmen verbundenen Risiken und eine Erörterung der wirksamsten wirtschaftspolitischen Gegenmaßnahmen. Abschließend wird dargelegt, welcher Zusammenhang zwischen den Leistungsbilanzungleichgewichten und den finanzwirtschaftlichen Ungleichgewichten besteht.

Leistungsbilanzungleichgewichte: Risiken und Maßnahmen

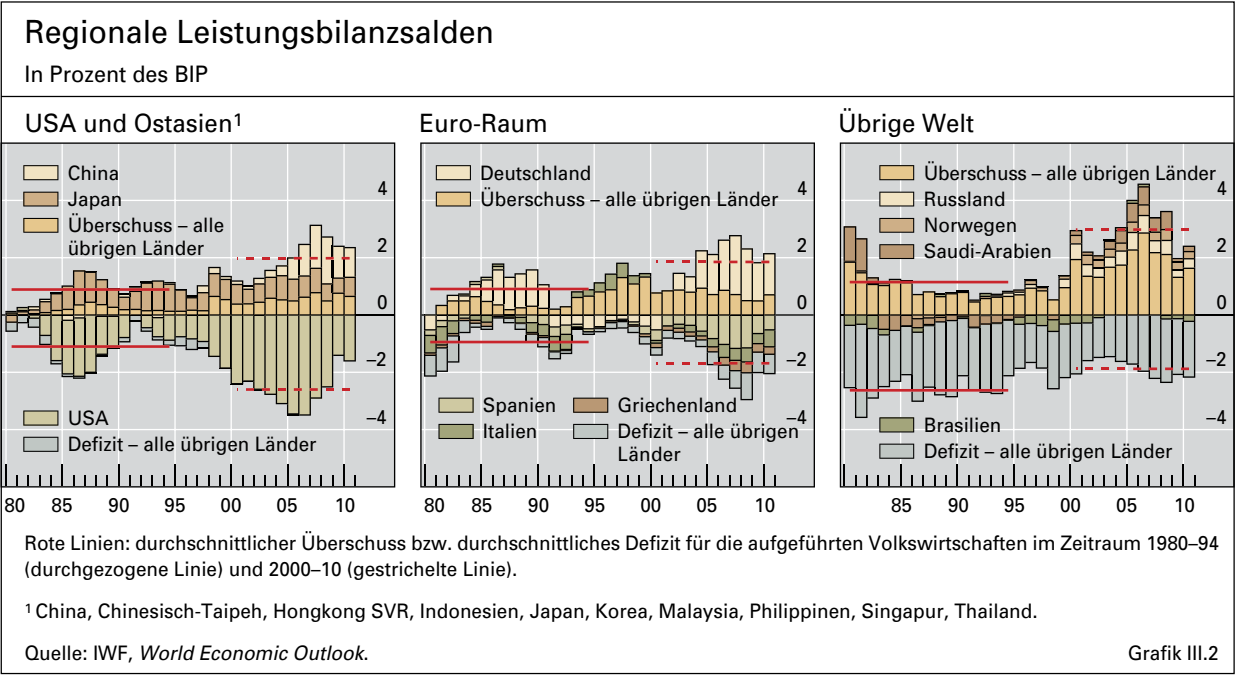
Die Leistungsbilanzen sind weiterhin weltweit stark unausgeglichen (Grafik III.1). So verzeichnen die USA, Italien, Spanien und das Vereinigte Königreich anhaltend hohe Defizite, während China, Japan und Deutschland anhaltend hohe Überschüsse ausweisen. Kumuliert lagen die Überschüsse und Defizite in den 1980er Jahren und zu Beginn der 1990er Jahre bei rund 2% des weltweiten BIP und sind dann im Vorfeld der Krise stetig auf rund 6% gestiegen. Dieser Wert ist inzwischen wieder gesunken, ist aber im historischen Vergleich mit 4% nach wie vor hoch.

Regional betrachtet konzentrieren sich die Zuwächse in dieser Saldenbetrachtung seit 1994 im Wesentlichen auf die USA und Ostasien (Grafik III.2 links) sowie auf den Euro-Raum (Mitte). Vergleicht man die Entwicklung im Zeitraum 1980–94 mit dem Zeitraum 2000–10, so ergibt sich für die USA und Ostasien gemessen am regionalen BIP ein durchschnittlicher Zuwachs des regionalen Leistungsbilanzsaldos um jeweils rund 2,6 Prozentpunkte. Die Vergleichswerte für den Euro-Raum liegen bei 1,7 Prozentpunkten, während der



Zuwachs in der übrigen Welt nur 1,1 Prozentpunkte betrug. Diese regionale Konzentration erklärt, wieso sich die wirtschaftspolitische Diskussion oft um einige wenige Länder mit den höchsten Überschüssen bzw. Defiziten – wie China und die USA – dreht.

Zu einem erheblichen Teil war die Verringerung der Leistungsbilanzsalden während der Krise zyklisch und nicht strukturell bedingt, weshalb mit einem Wiederanstieg zu rechnen ist. In vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit einem Leistungsbilanzdefizit, u.a. in den USA, ist krisenbedingt beispielsweise die private Inlandsnachfrage eingebrochen. Wenn diese Länder sich erholen und der private Verbrauch sowie die Investitionstätigkeit wieder zunehmen, dürfte auch die Inlandsnachfrage erneut steigen. Wird die Haushaltskonsoli-



dierung nicht entschlossen vorangetrieben, dürfte die höhere Nachfrage zu einer weiteren Ausweitung der Leistungsbilanzdefizite führen. Umgekehrt sorgten in den aufstrebenden Volkswirtschaften mit einer positiven Leistungsbilanz, insbesondere in China, Konjunkturpakete für Wirtschaftswachstum. Mit dem Auslaufen dieser Maßnahmen dürfte die Inlandsnachfrage zurückgehen, was zu steigenden Leistungsbilanzüberschüssen führen könnte.

Risiken

Leistungsbilanzungleichgewichte bergen die Gefahr von ungeordneten Wechselkursanpassungen ...

Anhaltend hohe Leistungsbilanzdefizite sind langfristig nicht tragbar und müssen letztlich ein Ende haben. Die Frage ist daher nicht, ob diese Ungleichgewichte korrigiert werden, sondern wie. Die Gefahr liegt vor allem in einer unkontrollierten Korrektur, die der Finanzstabilität und der Wirtschaft weltweit Schaden zufügen würde.

Wenn sich die mit den Leistungsbilanzdefiziten verbundenen Kapitalströme abrupt umkehren, kommt es in den Ländern mit hohen Defiziten zu ungeordneten Währungsabwertungen. Vor der Finanzkrise galt das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA als Hauptrisiko für die globale Stabilität, weil die Gefahr einer unkontrollierten Abwertung des US-Dollars bestand. Dass die USA ihr Leistungsbilanzdefizit derzeit ohne Weiteres finanzieren können, sollte nicht als selbstverständlich betrachtet werden. Die Erfahrung einiger kleinerer Defizitländer zeigt, wie schnell das Marktvertrauen schwinden und eine ebenso plötzliche wie kostspielige Anpassung notwendig werden kann. Eine abrupte Verschiebung der globalen Nachfrage aufgrund eines rasanten Wertverlusts des US-Dollars hätte weitreichende Folgen für die Weltwirtschaft.

Auch könnte der inländische Finanzsektor Schwierigkeiten haben, die Kapitalzuflüsse, die mit einer negativen Leistungsbilanz einhergehen, nachhaltig zu bewältigen. Bei einer unzureichenden Regulierung der Finanzinstitute werden diese Kapitalzuflüsse womöglich nicht in produktive Anlagen gelenkt. Solche Fehlallokationen von Kapital – beispielsweise in Form von Immobilienkrediten – könnten zu Boom-Bust-Zyklen und schließlich zu finanzieller Instabilität führen. In der Tat stellen einige Ökonomen eine Verbindung zwischen dem Boom im US-Wohnimmobiliensektor im Vorfeld der Krise und den hohen Kapitalzuflüssen her, die mit Leistungsbilanzdefiziten einhergehen. Anhaltende weltweite Ungleichgewichte bedeuten, dass ähnliche Risiken für die Finanzstabilität fortbestehen.

... und Protektionismus

Leistungsbilanzungleichgewichte könnten überdies die Defizitländer veranlassen, protektionistische Maßnahmen zu ergreifen. Diese Gefahr ist besonders groß, wenn die Defizitländer durch die Politik der Überschussländer Wettbewerbsnachteile auf sich zukommen sehen. Ein eskalierender Protektionismus könnte letztlich sogar zu Handelskriegen führen. Noch wird derzeit nicht auf protektionistische Maßnahmen zurückgegriffen. Das Risiko, dass sich dies ändert, scheint aber zuzunehmen.

Die Politik in der Sackgasse

Ein Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte erfordert eine Änderung in der globalen Nachfragestruktur. In Ländern mit einer negativen Leistungsbilanz muss es zu einer Verlagerung von der Inlandsnachfrage zur Auslandsnachfrage

kommen, und in Ländern mit einer positiven Leistungsbilanz braucht es eine umgekehrte Bewegung. Quantitativ ist in den Defizitländern sowohl ein Anstieg der inländischen Ersparnis als auch ein Rückgang des Verbrauchs und der Investitionen anzustreben, und das Gegenteil in den Überschussländern. Preislich würde eine reale Abwertung der Währung in den Defizitländern deren internationale Wettbewerbsfähigkeit erhöhen und die erforderliche Mengenänderung unterstützen. Zu dem gleichen Ergebnis würde eine reale Aufwertung der Währung in den Überschussländern führen. Um diese reale Wechselkursanpassung zu erreichen, ist Flexibilität bei den inländischen Preisen und Löhnen und/oder bei den nominalen Wechselkursen erforderlich.

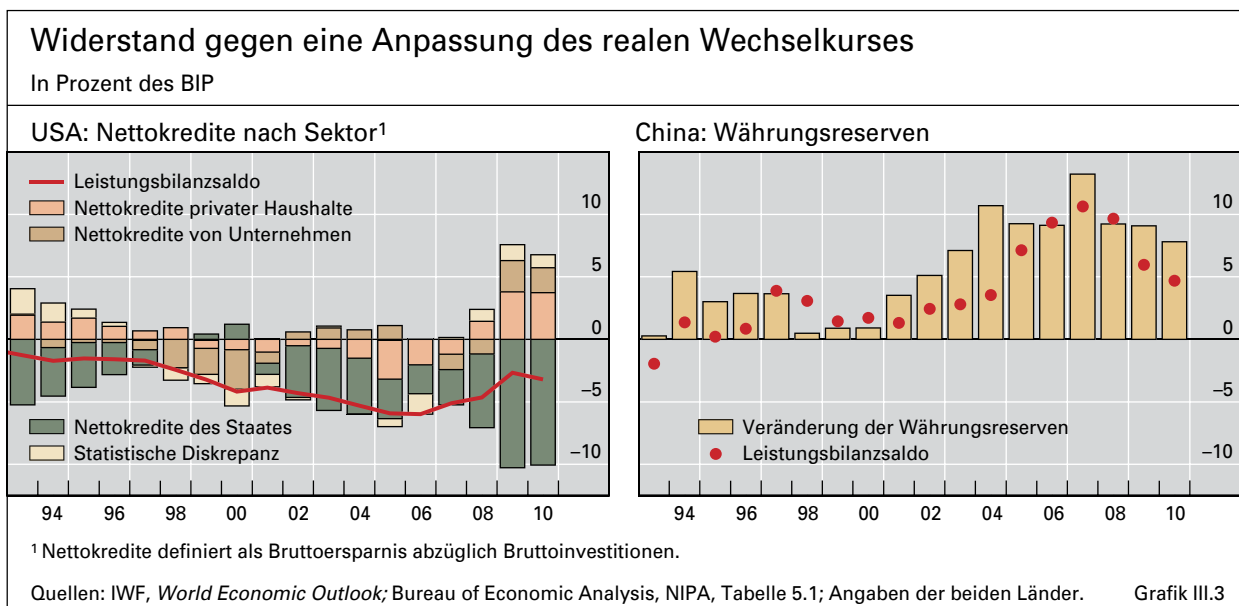
Obwohl die Leistungsbilanzungleichgewichte gegenüber den unmittelbar vor der Krise beobachteten Niveaus etwas zurückgegangen sind (Kasten III.A), erscheint das gegenwärtige Anpassungstempo schleppend. Mit weiteren gezielten Korrekturen in einer nennenswerten Größenordnung ist unter den gegebenen Umständen auch nicht zu rechnen. Die größeren Überschuss- oder Defizitländer werden vermutlich weiterhin keine Anpassungen bei den Preisen und nominalen Wechselkursen vornehmen wollen, wenn sie die Anpassungskosten allein tragen müssten.

Angesichts der hohen Kosten monetärer Instabilität geht es den Defizitländern insbesondere darum zu verhindern, dass ihre Leistungsbilanzposition Deflationsdruck auslöst, während die Überschussländer gegen Inflationsdruck kämpfen. In beiden Fällen steht diese abwehrende Haltung gegen eine Preis- und Wechselkursanpassung mit den jeweiligen innenpolitischen Zielsetzungen im Einklang, nicht zuletzt weil davon ausgegangen wird, dass auch die jeweils andere Seite nicht von ihrem Kurs abgehen wird. Das Ergebnis ist eine Pattsituation.

Die niedrigen Leitzinssätze und die massive fiskalpolitische Stimulierung der Wirtschaft in den USA beispielsweise kompensierten die rasant sinkende Nachfrage der privaten Haushalte und der Unternehmen (Grafik III.3 links). Die Nettokredite der privaten Haushalte, definiert als Differenz zwischen Bruttoersparnis und Bruttoinvestitionen, stiegen von rund -3,2% des BIP im

Anpassung verläuft allerdings langsam ...

... wegen der innenpolitischen Zielsetzungen ...



Kasten III.A: Hinweise auf eine Korrektur der Ungleichgewichte

Eine Korrektur der weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte erfordert eine gegenläufige Entwicklung bei der Ersparnisbildung und der Investitionstätigkeit sowie ergänzend zu dieser Mengenanpassung – über eine entsprechende reale Wechselkurskorrektur – eine relative Preisanpassung. Erste Anzeichen für Anpassungen bei der Ersparnisbildung und der Investitionstätigkeit gibt es bereits. So ist in den USA die private Sparquote seit dem Höhepunkt der Finanzkrise gestiegen. In China ist die Regierung bestrebt, den inländischen Verbrauch anzukurbeln. Zudem dürfte der Reformprozess in chinesischen Großunternehmen dazu führen, dass die hohen Sparquoten der Unternehmen sinken.

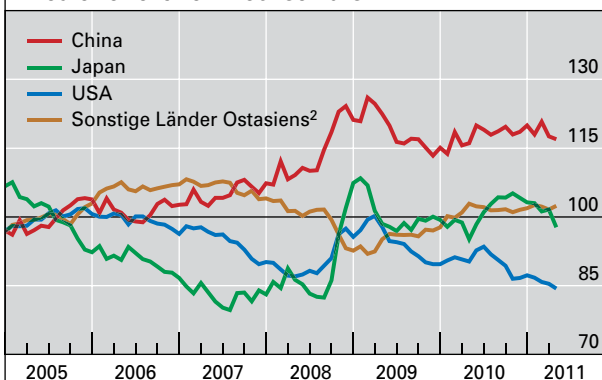
Die relative Preisanpassung über Veränderungen der realen Wechselkurse unterstützt den Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte: In der Währung von Überschussländern gerechnet steigen die Preise in Ländern mit einer negativen Leistungsbilanz nämlich tendenziell langsamer als in Ländern mit einer positiven Leistungsbilanz. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit lässt sich z.B. anhand des realen effektiven Wechselkurses auf der Basis der Lohnstückkosten messen. Beim US-Dollar fiel diese Messgröße von 2004 bis 2009 um rund 10%, was den Abbau des Leistungsbilanzdefizits begünstigen dürfte. Für China sind keine offiziellen Daten zu Lohnstückkosten verfügbar, aber auch hier deutet das zuletzt rasante Lohnwachstum auf einen Anpassungsprozess hin. Ein Grund für das Lohnwachstum dürften die Maßnahmen zur Anhebung der Mindestlöhne sein. Möglicherweise ist jedoch auch der Arbeitskräfteüberschuss in China allmählich erschöpft, was wiederum für die Zukunft noch schnellere Lohnzuwächse erwarten ließe.[Ⓞ]

Die verfügbaren Messgrößen für den realen effektiven Wechselkurs auf Basis des Verbraucherpreisanstiegs lassen ebenfalls auf einen Anpassungsprozess schließen. In den vergangenen fünf Jahren ist der reale effektive Wechselkurs des Renminbi um rund 15% gestiegen (Grafik III.A links). Dagegen ist der Wechselkurs des US-Dollars im selben Zeitraum – trotz einer deutlichen Aufwertung während der Finanzkrise – um etwa 15% gesunken. Die reale Aufwertung des Renminbi in US-Dollar gerechnet lässt sich einerseits mit der vergleichsweise höheren Inflation in China sowie andererseits mit der nominalen Aufwertung des Renminbi gegenüber dem Dollar erklären (Grafik III.A rechts). In dieser Darstellung ist der Grad der Anpassung in China jedoch womöglich unterzeichnet. Die jüngsten Lohnzuwächse dürften sich in höheren Preisen für Dienstleistungen niederschlagen; diese sind im Verbraucherpreisindex, der für die Berechnung des inflationsbasierten realen chinesischen Wechselkurses herangezogen wird, systematisch untergewichtet.

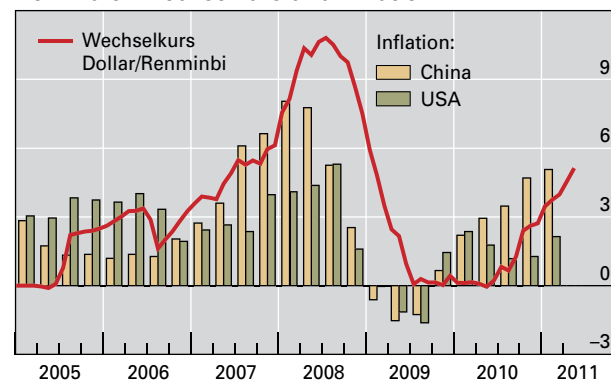
[Ⓞ] Hier lässt sich argumentieren, dass eine höhere Nachfrage nach Arbeitskräften in China bisher nicht zu wesentlich höheren realen Löhnen geführt hat, da die Nachfrage aus dem Arbeitskräfteüberschuss in der Landwirtschaft gedeckt werden konnte. Wenn sich der Arbeitskräfteüberschuss erschöpft, wird ein Anstieg der Nachfrage nach Arbeitskräften zu realen Lohnzuwächsen führen, die die reale Aufwertung des Renminbi beschleunigen dürften.

Reale Wechselkursanpassung

Realer effektiver Wechselkurs¹



Nominaler Wechselkurs und Inflation³



¹ Gemessen an den relativen Verbraucherpreisen; Anstieg = Aufwertung; erweiterter EER-Index („effective exchange rate index“) der BIZ; Durchschnitt 2005 = 100. ² Gewichteter Durchschnitt von Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen, Singapur und Thailand auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. ³ Veränderung des bilateralen Wechselkurses und der Verbraucherpreise gegenüber Vorjahr in Prozent.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; BIZ.

Grafik III.A

Jahr 2005 auf +3,7% im Jahr 2010, während die Nettokredite des Staates im selben Zeitraum von etwa -3,2% auf -10,1% sanken. Eine Zeitlang bestand eine deutliche Deflationsgefahr, der mit den fiskalpolitischen Maßnahmen begegnet werden konnte.

Viele Überschussländer wiederum unternehmen Schritte, um die nominale Aufwertung ihrer Währung zu bremsen. Eine rasche Aufwertung würde das Ende ihrer erfolgreichen exportgestützten Wachstumsstrategie bedeuten und wahrscheinlich auf kurze Sicht zu Produktionseinbußen und einem Verlust an Arbeitsplätzen führen. Dass diese Länder eine rasche Währungsaufwertung nicht hinnehmen wollen, steht also mit ihren innenpolitischen Zielsetzungen im Einklang.

Der Widerstand dieser Länder gegen eine Aufwertung lässt sich an den Währungsreserven ablesen, die sie in den letzten 10 Jahren angehäuft haben (Tabelle III.1). Chinas hohen Leistungsbilanzüberschüssen etwa stehen hohe

... und des Widerstands aufstrebender Volkswirtschaften mit Überschüssen gegen Wechselkursflexibilität

Jährliche Veränderung der Währungsreserven					
	2006	2007	2008	2009	2010
	Mrd. US-Dollar; zu laufenden Wechselkursen gerechnet				
Welt	915,9	1 445,2	654,6	1 131,7	1 102,5
Industrieländer	164,7	177,2	71,6	483,9	320,0
USA	0,8	4,7	7,1	53,1	1,7
Euro-Raum	12,3	18,3	3,4	64,1	17,4
Japan	45,4	73,1	56,6	12,9	39,3
Asien ¹	395,2	694,5	412,0	747,4	653,7
China	247,0	461,8	419,0	466,8	450,0
Chinesisch-Taipeh	12,9	4,2	21,4	56,5	33,8
Hongkong SVR	8,9	19,5	29,8	73,3	12,9
Indien	38,8	96,3	-19,6	17,8	10,1
Indonesien	8,0	13,9	-5,4	14,0	29,3
Korea	28,6	23,3	-61,0	68,8	21,6
Malaysia	12,3	18,9	-9,9	4,3	9,5
Philippinen	4,1	10,2	3,0	5,6	16,6
Singapur	20,1	26,7	11,2	13,6	37,9
Thailand	14,6	19,9	23,4	26,8	32,0
Lateinamerika ²	49,5	126,7	42,9	44,0	81,6
Argentinien	3,7	13,8	0,2	1,2	3,6
Brasilien	31,9	94,3	13,4	44,5	49,7
Chile	2,5	-2,6	6,2	2,2	2,5
Mexiko	2,2	10,8	8,0	4,5	20,7
Venezuela	5,5	-5,2	8,9	-11,4	-8,6
Mittel- und Osteuropa ³	28,2	42,4	5,7	39,3	15,3
Nahe Osten ⁴	27,1	63,9	53,4	7,8	19,7
Russland	119,7	171,2	-55,0	4,9	26,9
<i>Nachrichtlich:</i>					
Nettoölexporteur ⁵	285,3	330,5	145,8	-22,2	106,4

¹ Aufgeführte Länder. ² Aufgeführte Länder sowie Kolumbien und Peru. ³ Bulgarien, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Tschechische Republik, Ungarn. ⁴ Katar, Kuwait, Libyen, Saudi-Arabien. Saudi-Arabien: ohne Anlagen in ausländischen Wertpapieren. ⁵ Algerien, Angola, Kasachstan, Mexiko, Nigeria, Norwegen, Russland, Venezuela, Nahe Osten.

Quellen: IWF; Datastream; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.1

Währungsreserven gegenüber (Grafik III.3 rechts), wobei die seit 1994 aufgebauten Währungsreserven – inzwischen \$ 2,4 Bio. – sogar um rund 30% über dem kumulierten Leistungsbilanzüberschuss liegen. Entsprechend fiel der Anstieg des nominalen Wechselkurses geringer aus, als es ohne Währungsreservenaufbau der Fall gewesen wäre.

Der Aufbau von Währungsreserven erschwert die Geldpolitik. Ohne Gegenmaßnahmen hätte eine Zunahme der Reserven einen Abwärtsdruck auf die Zinsen zur Folge. Mit Blick auf die Währungsstabilität und um dem Inflationsdruck aufgrund der Devisenmarktinterventionen zu begegnen, sterilisiert China die Auswirkungen seines massiven Aufbaus von Währungsreserven. Aus dem gleichen Grund hat es Schritt für Schritt die Mindestreservesätze erhöht und die Leitzinsen angehoben.

Alles in allem haben die Maßnahmen der USA, Chinas und anderer Länder zur Aufrechterhaltung der Währungsstabilität und zur Begrenzung der nominalen Wechselkursbewegungen die reale Wechselkursanpassung verzögert.

Problematisch – und dies gilt sowohl für Länder mit einer positiven als auch für jene mit einer negativen Leistungsbilanz – ist, dass der Kurs der jeweils anderen Seite eine einseitige Anpassung erschwert. So steigt mit dem hohen Leistungsbilanzüberschuss Chinas in den USA der Anreiz, nachfragestimulierende Maßnahmen zu ergreifen. Diese Konjunkturmaßnahmen und, allgemeiner gesprochen, der Nachfrageüberhang in den USA erhöhen aber wiederum den Umfang und die Kosten der Wechselkursanpassungen, die in China zur Reduktion des Leistungsbilanzüberschusses erforderlich sind. Sowohl die Überschuss- als auch die Defizitländer streben womöglich eine Anpassung an, aber für kein Land wäre eine einseitige Anpassung optimal. Dem Land, das Anpassungen vornimmt, erwachsen überproportional hohe Kosten, die stärker zu wiegen scheinen als die binnenwirtschaftlichen Vorteile in Form einer größeren Finanzstabilität und niedrigeren Inflation (im Falle einer aufstrebenden Volkswirtschaft mit einem Leistungsbilanzüberschuss) bzw. einer tragfähigeren Leistungsbilanzposition (im Falle einer fortgeschrittenen Volkswirtschaft mit einem Leistungsbilanzdefizit). Die Anpassung hat jedoch auch einen positiven externen Effekt für alle anderen Länder, weil die globale gesamtwirtschaftliche Stabilität erhöht wird.

Koordiniertes Vorgehen gefragt

Mit entsprechender internationaler Koordination ließe sich diese Pattsituation überwinden. Angesichts der hohen Kosten monetärer Instabilität müsste eine Anpassung hauptsächlich über flexiblere nominale Wechselkurse erfolgen, wobei im Falle Chinas und der USA vermutlich die Hauptlast dieser Anpassung von China zu tragen wäre. Die USA könnten jedoch einen Teil der Last übernehmen, indem sie ihre Fiskal- und Geldpolitik restriktiver ausrichten und damit die inländische Nachfrage senken würden. Eine straffere Wirtschaftspolitik in Defizitländern könnte auch Befürchtungen zerstreuen, dass die in den Überschussländern angehäuften Währungsreserven durch Inflation entwertet würden.

Für ein koordiniertes Vorgehen müssten in Überschuss- wie in Defizitländern die entsprechenden Rahmenbedingungen gegeben sein. In den

Widerstand der einen macht einseitige Anpassung der anderen kostspieliger

Koordiniertes Vorgehen zur Überwindung der gegenwärtigen Pattsituation erforderlich

Defizitländern braucht es vor allem eine wirtschaftliche Erholung, die genügend stark ist, um eine straffere Wirtschaftspolitik zu erlauben. In Überschussländern würde eine Verbesserung der Finanzmarktinfrastruktur – etwa durch die Entwicklung eines Marktes für Währungsderivate – die realen Kosten eines flexibleren nominalen Wechselkurses verringern.

Ein koordiniertes Vorgehen würde überdies das Problem beheben, dass dasjenige Überschussland, das den ersten Schritt tut, Wettbewerbsnachteile erfährt. Die Exporteure in einem Überschussland, das einseitig eine nominale Währungsaufwertung zulässt, sind gegenüber den Exporteuren in anderen Überschussländern, die ihren Wechselkurs nicht gleichzeitig anpassen, benachteiligt. Mit einem koordinierten Vorgehen der Überschussländer, vor allem im aufstrebenden Asien, könnte diese Hürde überwunden werden.

Koordination unter Überschussländern würde zu flexibleren Wechselkursen führen

Neben konzertierten Aktionen könnten strukturelle Maßnahmen in Überschuss- wie auch in Defizitländern die globale Korrektur von Leistungsbilanzungleichgewichten ebenfalls voranbringen. Zum Beispiel belohnt das gegenwärtige Steuersystem in den USA Kreditnehmer und bestraft Sparer. Eine entsprechende Reform könnte dazu beitragen, die Weltwirtschaft wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Umgekehrt würde der Ausbau tragfähiger Sozialversicherungssysteme in China – einschließlich Kranken- und Rentenversicherung – die Notwendigkeit der privaten Vorsorge verringern und den Verbrauch ankurbeln.

Ungeachtet dessen lässt die Tragweite des Problems vermuten, dass die Pattsituation und die wachsenden Ungleichgewichte ohne koordiniertes Vorgehen noch viele Jahre lang andauern könnten. Die Überschussländer können sich so lange gegen eine nominale Währungsaufwertung stemmen, als sie gewillt sind, Währungsreserven aufzubauen – und die entsprechenden Kosten zu tragen. Grundsätzlich sind es also die Defizitländer, die letztlich gezwungen sein werden, Anpassungen vorzunehmen. Je länger die Pattsituation anhält, desto größere Anpassungen werden schließlich erforderlich sein und desto größer ist auch das Risiko, dass sie unkontrolliert verlaufen.¹

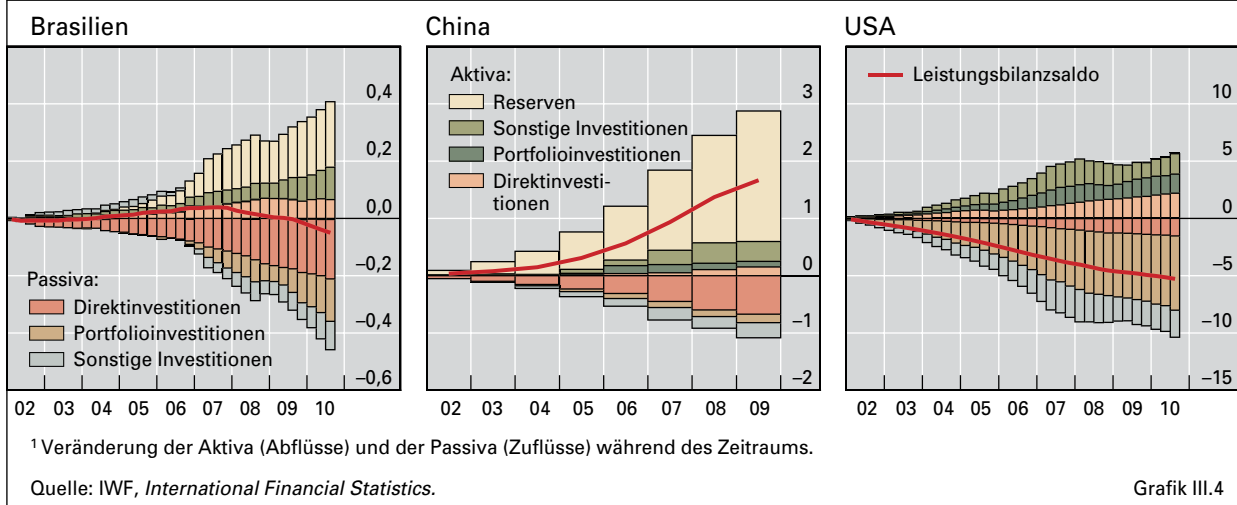
Bruttokapitalströme und finanzwirtschaftliche Ungleichgewichte

Die Finanzkrise hat gezeigt, dass die globalen Risiken aus Bruttokapitalströmen ebenso bedeutend sind wie die von hohen Leistungsbilanzungleichgewichten ausgehenden Risiken. Kapitalströme führen zum Aufbau umfangreicher Positionen in den international verflochtenen Bilanzen von Finanzinstituten, Unternehmen und privaten Haushalten. Qualitative Unterschiede zwischen diesen Zu- und Abflüssen führen letztlich zum Aufbau aktiv- und passivseitiger Inkongruenzen, z.B. in Form von Währungs- oder Fristeninkongruenzen, und damit womöglich zu finanzwirtschaftlichen Ungleichgewichten. Für ein

¹ Gegenüber anderen Defizitländern lastet auf den USA ein vergleichsweise geringerer Druck zur Korrektur. Da der Dollar die wichtigste Reservewährung der Welt ist, könnten die USA auch langfristig ein kleines Leistungsbilanzdefizit aufrechterhalten, weil eine gewisse Auslandsnachfrage nach in Dollar denominierten Vermögenswerten wohl als gegeben zu betrachten ist. Allerdings liegt das derzeitige US-Defizit sicherlich über dieser Größe, sodass eine Korrektur letztlich unvermeidlich scheint.

Bruttokapitalströme ausgewählter Länder

Kumulierte Kapitalströme seit Ende 2001¹ in Bio. US-Dollar



weltweit nachhaltiges Wirtschaftswachstum und ein stabiles globales Finanzsystem ist es wichtig, die Risiken im Zusammenhang mit diesen Inkongruenzen zu verstehen und zu begrenzen.

Hohe Bruttozuflüsse und -abflüsse sind nicht unbedingt mit entsprechenden Nettoströmen verbunden ...

Die Differenz zwischen den Bruttozuflüssen und -abflüssen eines Landes entspricht seinem Leistungsbilanzsaldo: Überwiegen die Zuflüsse, ist die Leistungsbilanz negativ; überwiegen die Abflüsse, ist die Leistungsbilanz positiv.² Für sich betrachtet, muss die Höhe der Bruttozuflüsse und -abflüsse aber in keinem besonderen Zusammenhang zur Höhe des Leistungsbilanzsaldos stehen. Die Anleger diversifizieren ihr Investitionsportfolio international aufgrund der erwarteten Anlagerenditen und -risiken, und nicht entsprechend der Spar- und Investitionsbilanz einzelner Länder. Transaktionen von Pensionsfonds, die international diversifizierte Portfolios verwalten, führen zu hohen Abflüssen sowohl aus Überschuss- als auch aus Defizitländern. Auch Großunternehmen investieren bei Produktionserweiterungen im Ausland in der Regel, ohne auf die Leistungsbilanz ihres Herkunftslandes zu achten.

... und kumulieren sich in international verflochtenen Bilanzen ...

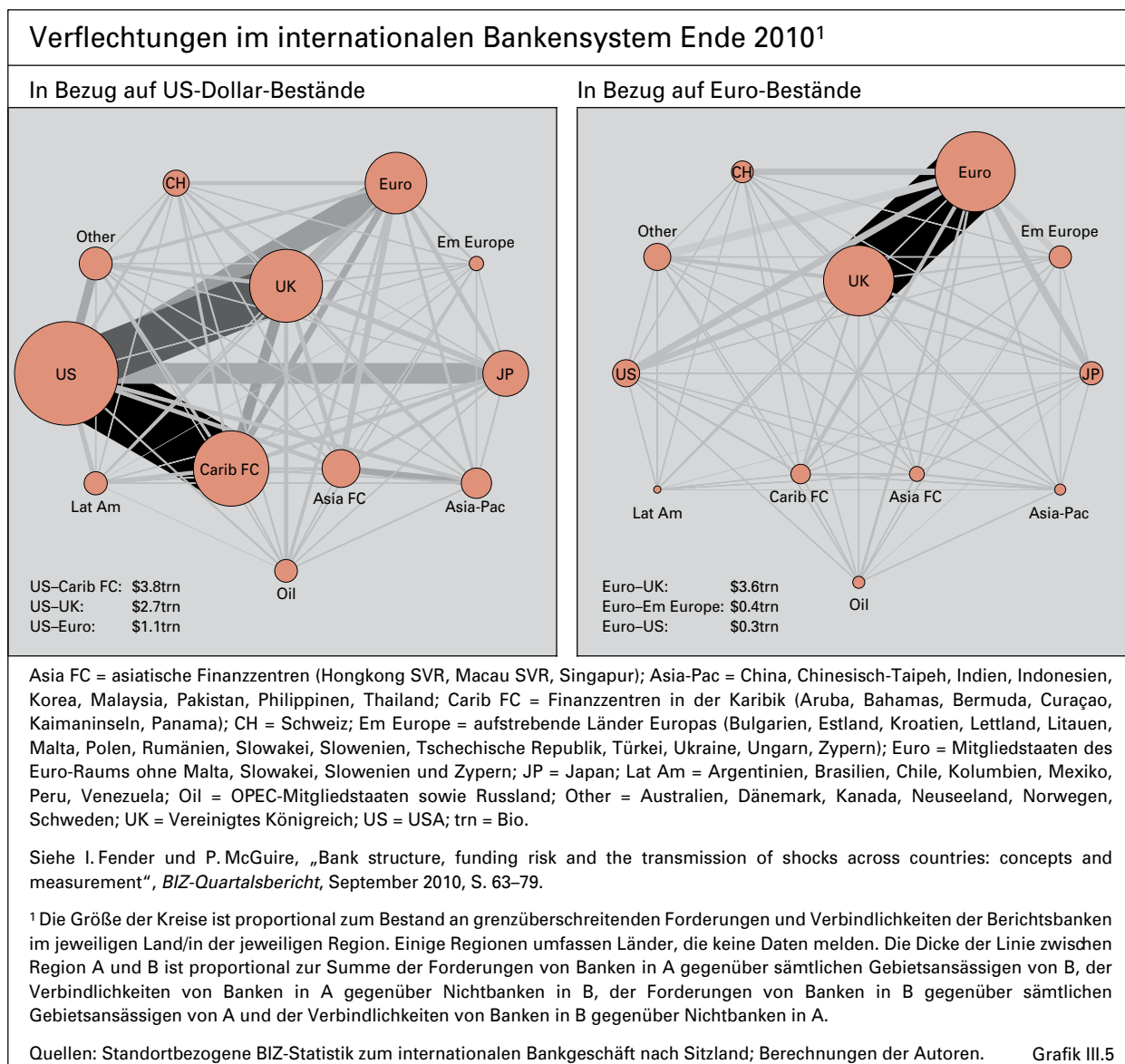
Brasilien beispielsweise verzeichnet trotz eines geringen Leistungsbilanzsaldos hohe Bruttozuflüsse und -abflüsse (Grafik III.4 links). Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen können hohe Kapitalzuflüsse aufweisen. In China (Grafik III.4 Mitte) beliefen sich die Bruttozuflüsse von 2002 bis 2009 auf über \$ 1 Bio., trotz eines kumulierten Leistungsbilanzüberschusses von \$ 1,7 Bio. Umgekehrt kann Kapital in großem Rahmen aus Defizitländern abfließen – wie im Fall der USA (Grafik III.4 rechts). Die USA kamen in den vergangenen acht Jahren auf ein kumuliertes Leistungsbilanzdefizit von über \$ 5 Bio., aber die Bruttoabflüsse aus den USA waren – finanziert durch Zuflüsse in einer Größenordnung von rund \$ 10 Bio. – noch höher.

² Die Bruttokapitalströme sind bereits konsolidierte Messgrößen. Bruttozuflüsse entsprechen dem Erwerb inländischer Vermögenswerte durch Gebietsfremde abzüglich der jeweiligen Verkäufe. Analog dazu entsprechen Bruttoabflüsse dem Nettoerwerb ausländischer Vermögenswerte durch Gebietsansässige. In beiden Fällen sind die Bruttoströme negativ, wenn die Verkäufe die Käufe übersteigen.

Außerdem sind die Bilanzen, die sich aus den Bruttokapitalströmen ergeben, auf komplexe Weise miteinander verbunden. Anhand der Bankgeschäftsstatistik der BIZ lässt sich jener Teil dieser bilateralen Verflechtungen nachverfolgen, bei dem zumindest eine der an der Transaktion beteiligten Parteien eine BIZ-Berichtsbank ist. Die in Grafik III.5 dargestellten Kreise stehen jeweils für ein Land bzw. eine Region und sind größtmäßig proportional zum Umfang der grenzüberschreitenden Forderungen und Verbindlichkeiten, die die Banken im jeweiligen Land oder in der jeweiligen Region verbucht haben. Die Dicke der Linien zwischen den Kreisen ist proportional zur Größenordnung der jeweiligen finanziellen Forderungen bzw. finanziellen Verflechtungen. Die Kreise und Verbindungen beziehen sich auf Bestände in US-Dollar (linkes Feld) bzw. auf Bestände in Euro (rechtes Feld).

... wodurch komplexe gegenseitige Abhängigkeiten entstehen

In einigen Fällen korrelieren die finanziellen Verflechtungen eng mit der Leistungsbilanz, beispielsweise beim Kapitalverkehr zwischen dem Euro-Raum und den aufstrebenden Ländern Europas. Hingegen besteht bei den umfangreichen Verbindungen zwischen den USA und dem Vereinigten



Königreich (\$ 2,7 Bio. an Dollar-Beständen, Grafik III.5 links) sowie zwischen dem Vereinigten Königreich und dem Euro-Raum (\$ 3,6 Bio. an Euro-Beständen, Grafik III.5 rechts) nur ein geringer Zusammenhang mit der jeweiligen Leistungsbilanz.

Risiken

Ähnliche Risikofaktoren bei Brutto- und Nettoströmen: abruptes Versiegen und nicht nachhaltige Bewältigung

Bruttokapitalströme schaffen Risiken, die denjenigen von Nettoströmen sehr ähnlich sind. Hohe Bruttozuflüsse können plötzlich versiegen bzw. es kann sogar dazu kommen, dass auf einmal Mittel abfließen, was eine Krise auslösen kann. Schwache oder kaum regulierte Finanzsektoren könnten mit den Bruttokapitalströmen auch überfordert sein – schließlich hat der Finanzsektor Brutto- und nicht Nettoströme zu bewältigen.

Weiterer Risikofaktor: hohe Inkongruenzen in internationalen Bilanzen

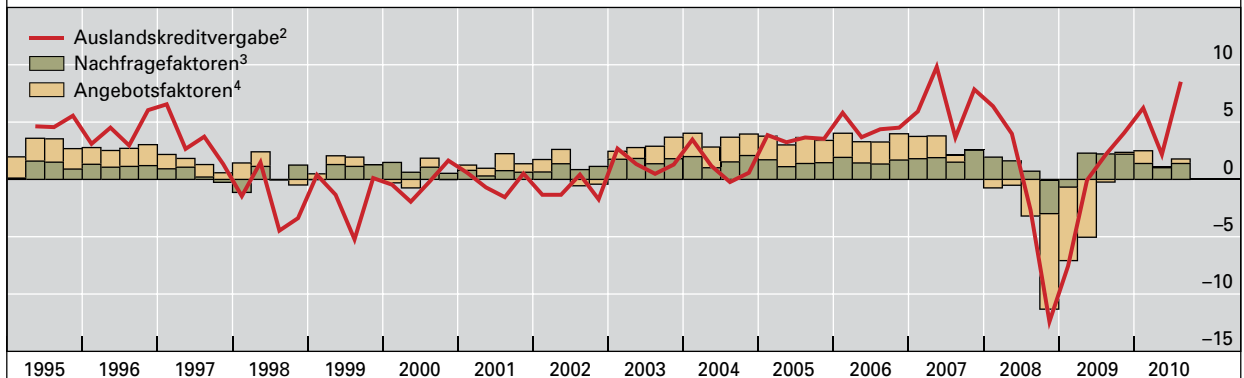
Am wichtigsten aber ist, dass die hohen Bilanzpositionen aufgrund von Bruttokapitalströmen einen Risikofaktor darstellen, weil die Aktiva (die kumulierten Abflüsse) und die Passiva (die kumulierten Zuflüsse) nicht austauschbar sind. So lassen sich mit den Auslandsaktiva einzelner Gebietsansässiger eines Landes (z.B. von Pensionsfonds) in der Regel nicht die Auslandsschulden anderer Gebietsansässiger (z.B. von Bauträgern) tilgen. Auch die aktiv- und passivseitigen Fremdwährungs-, Liquiditäts- und Kreditrisiken dürften beträchtlich variieren; so hat das Aktienportfolio des Pensionsfonds im genannten Beispiel ganz andere Risikomerkmale als das Bauträgerdarlehen.

Natürlich dürfen die Risiken der Bruttokapitalströme (Transaktionen zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden) nicht isoliert gesehen werden, sondern müssen im größeren Zusammenhang der inländischen Bilanzen (Transaktionen zwischen Gebietsansässigen) betrachtet werden. So können die internationalen Kapitalströme die Inlandskreditvergabe ankurbeln, da sie neben den inländischen Finanzierungsquellen eine zusätzliche Finanzierungsalternative darstellen. In Zeiten eines Kreditbooms wächst die internationale Komponente der Kreditvergabe häufig tatsächlich schneller als die Inlandskomponente (Kasten III.B).

Eine Aufschlüsselung der Bruttokapitalströme nach Hauptkategorie – Währungsreserven, Portfolioinvestitionen und ausländischen Direktinvestitionen – macht die im Beispiel beschriebenen aktiv- und passivseitigen Unterschiede deutlich. Die Inkongruenzen in den nationalen Bilanzen sind sogar auf dieser hohen Aggregatsebene augenfällig (Grafik III.4). In Brasilien zum Beispiel übersteigen die Zuflüsse aus Direktinvestitionen die Abflüsse bei Weitem. Für den Ausgleich der Leistungsbilanz des Landes sorgen der Aufbau von Währungsreserven sowie ein kleinerer Betrag sonstiger Investitionen. In China fließt Kapital vor allem in Form von Währungsreserven ab und in Form ausländischer Direktinvestitionen zu. In den USA liegen die Direktinvestitionsabflüsse geringfügig über den Direktinvestitionszuflüssen. Hohe Portfoliozuflüsse, insbesondere aufgrund des Währungsreservenaufbaus in anderen Ländern, finanzieren das Leistungsbilanzdefizit des Landes und sorgen außerdem für eine zinsgünstige Finanzierung von Käufen höher rentierender ausländischer Aktiva. Auf der Ebene der einzelnen Wirtschaftsakteure klaffen die Werte sogar noch stärker auseinander als in Bezug auf die aggregierten Größen.

Angebots- und Nachfragefaktoren bei der grenzüberschreitenden Kreditvergabe an ausgewählte aufstrebende Volkswirtschaften¹

Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent



Nähere Angaben s. E.Takáts, „Was ist credit supply? Cross-border bank lending to emerging market economies during the financial crisis“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni 2010, S. 49–56.

¹ Geschätzt für die Länder der Stichprobe: Argentinien, Brasilien, Chile, China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Israel, Korea, Malaysia, Mexiko, Peru, Philippinen, Polen, Russland, Singapur, Südafrika, Thailand, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. ² Logarithmische Quartalswachstumsrate der grenzüberschreitenden Bruttoforderungen der BIZ-Berichtsbanken gegenüber jedem Land; tatsächliche Daten; Prozent. ³ Logarithmische Quartalswachstumsrate des saisonbereinigten nominalen BIP in US-Dollar, multipliziert mit dem dazugehörigen Koeffizienten der Panel-Schätzung zuzüglich eines bestimmten Anteils an konstanten und länderspezifischen Effekten. ⁴ Volatilität des S&P-Index für Finanzwerte multipliziert mit dem Panel-Koeffizienten zuzüglich eines bestimmten Anteils an konstanten und länderspezifischen Effekten.

Quellen: Datastream; Schätzungen der Autoren.

Grafik III.6

Aufgrund der umfangreichen finanziellen Verflechtungen zwischen den Bilanzen in aller Welt können sich Schocks rasch und auf unerwartete Weise ausbreiten, wobei oft schwer abschätzbar ist, wohin. Beispielsweise sahen sich international tätige Banken während der Finanzkrise infolge der schwerwiegenden Marktstörungen in ihren Kreditvergabemöglichkeiten eingeschränkt. Dies führte nicht zuletzt dazu, dass die grenzüberschreitende Kreditvergabe der Banken an diverse aufstrebende Volkswirtschaften weit stärker einbrach, als allein aufgrund der Nachfragefaktoren zu erwarten gewesen wäre (Grafik III.6). Während der Krise kam auch überraschend zutage, dass einige kontinentaleuropäische Banken hohe Positionen am US-Subprime-Markt hielten, die ihre Liquidität und Solvenz bedrohten. Besonders groß waren die Herausforderungen aufgrund dieser Engagements dort, wo die Bilanzpositionen auch mit Blick auf inländische Anlagen weitgehend fremdfinanziert waren. So bestand kaum Spielraum, um Verluste bei ausländischen Positionen aufzufangen.

Finanzielle Verflechtungen können Schocks rasch übertragen

Begrenzung finanzieller Risiken

Die Finanzkrise hat gezeigt, dass es äußerst kostspielig sein kann, finanzwirtschaftliche Ungleichgewichte nicht gebührend zu beachten. Ohne ausreichende Regulierung, d.h. ohne eine entsprechende Anreizpolitik, ist der Finanzsektor und letztlich die Wirtschaft als Ganzes über umfangreiche Bilanzverflechtungen und -inkongruenzen beträchtlichen Risiken ausgesetzt.

Eine solide Wirtschaftspolitik, die Währungsstabilität und eine tragfähige Fiskalpolitik gewährleistet, ist das erste und beste Mittel gegen die Risiken, die von finanzwirtschaftlichen Ungleichgewichten ausgehen (Näheres dazu in

In erster Linie: solide Wirtschaftspolitik, einschl. Währungsstabilität

Kasten III.B: Globale Liquiditätsversorgung

Das niedrige Zinsniveau in Ländern mit wichtigen internationalen Währungen hat weltweit Bedenken über die Kreditkonditionen – einen der Bestimmungsfaktoren der globalen Liquiditätsversorgung – aufkommen lassen. In diesem Kasten werden internationale Aspekte des Kreditwachstums beleuchtet, und zwar auf Basis der internationalen Finanzstatistiken der BIZ über die Entwicklung der grenzüberschreitenden Kreditvergabe.

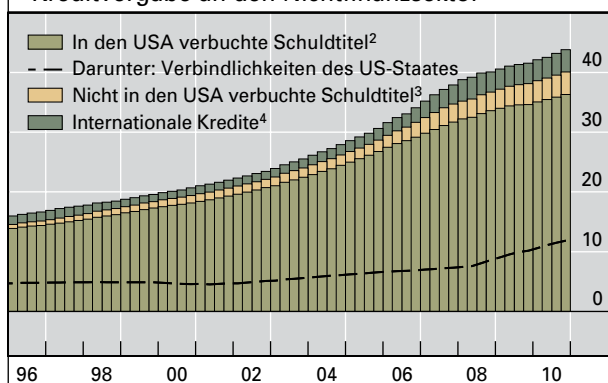
Kreditaggregate und ihre globale Dimension

Einige Währungen werden auch außerhalb ihres jeweiligen Landes in großem Umfang genutzt. Damit nimmt die Geldpolitik dieser Länder direkten Einfluss auf die geldpolitischen und finanzwirtschaftlichen Rahmenbedingungen der übrigen Welt. Besonders groß und steigend ist etwa die Auslandsnachfrage nach dem US-Dollar. Mitte 2010 machten Dollarkredite an Schuldner außerhalb der USA (Grafik III.B.1 links, „Nicht in den USA verbuchte Schuldtitel“ und „Internationale Kredite“) bereits 17% aller Dollarkredite an den Nichtfinanzsektor weltweit aus, nach 12% im Jahr 2000. Rechnet man den öffentlichen Sektor der USA („Verbindlichkeiten des US-Staates“) heraus, liegt dieser Anteil sogar bei 23% (nach 15% im Jahr 2000).

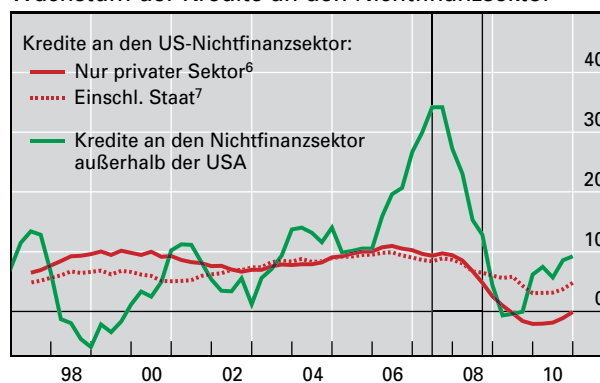
Die Dollarkredite an Schuldner mit Sitz außerhalb der USA sind dabei tendenziell viel stärker gestiegen als die Kredite an Schuldner mit Sitz in den USA, wobei sich dieser Trend nach der Krise noch deutlich verstärkt hat (Grafik III.B.1 rechts). Von 2000 bis 2007 wuchsen die Dollarkredite an private Haushalte und Nichtfinanzunternehmen in den USA um rund 9% pro Jahr und beliefen sich vor Ausbruch der Krise auf \$ 23 Bio. bzw. 166% des BIP. Im selben Zeitraum war der Zuwachs der Dollarkredite an Schuldner außerhalb der USA stärker; er erreichte Mitte 2007 mit \$ 5,8 Bio. bzw. 15% des weltweiten BIP ein Rekordjahreswachstum von 30%. Nach der Krise sanken die Kredite an Schuldner des privaten Sektors der USA vom dritten Quartal 2008 bis zum vierten Quartal 2010 um \$ 580 Mrd., während die Kredite an Schuldner außerhalb der USA nach einem kurzen Einbruch letztlich um \$ 749 Mrd. stiegen. Besonders starke Zuwächse gab es in Ländern wie China, in denen auch die Kreditvergabe in der eigenen Währung boomte.

Globale Liquidität in US-Dollar

Kreditvergabe an den Nichtfinanzsektor¹



Wachstum der Kredite an den Nichtfinanzsektor⁵



¹ Bio. US-Dollar. ² Schulden des Nichtfinanzsektors der USA, bestehend aus Schuldtiteln, Hypothekendarlehen, Bankkrediten, Commercial Paper, Verbraucherkrediten, staatlichen Krediten und sonstigen Krediten und Darlehen; ausgenommen sind Handelskredite, Darlehen für Wertpapierhaltekosten und Mittel aus der Aufnahme von Eigenkapital. ³ Ausstehende US-Dollar-Schuldtitel von Emittenten außerhalb der USA. ⁴ Grenzüberschreitende und inländische US-Dollar-Kredite an Nichtbanken außerhalb der USA. China: Daten für inländische US-Dollar-Kredite abgeleitet aus nationalen Angaben über die gesamte inländische Kreditvergabe in Fremdwährung; dabei wird angenommen, dass 80% dieser Kredite auf US-Dollar lauten. Übrige nicht an die BIZ berichtende Länder: Als Näherungswert für die inländischen US-Dollar-Kredite an Nichtbanken werden die grenzüberschreitenden US-Dollar-Kredite sämtlicher BIZ-Berichtsbanken an Banken des betreffenden Landes verwendet. ⁵ Wachstum gegenüber Vorjahr in Prozent. Vertikale Linie = Stand am Ende des 2. Quartals 2007 bzw. am Ende des 3. Quartals 2008. ⁶ Gesamtkreditvergabe an den Nichtfinanzsektor der USA abzüglich Krediten an den US-Staat. ⁷ Gesamtkreditvergabe an den Nichtfinanzsektor der USA.

Quellen: People's Bank of China; Board of Governors des Federal Reserve System; BIZ-Statistik über den Absatz internationaler Schuldtitel und standortbezogene BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft nach Sitzland. Grafik III.B.1

Die internationale Komponente nationaler Kreditbooms

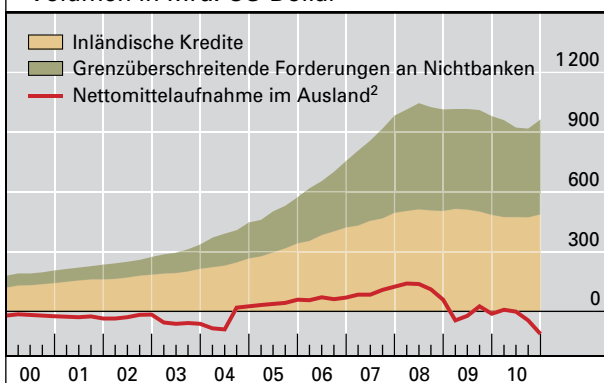
Boomt die Inlandskreditvergabe, so übersteigt die Zunahme der Kredite an den privaten Sektor in der Regel das Geldmengenwachstum. Besonders hoch ist dann üblicherweise auch die Kreditaufnahme über bankfremde Kanäle, wie die Erfahrung mit dem Schattenbankensystem in den USA zeigt. Zudem werden internationale Finanzierungsquellen wie die grenzüberschreitende (oder Offshore-)Direktkreditvergabe an Nichtbanken und die internationale Komponente der Kreditvergabe gebietsansässiger Banken wichtiger. Entsprechend wachsen diese beiden internationalen Komponenten in Boomphasen tendenziell stärker als die Kreditvergabe durch die inländischen Banken.

Irland ist nur ein Beispiel für diese Gesetzmäßigkeit. Grenzüberschreitende Forderungen an irische Nichtbanken wuchsen in den drei Jahren vor der Krise (2005–07) um rund 40% jährlich und lagen damit ganze 10 Prozentpunkte über der Wachstumsrate der inländischen Kredite (Grafik III.B.2 rechts). Zur Finanzierung der Inlandskreditvergabe griffen die Banken in Irland per saldo auf grenzüberschreitende Mittel zurück (Grafik III.B.2 links), weil die inländischen Bankkredite in diesem Zeitraum stärker zulegten als die inländischen (Nichtbank-)Einlagen. Zusammen machten die grenzüberschreitenden Forderungen an Nichtbanken und die Nettomittel, die Banken in Irland grenzüberschreitend aufnahmen, im Jahr 2008 mehr als die Hälfte der gesamten Bankkreditvergabe an irische Nichtbanken aus.

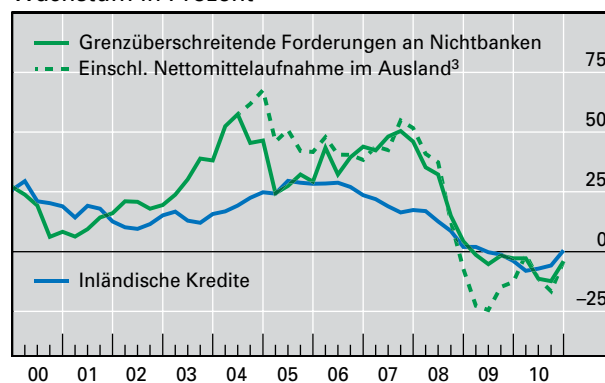
Verglichen mit der internationalen Komponente der Kreditvergabe gebietsansässiger Banken stellt die grenzüberschreitende Direktkreditvergabe an Nichtbanken die Behörden vor besondere Herausforderungen. Erstens lassen sich mit derartigen Direktkrediten Maßnahmen zur Kreditbeschränkung umgehen – etwa höhere Mindestreserveanforderungen, Aufsichtsvorschriften und makroprudenzielle Instrumente (z.B. niedrigere Beleihungsquoten) sowie quantitative Kreditbeschränkungen. Nicht zuletzt deswegen sieht das antizyklische Kapitalpolster von Basel III einen expliziten Koordinationsmechanismus zwischen den Aufsichtsinstanzen des Herkunfts- und des Aufnahmelandes vor: Durch Gegenseitigkeitsvereinbarungen soll ein Umgehen solcher Bestimmungen verhindert werden. Zweitens ist die grenzüberschreitende Direktkreditvergabe schwieriger zu verfolgen als die inländische Kreditvergabe. Zum einen sind die grenzüberschreitenden Direktkredite in der Geldmengenstatistik – der Hauptdatenquelle für das Kreditwachstum – nicht enthalten, und zum anderen sind Rohdaten wie die Zahlungsbilanzstatistik diesbezüglich in der Regel vergleichsweise weniger zuverlässig.

Bankkredite an Nichtbanken in Irland

Volumen in Mrd. US-Dollar¹



Wachstum in Prozent



¹ Zu konstanten Wechselkursen von Ende 2010 gerechnet. ² Grenzüberschreitende Nettomittelaufnahme (Verbindlichkeiten abzüglich Forderungen) von in Irland ansässigen Banken in sämtlichen Sektoren. ³ D.h. grenzüberschreitende Nettomittelaufnahme (sofern positiv) von in Irland ansässigen Banken (linkes Feld), unter der Annahme, dass diese grenzüberschreitenden Kredite letztlich an irische Nichtbanken weitergegeben werden.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; standortbezogene BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft nach Sitzland.

Grafik III.B.2

Kapitel IV über die Herausforderungen für die Geldpolitik). Sollten die Märkte nämlich zu der Ansicht gelangen, dass die Inflation nicht mehr fest verankert ist oder dass die Regierung nicht genug unternimmt, um einen Staatsbankrott zu vermeiden, könnten die Anleger einen Abbau von Fremdkapital erzwingen. Dieser Fremdkapitalabbau könnte dazu führen, dass die Inkongruenzen bei

den Bilanzpositionen einen drastischen Einbruch der inländischen Wirtschaftstätigkeit und ein Übergreifen auf andere Länder auslösen. Auch die Geldpolitik ist hier von Bedeutung, indem sie über ihre Rolle als Hüterin der Preisstabilität hinauswächst und Gegensteuer gibt, um einen übermäßigen Anstieg der Vermögenspreise und des Kreditvolumens zu bremsen.

In zweiter Linie:
verbesserte
Finanzregulierung ...

Eine verbesserte Finanzmarktregulierung würde eine solide Wirtschaftspolitik ergänzen und dazu beitragen, dass Krisen von vornherein vermieden werden oder zumindest deren schädliche Auswirkungen begrenzt bleiben (Kapitel V). Eine Anpassung der Eigenkapitalanforderungen entsprechend den Risiken der jeweiligen Bilanzpositionen würde das Finanzsystem stärken. Eine solche Anpassung würde zudem den Anreiz verringern, inkongruente Positionen überhaupt in großem Umfang einzugehen. Die gegenwärtigen Aufsichtsreformen von Basel III sind ein wichtiger Schritt in diese Richtung.

... insbesondere
Einsatz makro-
prudenzieller
Instrumente

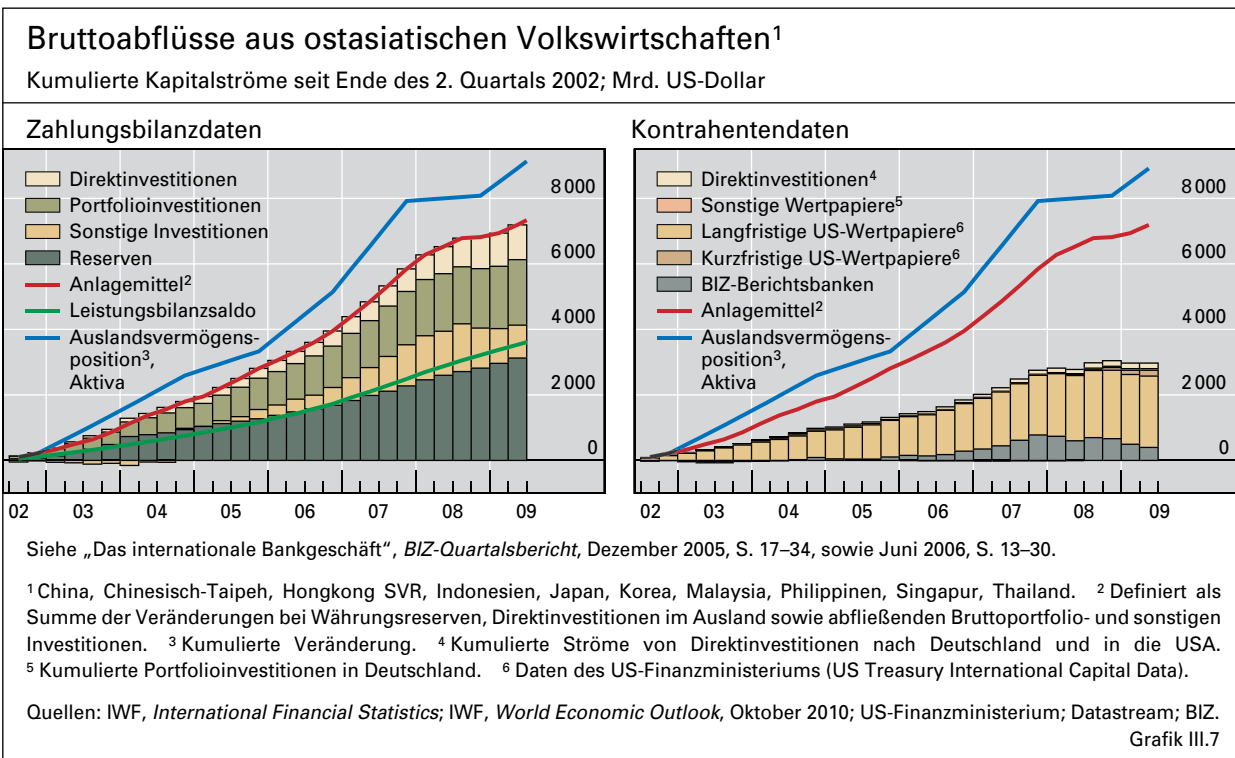
Vor allem makroprudenzielle Instrumente sind wichtig, um den Aufbau hoher inkongruenter Bilanzpositionen zu begrenzen. Einige aufstrebende Volkswirtschaften haben in jüngerer Zeit viel Erfahrung mit makroprudenziellen Instrumenten gesammelt. In Mittel- und Osteuropa wurden schon vor der Finanzkrise Beleihungs- bzw. Schuldendienstquoten eingesetzt. Verschiedene aufstrebende Länder Lateinamerikas haben Erfahrungen mit dynamischen Verlustrückstellungen nach dem Vorbild Spaniens gemacht. Einige aufstrebende Volkswirtschaften Asiens schließlich haben verschiedene makroprudenzielle Maßnahmen ergriffen, um ihr inländisches Bankensystem vor überhitzten Immobilienmärkten zu schützen und das Kreditwachstum einzudämmen. Solche Instrumente können die Bilanzen der Banken absichern und den Schaden begrenzen, den ein finanzieller Schock der Gesamtwirtschaft zufügen kann.

Kapitalverkehrskontrollen nur unter
außerordentlichen
Umständen

Kapitalverkehrskontrollen sind unter außerordentlichen Umständen das letzte Mittel zum Schutz gegen finanzwirtschaftliche Ungleichgewichte. Sie können als Überbrückungsmaßnahme eingesetzt werden, um Kapitalzuflüsse auf kurze Sicht zu bremsen. Längerfristig aber verändern die meisten Kapitalverkehrskontrollen erfahrungsgemäß eher die Zusammensetzung der Bruttoströme als deren Umfang. Allerdings liegen noch nicht genügend Erfahrungswerte vor, um festzustellen, ob dieser Struktureffekt hilft, das Inkongruenzrisiko in den Bilanzen zu verringern. Kapitalverkehrskontrollen wirken zudem nur auf die grenzüberschreitenden Kapitalströme (Transaktionen zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden) und nicht auf die inländischen Transaktionen und die monetären Bedingungen, die häufig viel stärker zum Aufbau finanzwirtschaftlicher Ungleichgewichte beitragen.

Das gravierendste Problem von Kapitalverkehrskontrollen ist, dass sie die Kapitalallokation auf längere Sicht verzerren und die langfristigen Wachstumsaussichten beeinträchtigen können. Auf kurze Sicht können sie zu einer Kettenreaktion führen: Die Kapitalverkehrskontrollen in einem Land lenken die Kapitalströme in ein anderes Land, das aufgrund des wachsenden Drucks ebenfalls Kapitalverkehrskontrollen einführt usw. Ein international koordiniertes Vorgehen dürfte notwendig sein, um einen übermäßigen Einsatz von Kapitalverkehrskontrollen als Reaktion auf solche externen Effekte zu vermeiden.

Das Datenangebot zu den Bruttokapitalströmen und den Bilanzpositionen muss verbessert werden, um mehr als nur rudimentäre Risikoanalysen zu



ermöglichen (Kapitel VI). Betrachtet man die Vermögensbildung in den ostasiatischen Volkswirtschaften (Grafik III.7), so ergibt sich von 2002 bis 2009 ein aggregierter Leistungsbilanzüberschuss von \$ 3,5 Bio. (linkes Feld). Im gleichen Zeitraum wurden kumulierte Bruttokapitalabflüsse von über \$ 7 Bio. verzeichnet. Kapitalgewinne und andere Bewertungseffekte steigerten den Zuwachs der Vermögenswerte noch zusätzlich, nämlich auf fast \$ 9 Bio. (rechtes Feld). Derzeit lassen sich von diesen \$ 9 Bio. anhand der verfügbaren Daten zu den Gegenparteien aber nur rund \$ 3 Bio. zuordnen. Diese wie auch andere Datenlücken müssen geschlossen werden, um die Risiken aus den international verflochtenen Bilanzen besser abschätzen zu können.

Für umfassendes Verständnis der Risiken auch bessere Daten nötig

Zusammenfassung

Die Globalisierung hat sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu einem deutlich höheren Lebensstandard geführt. Dank des umfangreicheren grenzüberschreitenden Güter- und Dienstleistungsverkehrs steht den Verbrauchern eine größere Auswahl zur Verfügung, und die Produzenten können sich entsprechend ihrem komparativen Vorteil stärker spezialisieren. Die Globalisierung der Finanzsysteme hat zu einer effizienteren Kapitalallokation über die Landesgrenzen hinweg beigetragen und die internationale Diversifizierung der Anlageportfolios ermöglicht. Diese Vorteile sind allerdings auch mit Risiken verbunden.

Die Begrenzung der Risiken von Leistungsbilanzungleichgewichten erfordert strukturpolitische Maßnahmen, um langfristig die Nachfrage wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Kurzfristig könnten international konzertierte Maßnahmen zur Erhöhung der Wechselkursflexibilität diesen Strukturanpassungsprozess beschleunigen.

Eine wirksame Begrenzung der Risiken finanzwirtschaftlicher Ungleichgewichte auf Basis der Bruttokapitalströme bedingt eine solide Wirtschaftspolitik, die unterstützt wird von Maßnahmen zur Stärkung des regulatorischen Rahmens und der Finanzmarktinфраstruktur. Auf Kapitalverkehrskontrollen sollte nur als letzte Alternative und dann nur als Überbrückungsmaßnahme zurückgegriffen werden.

Maßnahmen zur Behebung bestimmter Ungleichgewichte verringern in der Regel auch andere Ungleichgewichte. Beispielsweise wirkt in Defizitländern eine restriktive Geldpolitik sowohl in der Leistungsbilanz als auch im Finanzsektor ausgleichend, indem zum einen die übermäßig hohe Inlandsnachfrage gebremst wird und zum anderen Anreize für risikoreiches Verhalten im Finanzsektor reduziert werden. Umgekehrt kann eine übermäßig lockere Geldpolitik über einen zu langen Zeitraum die Ungleichgewichte sowohl in der Leistungsbilanz als auch im Finanzsektor verschärfen. Außerdem können regulatorische und makroprudenzielle Maßnahmen das Ausmaß der finanzwirtschaftlichen Ungleichgewichte verringern wie auch dazu beitragen, dass das Finanzsystem die mit Leistungsbilanzungleichgewichten einhergehenden Kapitalimporte effizient verwertet. Auch ein restriktiverer fiskalpolitischer Kurs in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit nicht tragbaren Leistungsbilanzdefiziten wird sowohl zur Reduktion dieser Defizite beitragen als auch zur Verringerung der finanziellen Risiken, die aus Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der Verschuldung dieser Länder resultieren. Schließlich unterstützt eine höhere nominale Wechselkursflexibilität nicht nur die Anpassung des realen Wechselkurses, was für den Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte entscheidend ist. Sie mindert in den aufstrebenden Volkswirtschaften mit einem Leistungsbilanzüberschuss auch den Inflationsdruck, was für die Begrenzung der Risiken finanzwirtschaftlicher Ungleichgewichte von grundlegender Bedeutung ist.

Schritte wie diese, die geeignet sind, die Schwachstellen der Globalisierung wirkungsvoll anzugehen, sind unerlässlich, wenn die Globalisierung auch künftig zu mehr Wohlstand führen und den Lebensstandard weltweit erhöhen soll.