

Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg



Master of Business Administration VIII 2011 - 2013

Univ.-Prof. Dr. Berthold Wigger

Masterarbeit

zum Thema

Makroökonomische Ungleichgewichte und spekulative Blasen

- Eine Fallstudie der Finanzkrise von 2008 -

Ausgabetermin: 01.04.2013

Abgabetermin: 31.08.2013

Eingereicht von: Oliver Joost

Inhalt

Abbildungsverzeichnis	IV
Abkürzungsverzeichnis	V
1 Problemstellung und Relevanz	1
2 Entwicklung der makroökonomischen Ungleichgewichte im Vorfeld der Krise	2
2.1 Leistungsbilanzsalden wirtschaftlich bedeutender Regionen bis zum Ausbruch der Krise	2
2.1.1 Globale Betrachtung	2
2.1.2 Innereuropäische Ungleichgewichte	4
2.1.3 Vergleich globaler und europäischer Ungleichgewichte	5
2.2 Ursachen makroökonomischer Ungleichgewichte	7
2.2.1 Altersvorsorge in alternden Gesellschaften	7
2.2.2 Internationale Wettbewerbsfähigkeit	9
2.2.3 Wachsende Einkommensungleichheiten	11
2.2.4 Sonderstatus des US-Dollars	12
2.2.5 Attraktivität der Finanzmärkte	13
2.3 Die Theorie der "Global Savings Glut"	14
2.3.1 Zentrale Thesen	14
2.3.2 Erdölexportierende Länder	15
2.3.3 Zur Rolle Chinas	15
2.3.4 Investitionsentscheidung vs. Sparentscheidung	16
2.3.5 Zinsniveau und Sparquote	17
2.3.6 Relativierung der Global Savings Glut Hypothese	18
2.4 Bewertung von globalen Ungleichgewichten	20
2.4.1 Differenzierung nach Art und Risiko	20
2.4.2 Ansätze zur Risikobewertung	21

3	Zu Spekulationsblasen	24
3.1	Definition und Theorien zur Entstehung von Spekulationsblasen	24
3.1.1	Definition und Erkennung spekulativer Blasen	24
3.1.2	Begrenzte Rationalität	24
3.1.3	Die Greater-Fool-Hypothese	25
3.1.4	Institutionalisierung	26
3.2	Die US-amerikanische Immobilienblase	27
3.2.1	Grundlegende Informationen	27
3.2.2	Einfluss des Zinsniveaus	27
3.2.3	Finanzierungsform und Herkunft der Mittel	28
3.2.4	Hypothekendarlehen, Kettenverbriefungen und Derivaten	29
3.2.5	Zur Rolle der Ratingagenturen	31
3.2.6	Staatliche (De-)Regulierung	31
3.2.7	Ökonomische Folgen	34
4	Schlussfolgerungen und Empfehlungen	36
4.1	Schlussfolgerungen	36
4.1.1	Zusammenhänge zwischen den globalen Ungleichgewicht und der Immobilienpreisblase	36
4.1.2	Zu den globalen Ungleichgewichten	36
4.1.3	Zu Spekulationsblasen	37
4.2	Maßnahmen zur Verringerung globaler Ungleichgewichte	38
4.2.1	Ein multipolares Währungssystem	38
4.2.2	Keynes Bancor	39
4.2.3	Ausbau der Sonderziehungsrechte des IWF	41
4.2.4	Zur Geldpolitik der Zentralbanken	42
4.2.5	Veränderungen auf nationaler Ebene	43
4.2.6	Zu den innereuropäischen Ungleichgewichten	44
4.2.7	Schuldenerlass nach historischem Vorbild	44

4.3	Maßnahmen zur Vermeidung von Spekulationsblasen	46
4.3.1	Fiskalpolitische Maßnahme	46
4.3.2	Regulierung der Finanzmärkte	47
5	Fazit	49
	Literaturverzeichnis	50
	Anhang	55
	Eidesstattliche Erklärung	58

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Leistungsbilanzsalden ausgewählter Regionen.	2
Abbildung 2:	Leistungsbilanzsalden ausgewählter Regionen in Relation zum BIP.	3
Abbildung 3:	Reale Wechselkursveränderungen USA, Deutschland, China.	4
Abbildung 4:	Leistungsbilanzsalden ausgewählter Euro-Länder in Relation zum BIP.	4
Abbildung 5:	Handelsbilanzsaldo Deutschlands gegenüber USA und China 2003-2012.	5
Abbildung 6:	Wirtschaftswachstum in Relation zum Schuldendienst an ausländische Kapitalgeber.	8
Abbildung 7:	Struktur der Zahlungen auf in den USA investiertes Kapital.	9
Abbildung 8:	Sparquote der US-Haushalte in % des verfügbaren Einkommens.	18
Abbildung 9:	Entwicklung des Leitzinses in den USA.	18
Abbildung 10:	Anteil der GSG-Länder und Europäischer Staaten an privaten Wertpapieren in den USA 2003 und 2007.	19
Abbildung 11:	Struktur europäischer Wertpapierkäufe in den USA 2003 und 2007.	20
Abbildung 12:	Vergleich der Nettoauslandsverschuldung mit dem Wirtschaftswachstum der USA.	21
Abbildung 13:	Vergleich der Defizit- und Gewinnquote der USA.	22
Abbildung 14:	Vergleich der Inflationsrate mit der Entwicklung der Immobilienpreise.	27
Abbildung 15:	Darstellung der Verbriefungspraxis.	29
Abbildung 16:	Wachstumsraten ausgewählter Regionen.	34

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIS	Bank for International Settlements
CDO	Colateral Debt Obligation
CDS	Credit Default Swaps
FED	Federal Reserve System
GSG	Globale Savings Glut
IWF	Internationaler Währungsfonds
MBS	Mortgage Backed Securities
SZR	Sonderziehungsrecht

1 Problemstellung und Relevanz

Am 15. September 2008 meldete die US-amerikanische Investmentbank Lehman Brothers Insolvenz an, da sie aufgrund von Abschreibungen in Milliardenhöhe und fehlender Refinanzierungsmöglichkeiten in Liquiditätsnot geraten war. Vorgegangen waren ein massiver Einbruch der Immobilienpreise und der Zahlungsausfall zahlreicher Kreditnehmer in den USA.

Die Nachfrage nach Hypothekenkrediten erreichte 2006 aufgrund relativ günstiger Kreditbedingungen einen Höchststand. Als die amerikanische Notenbank FED den Leitzins erhöhte, um Inflationsrisiken einzudämmen, konnten viele Eigenheimbesitzer ihre Schulden nicht mehr bedienen und der Immobilienmarkt brach zusammen. Als Folge daraus mussten neben Lehman Brothers zahlreiche andere Banken, Fonds und Versicherungen ihre Bilanzen korrigieren und enorme Summen abschreiben.

Die Insolvenz von Lehman Brothers führte zum Einfrieren des Interbankenmarktes, da sich die Kreditinstitute untereinander nicht mehr vertrauen konnten. Dieser Vertrauensverlust war deshalb so gravierend, da die Finanzierung der Immobilienkredite und der daraus entwickelten Wertpapiere regelmäßig mit kurzfristigen Krediten des Interbankenmarktes finanziert wurden und die Kreditklemme durch den Ausfall dieser Geldgeber verstärkt wurde. Aufgrund globalisierter Finanzmärkte erreichte die Krise innerhalb kürzester Zeit internationale Ausmaße und führte letztendlich zur größten Wirtschaftskrise seit der großen Depression in den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts.¹

Im Zuge der Aufarbeitung der Ereignisse und der Suche nach deren Ursachen werden auf globaler Ebene makroökonomische Ungleichgewichte zwischen den Volkswirtschaften für die Krise mitverantwortlich gemacht. Allerdings gibt es unter den Ökonomen weder Einigkeit darüber, ob die vorhandenen Ungleichgewichte zu dieser Entwicklung beigetragen haben, noch in welchem Ausmaß. Daher soll im Rahmen dieser Arbeit anhand des vorhandenen Datenmaterials analysiert werden, ob und in welchem Maße die globalen Ungleichgewichte Einfluss auf die jüngste Krise hatten.

¹ (Schäfer, 2008, S. 811 f.)

2 Entwicklung der makroökonomischen Ungleichgewichte im Vorfeld der Krise

2.1 Leistungsbilanzsalden wirtschaftlich bedeutender Regionen bis zum Ausbruch der Krise

2.1.1 Globale Betrachtung

Da sich die wissenschaftliche Diskussion um Leistungsbilanzsalden hauptsächlich auf fünf bedeutende Regionen beschränkt, konzentrieren sich die nachfolgenden Analysen auf ebendiese. Auf der einen Seite weisen die USA seit Jahren - bis auf 2001, dem Jahr der Anschläge auf das World Trade Center - ein kontinuierlich steigendes Leistungsbilanzdefizit aus (vgl. Abbildung 1). Dem stehen China, Deutschland, Japan sowie die erdölexportierenden Staaten auf der anderen Seite als größte Überschussländer gegenüber, wobei in der Fachliteratur insbesondere das Verhältnis zwischen den USA und China thematisiert wird. Jedoch spielt auch Europa als Handelspartner und insbesondere in Bezug auf die Immobilienpreisblase eine bedeutende Rolle.²

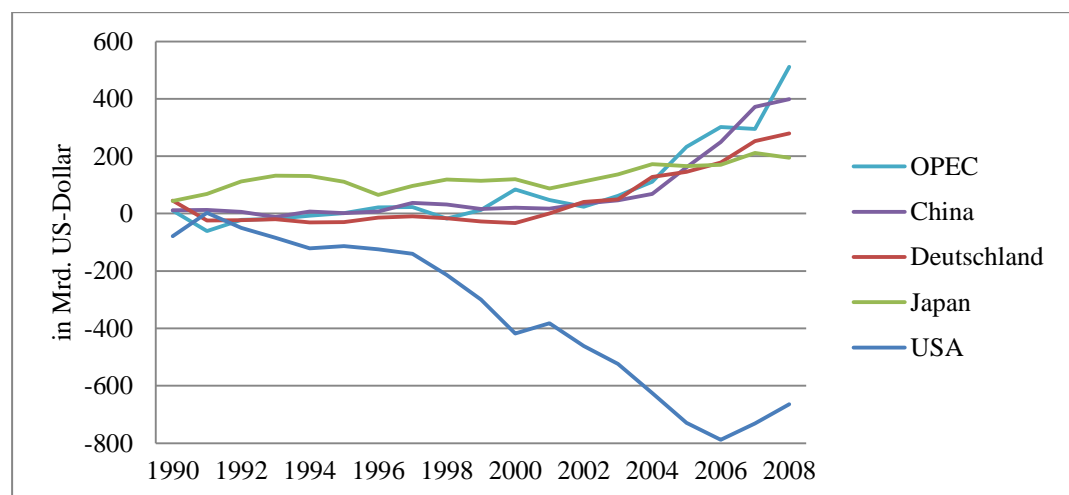


Abbildung 1: Leistungsbilanzsalden ausgewählter Regionen. Quelle: IWF, eigene Darstellung

Seit dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 ist ein annähernd exponentielles Wachstum der Überschüsse bzw. des Defizits erkennbar. Das US-Defizit wächst jedoch bereits seit 1991 und besonders seit 1997, dem Beginn der Asienkrise. Während in den 1990er Jahren vor allem private Investitionen im IT-Sektor für

² (vgl. Kapitel 2.3.6)

das Defizit sorgten, waren nach der Dotcom-Krise hauptsächlich das US-Haushaltsdefizit und Investitionen im Immobiliensektor dafür verantwortlich. In Bezug auf einzelne Handelspartner erbringt China mit ca. 30% den größten Anteil am Handelsbilanzdefizit. Die Überschüsse in den übrigen Staaten stammen (mit Ausnahme von China) überwiegend aus dem Privatsektor und fließen als Direkt- oder Portfolioinvestition in die USA.³

In Abbildung 2 werden die Leistungsbilanzsalden zum jeweiligen Bruttoinlandsprodukt in Relation gesetzt. Hier schlagen sich besonders mit steigender Tendenz die starken Schwankungen des Ölpreises im Leistungsbilanzüberschuss der OPEC-Staaten nieder. Zwar weisen die USA nominal das weltweit größte Defizit aus, doch ist sein Anteil am BIP mit rund 6% im Jahr 2006 vergleichsweise gering. Die Defizite von Spanien, Portugal und Griechenland liegen im gleichen Jahr zwischen 5% und 14% des BIP.⁴

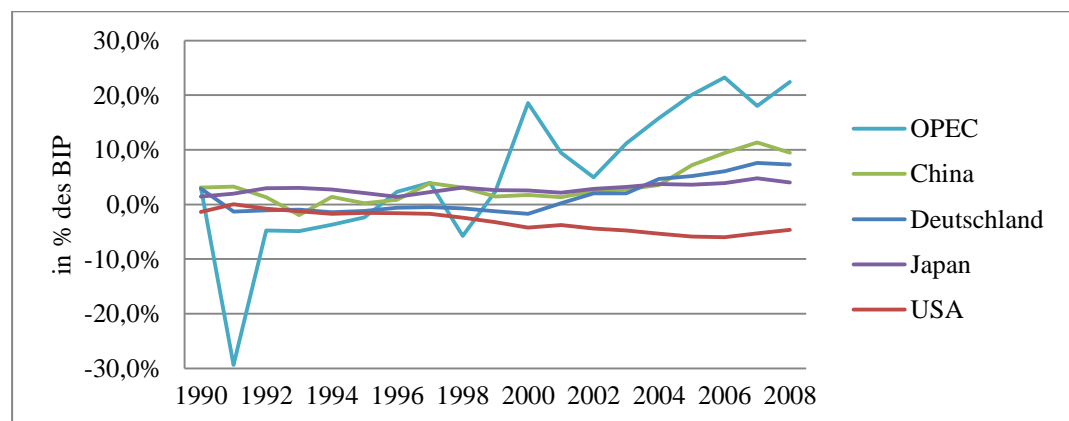


Abbildung 2: Leistungsbilanzsalden ausgewählter Regionen in Relation zum BIP. Quelle: IWF, eigene Darstellung

Zwar haben sich die globalen Ungleichgewichte durch die letzte Wirtschaftskrise etwas abgeschwächt, jedoch deuten die meisten Prognosen darauf hin, dass sie bei einem wirtschaftlichen Aufschwung weiter anwachsen.⁵

Abbildung 3 zeigt, dass die USA trotz einer realen Abwertung des US-Dollars ab 2001 ein weiter steigendes Defizit aufbauten. Die Abwertung blieb wirkungslos, da die USA ab diesem Zeitpunkt einen massiven Kapitalzufluss verzeichnen und China seinen Wechselkurs an den US-Dollar koppelt.

³ (Priewe, 2011, S. 44 f.)

⁴ (International Monetary Fund, 2011)

⁵ (Priewe, 2011, S. 9)

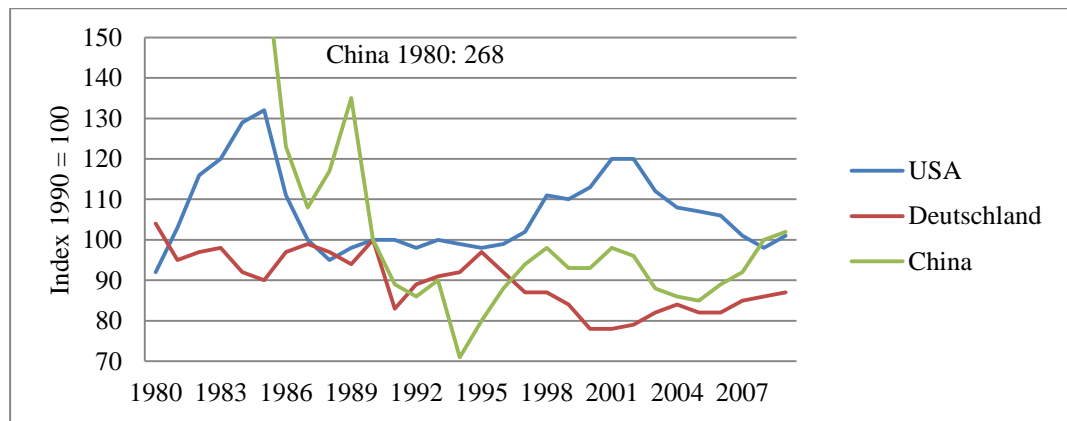


Abbildung 3: Reale Wechselkursveränderungen USA, Deutschland, China. Quelle: Prieue 2011, S. 48

2.1.2 Innereuropäische Ungleichgewichte

Innerhalb der Euro-Staaten zeichnet sich ein ähnliches Bild wie bei den globalen Ungleichgewichten ab. Zwar verfügen die Euro-Länder als wirtschaftliche Einheit betrachtet über eine relativ ausgeglichene Leistungsbilanz, jedoch haben sich vor und nach der Währungsreform erhebliche Unterschiede innerhalb des Euro-Raums herausgebildet (vgl. Abbildung 4). Während Deutschland und die Niederlande besonders seit der New-Economy-Krise hohe Überschüsse erwirtschaften, sehen sich vor allem die südeuropäischen Länder Spanien, Portugal und Griechenland erheblicher Defizite ausgesetzt.

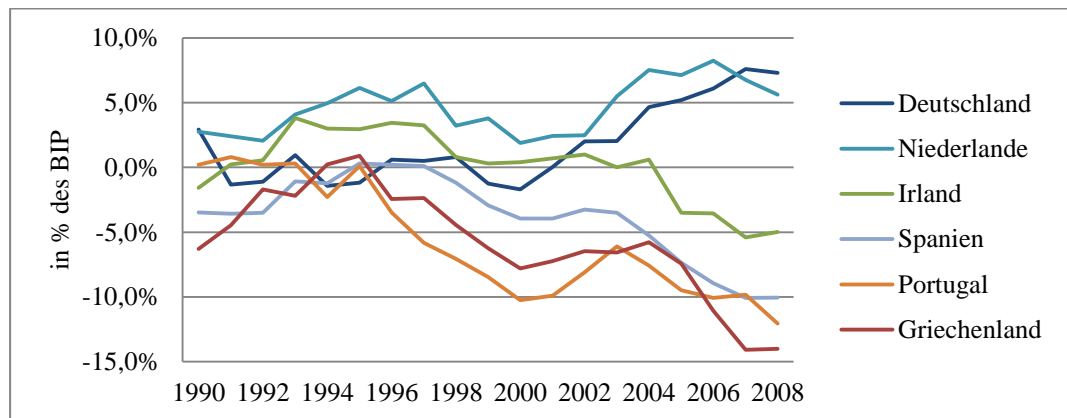


Abbildung 4: Leistungsbilanzsalden ausgewählter Euro-Länder in Relation zum BIP. Quelle: IWF, eigene Darstellung

Auch die Struktur der Leistungsbilanzdefizite in den peripheren Staaten unterscheidet sich erheblich. Während in Spanien, Portugal und Irland vor allem der private Sektor von den Defiziten betroffen ist, liegt in Griechenland ein massives Haushaltsdefizit vor.

Da der Leistungsbilanzsaldo eine Nettogröße ist, sagt er nichts über den Umfang und die Struktur der Güter- und Finanzströme gegenüber den einzelnen Handelspartnern aus. Das bedeutet, dass auch bei einer ausgeglichenen Leistungsbilanz erhebliche Ungleichgewichte zwischen einzelnen Staaten bestehen können. Eine genauere Betrachtung zeigt, dass beispielsweise Deutschland über ein Handelsbilanzdefizit mit China und einen Überschuss gegenüber den USA verfügt (vgl. Abbildung 4). An dieser Stelle kann bereits erahnt werden, weshalb die europäischen Staaten relativ stark von der Finanzkrise ab 2007 betroffen waren. Sie gehören trotz annähernd ausgeglichener Leistungsbilanz zu den Gläubigern der USA.

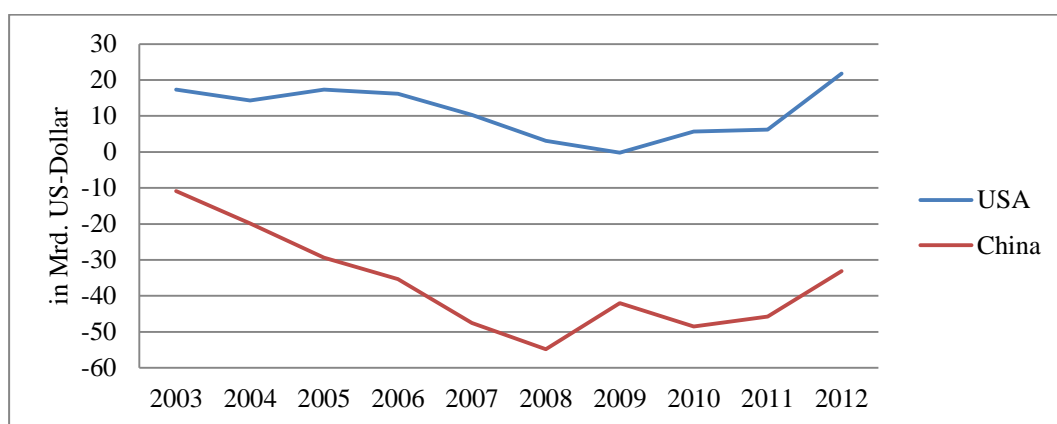


Abbildung 5: Handelsbilanzsaldo Deutschlands gegenüber USA und China 2003-2012. Quelle: Statistisches Bundesamt

Weiterhin führt die Währungsunion zu einer Verzerrung der realen Wechselkurse zwischen den Euro-Ländern und dem Rest der Welt. Der reale Wechselkurs stellt einen Vergleich der Preisniveaus zwischen zwei Ländern dar. Denn aktuell ist der Euro für wettbewerbsstarke Überschussländer wie Deutschland unterbewertet und für wettbewerbschwache Mitglieder wie Griechenland überbewertet, wodurch auch die globalen Ungleichgewichte verstärkt werden.⁶

2.1.3 Vergleich globaler und europäischer Ungleichgewichte

Zwar lassen sich bei innereuropäischen und globalen Ungleichgewichten Ähnlichkeiten in Bezug auf aggregierte Größen wie Handelsbilanz oder Leistungsbilanz erkennen, jedoch täuscht diese oberflächliche Betrachtung nur über erhebliche Unterschiede hinweg.

⁶ (Priewe, 2011, S. 86)

Entsprechend klassischer ökonomischer Theorien fließt innerhalb Europas Kapital von den hochentwickelten Industrieländern (in erster Linie Deutschland) in die weniger stark industrialisierten Peripheriestaaten, was mit einem wirtschaftlichen Aufholprozess der Defizitländer begründet werden kann. Global fließt jedoch mehr Kapital von den Schwellenländern in die hochentwickelten USA als umgekehrt.⁷

Während die USA sowohl im privaten Sektor als auch im Staatshaushalt ein Defizit verzeichnen, treibt in den europäischen Defizitstaaten hauptsächlich der Privatsektor die Verschuldung nach oben. Nur in Griechenland dominiert klar ein Budgetdefizit. Weiterhin weisen die Euroländer in Bezug auf ihre innereuropäische Auslandsverschuldung aufgrund der Währungsunion auch Merkmale von Inlandsschulden auf. Einerseits können sie sich am Kapitalmarkt in eigener Währung verschulden (was Wechselkursrisiken ausschließt) und verfügen über ein gemeinsames Zentralbanksystem. Andererseits sind sie nicht mehr in der Lage, autonom Geld zu schöpfen und ihre Währung abzuwerten. Des Weiteren handelt es sich nicht um die "Vereinigten Staaten von Europa" mit einer einheitlichen Wirtschafts- und Fiskalpolitik, was zu Wettbewerb unter den Mitgliedern, realen Wechselkursschwankungen und auf lange Sicht zu einem Auseinanderbrechen des Euroraums führen kann.

Um den US-Dollar als Reservewährung zu entlasten und den Euro zur zweiten Reservewährung aufzubauen, empfiehlt Priewe für den Euroraum ein moderates Leistungsbilanzdefizit. Da sich die Überschüsse in der Währungsunion zu 80% (2008) auf Deutschland beschränken, würde bereits ein relativ leichter Rückgang des deutschen Überschusses zu diesem Ergebnis führen.⁸

⁷ (Winkler, 2010, S. 48)

⁸ (Priewe, 2011, S. 71)

2.2 Ursachen makroökonomischer Ungleichgewichte

2.2.1 Altersvorsorge in alternden Gesellschaften

Ein in Medien und Fachliteratur häufig angeführtes Argument für dauerhaften Leistungsbilanzüberschuss ist die Sicherung der Altersvorsorge aufgrund einer im Durchschnitt alternden Bevölkerung (Land A).⁹ Diese Begründung wird häufig für die Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands und Japans angeführt. Eine solche Form der Existenzsicherung im Alter ist jedoch risikobehaftet. Grundvoraussetzung für das Funktionieren dieses Systems ist, dass das exportierte Kapital in den Kapitalstock der Volkswirtschaft mit jüngerer Altersstruktur (Land B) investiert wird. Dadurch soll Wirtschaftswachstum erzeugt werden, womit wiederum die Zinszahlungen an Land A geleistet werden. Für Land B ist diese Vorgehensweise jedoch nur attraktiv, wenn das erreichte Wirtschaftswachstum größer oder gleich dem zu zahlenden Zinssatz ist, da ansonsten ein Nettokapital-export stattfindet und Land B in Zahlungsschwierigkeiten kommen könnte.

Sobald die Bürger in Land A in den Ruhestand gehen, müssten sich die Leistungsbilanzsalden umkehren und Land A aufgrund hoher Kapitaleinkommen höhere Importe als Exporte aufweisen. Land B müsste im Gegenzug einen Exportüberschuss erwirtschaften, um den Schuldendienst leisten zu können.¹⁰ Neben dem Risiko, dass das exportierte Kapital nicht entsprechend investiert wird, bestehen bei derart langen Investitionszeiträumen immer politische Risiken. Den USA ist es tatsächlich gelungen, über mehrere Jahre ein Wirtschaftswachstum zu erreichen, das höher ist als die Zahlungen auf Auslandsschulden (vgl. Abbildung 6). Zu diesen Zahlungen gehören Gewinne durch Direkt- und Portfolioinvestitionen, Zinsen auf im Ausland gehaltene Staatsanleihen und Gehälter an ausländische Arbeitnehmer. In Folge der Finanzkrise ab 2007 brachen sowohl Wirtschaftswachstum als auch Einkommen ausländischer Kapitalgeber ein, wodurch das Wachstum erstmals geringer war als die Zahlungen auf ausländisches Kapital. Das Kriterium der Nachhaltigkeit des Defizits wird seitdem nicht mehr erfüllt.

⁹ (Bernanke, Global Imbalances: Recent Developments and Prospects, 2007)

¹⁰ (Priewe, 2011, S. 31 f.)

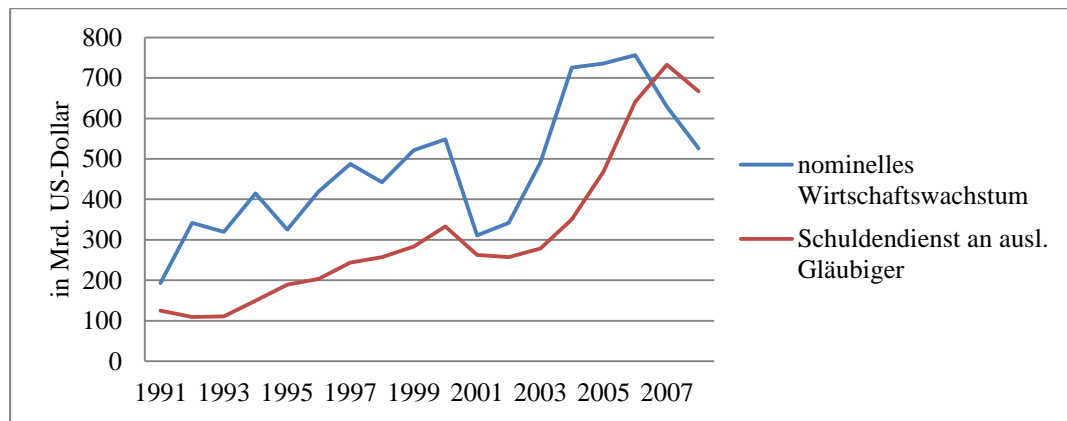


Abbildung 6: Wirtschaftswachstum in Relation zum Schuldendienst an ausländische Kapitalgeber.
Quelle: IWF, Bureau of Economic Analysis, eigene Darstellung

Allerdings beruhte das Wirtschaftswachstum der USA sehr stark auf dem Konsum der privaten Haushalte und weniger auf Investitionstätigkeit. Zwischen 1990 und 2008 lagen der Anteil des privaten Konsums am BIP im Mittel bei 69% und die privaten Investitionen bei rund 16%.¹¹ Zum Vergleich lagen in Deutschland im gleichen Zeitraum die Konsumquote bei durchschnittlich 58% und die Investitionen bei etwa 20% des BIP.¹²

Weiterhin ist zwischen Unternehmensinvestitionen und Wohnungsbauinvestitionen zu unterscheiden. Denn Immobilienerwerb wird zwar als Investition betrachtet, jedoch haben Immobilien auch den Charakter langlebiger Konsumgüter. Daher können Nettokapitalimporte Anzeichen für einen Wohnungsbauboom und damit einer Immobilienpreisblase sein.¹³ Und genau das ist im Vorfeld der aktuellen Krise geschehen. Große Teile des in die USA importierten Kapitals wurden zur Finanzierung von Immobilien oder des privaten Konsums verwendet.¹⁴

Eine alternative - und eventuell weniger risikobehaftete - Strategie zur Altersvorsorge besteht in der Steuerung der Zuwanderung, um den Altersdurchschnitt der Bevölkerung in Zukunft wieder zu senken. Eine weitere Möglichkeit, die Geburtenrate wieder zu erhöhen, könnte ein Abweichen von der "Exportorientierung" hin zu einer Stärkung der Binnennachfrage sein. Denn einer Studie der Robert Bosch Stiftung zufolge ist das finanzielle Risiko der potentiellen Eltern der entscheidende Hinderungsgrund, ein oder mehrere Kind(er)

¹¹ (Bureau of Economic Analysis, 2013)

¹² (Statistisches Bundesamt, 2013)

¹³ (Priewe, 2011, S. 15)

¹⁴ (vgl. Kapitel 3.2)

zu bekommen.¹⁵ Eine Anpassung der Lohnquote an das Produktivitätsniveau würde demnach einerseits zu einem Ausgleich der Leistungsbilanzsalden führen und andererseits zur Altersvorsorge über die umlagefinanzierte Rentenversicherung beitragen.

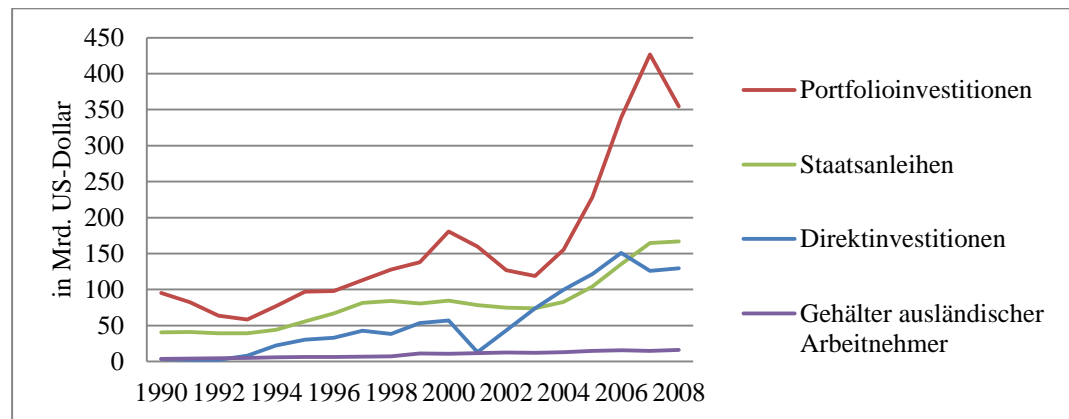


Abbildung 7: Struktur der Zahlungen auf in den USA investiertes Kapital. Quelle: Bureau of Economic Analysis, eigene Darstellung

In Abbildung 5 sind im Vorfeld der Dotcom-Krise und der Immobilienkrise jeweils ähnliche Entwicklungen erkennbar. Die Renditen auf Portfolioinvestitionen steigen (stärker als Direktinvestitionen) rapide an, wobei die Zahlungen 2007 um 236% höher liegen als im Jahr 2000. Portfolioinvestitionen sind Investitionen, welche keinen direkten Einfluss auf die Unternehmenspolitik ermöglichen. Dazu zählen unter anderem Aktien (sofern keine Mehrheiten gehalten werden), Fonds-Anteile oder Wertpapiere wie Asset Backed Securities, mit denen die Kredite der Immobilienkäufer verbrieft werden.¹⁶ An der Höhe der Zahlungen auf Portfolioinvestitionen lässt sich bereits erkennen, weshalb die in den USA entstandene Finanzkrise enorme internationale Auswirkungen hatte.

2.2.2 Internationale Wettbewerbsfähigkeit

Sell argumentiert, dass am Markt nicht Volkswirtschaften miteinander im Wettbewerb stehen, sondern Unternehmen. Staaten konkurrieren jedoch um die Ansiedlung von Unternehmen und stehen damit dennoch in einem Wettbewerb zueinander. Er definiert eine wettbewerbsfähige Volkswirtschaft durch einen relativ hohen Wohlstand der in ihr lebenden Bürger, ohne dass die zukünftigen

¹⁵ (Biedenkopf, 2005, S. 8)

¹⁶ (Breuer)

Einkommensquellen gefährdet werden. Wesentliche Faktoren internationaler Wettbewerbsfähigkeit sind unter anderem der Ausbau der Infrastruktur, Investitionen in Bildung und Forschung oder auch die Lohnkosten. Weiterhin werden Länder mit ausgeglichener Leistungsbilanz oder Leistungsbilanzüberschuss als wettbewerbsfähig bezeichnet.¹⁷ Priewe kommt zu dem Schluss, dass bei den meisten Leistungsbilanzungleichgewichten sowohl Überschuss- als auch Defizitländer beteiligt sind, die Initiative jedoch meist von den Akteuren in den Überschussländern ausgeht.¹⁸

Besonders Deutschland steht bezüglich seiner Wettbewerbsfähigkeit seit Jahren im Mittelpunkt ökonomischer Diskussionen. Je nach (wirtschafts-)politischer Prägung wird die ökonomische Entwicklung Deutschlands in Bezug auf die Leistungsbilanz eher positiv oder eher negativ bewertet. Hintergrund der Diskussion ist die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Landes, besonders im Vergleich zu den übrigen Euro-Staaten. Denn seit Jahren stagnieren die deutschen Löhne und Gehälter und bleiben damit hinter der Produktivitätssteigerung zurück. Dadurch verringern sich die Lohnstückkosten im internationalen Vergleich. Diese Entwicklung spiegelt sich in der vergleichsweise niedrigen Inflationsrate Deutschlands wider. Sie lag von 2000 bis 2009 bei durchschnittlich 1,6% und damit unterhalb der Zielinflationsrate von 2% im Euro-Raum.¹⁹

Würde Deutschland über eine eigene und flexible Währung verfügen, müsste diese aufgewertet werden. Da dies aber durch die Währungsunion nicht mehr möglich ist, findet in Bezug auf die übrigen Mitgliedsstaaten eine reale Abwertung statt. Das heißt, die Preise in Deutschland sinken in Relation zu den Preisen anderer Länder. Mitunter wird diese Politik als "beggar-thy-neighbor"-Politik bezeichnet.²⁰ Den übrigen Volkswirtschaften bleiben dadurch nur zwei Möglichkeiten. Entweder sie nehmen die dadurch entstehenden Leistungsbilanzungleichgewichte in Kauf oder nehmen am preislichen Wettbewerb teil, wodurch allerdings eine deflatorische Spirale entstehen kann. Beide Konstellationen sind auf Dauer mit erheblichen Risiken verbunden bzw. nicht haltbar, weshalb eine Anpassung der Lohnhöhe an das Produktivitätsniveau sinnvoll wäre.

¹⁷ (Sell, 2003, S. 245 ff.)

¹⁸ (Priewe, 2011, S. 18)

¹⁹ (Statistisches Bundesamt)

²⁰ (Stiglitz, 2010, S. 90)

Für die USA gilt ähnliches wie für die Defizitstaaten der europäischen Währungsunion. Da der Außenhandel aufgrund der Ankerwährung in US-Dollar abgewickelt wird und zahlreiche andere Währungen an den Dollar gekoppelt sind, hätte eine Abwertung der eigenen Währung keinen wettbewerbssteigernden Effekt.

2.2.3 Wachsende Einkommensungleichheiten

Tridico und andere Autoren sehen die Hauptursache sowohl der globalen Ungleichgewichte als auch der Spekulationsblasen der letzten 30 Jahre in steigenden Ungleichheiten der Arbeitseinkommen und Vermögen in den westlichen Industriestaaten, allen voran in den USA. Während die Löhne und Gehälter der US-Bürger zwischen 1830 und 1970 mit der wachsenden Produktivität gestiegen sind, stagnierten sie ab 1973. Zwischen 1973 und 2007 stieg die Produktivität in den USA um weitere 83%, während die Arbeitseinkommen lediglich um 3% gestiegen sind. Diese Entwicklung führte zu enormen Gewinnen der Unternehmen, welche aufgrund des deregulierten Finanzmarktes entgegen der neoklassischen Theorie zu einem großen Teil nicht in reale (langfristige) Investitionsgüter flossen, sondern in kurzfristige Finanzprodukte mit hoher Rendite (u. a. Asset Backed Securities). Um die dadurch entstandene Nachfragerücke zu schließen, wurde den Arbeitnehmern der Zugang zu Konsum- und Hypothekenkrediten - auch für kaum solvente Kreditnehmer - erheblich erleichtert, was letztendlich zu Zahlungsausfällen und den bekannten Folgen führte.²¹

Sturn/van Rieck argumentieren ähnlich und kritisieren die seit den 1980er Jahren vor allem in Europa vorangetriebene Flexibilisierung des Arbeitsmarktes, die Schaffung eines Niedriglohnsektors, Abbau von Sozialleistungen und Deregulierung der Finanzmärkte. Da gerade untere Einkommensgruppen zu stärkerem Konsum neigen, entstanden aufgrund dieser teils libertären Wirtschaftspolitik Nachfragerücken, welche durch verschiedene Strategien ausgeglichen wurden. Während die USA diese Lücke durch eine massive Kreditausweitung deckten, konnte Deutschland aufgrund sinkender Lohnstückkosten und steigender Wettbewerbsfähigkeit die fehlende aggregierte Nachfrage durch einen Exportüberschuss ausgleichen.²²

²¹ (Tridico, 2012, S. 33 f.)

²² (Sturn, Treeck, & Zwickl, 2011, S. 4 ff.)

2.2.4 Sonderstatus des US-Dollars

Im Abkommen von Bretton Woods wurde 1944 ein System quasi fester Wechselkurse mit dem US-\$ als Ankerwährung vereinbart. Die teilnehmenden Staaten verpflichteten sich, den Wechselkurs ihrer nationalen Währung in einer engen Bandbreite zum US-\$ zu halten. Als Sicherheit sollten die US-Dollar-Devisen jederzeit zu einem festen Preis von 35 US-\$ pro Feinunze bei der US-Zentralbank in Gold getauscht werden können. Einerseits führte dies zu einer starken Nachfrage nach US-\$, welche sich in einem Defizit in der amerikanischen Zahlungsbilanz widerspiegelte. Andererseits konnten die USA aufgrund dieser Konstellation nicht in Liquiditätsschwierigkeiten geraten. Denn die Verschuldung in eigener Währung wurde von den Mitgliedsstaaten getragen.²³

Am 15. August 1971 verkündete Richard Nixon, dass im Ausland befindliche US-Dollar nicht mehr in Gold getauscht werden können (für Einheimische war dies seit längerem schon nicht mehr möglich). Auslöser waren die immer weiter steigenden und über Haushaltsdefizite finanzierten Kosten des Vietnamkriegs. Denn die Goldreserven konnten aufgrund der begrenzten Goldvorkommen nicht in gleichem Maße steigen wie die Verschuldung. Dies führte zu einer massiven Preissteigerung des Goldes und zu einer Abwertung des US-Dollars gemessen in Gold.²⁴

Robert Triffin wies bereits 1959 vor dem US-Kongress auf die Probleme hin, welche entstehen, wenn eine nationale Währung gleichzeitig internationale Reservewährung und zusätzlich mit Gold gedeckt ist. Er wurde damit zum Namensgeber des mittlerweile berühmten "Triffin-Dilemmas".²⁵

Zwar wurden der Goldstandard und die festen Wechselkurse bis 1973 weitgehend aufgelöst, doch blieb der US-\$ weiterhin die wichtigste (Reserve-)Währung. Dessen Bedeutung stellen Dooley et al. 2003 in einem vielzitierten Paper dar. Sie halten die bis dahin vorhandenen globalen Ungleichgewichte für relativ stabil, da sie auf einem neuen, informellen Währungssystem beruhen, welches sie "Bretton-Woods-II" nennen. Schwellenländer - insbesondere China - koppelten ihre Währungen mehr oder weniger stark an den US-\$ (wie im Bretton-Woods-Abkommen), wodurch den USA die Möglichkeit entfällt, ihre eigene Währung abzuwerten und an Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen. Da die Schwellenländer

²³ (Sell, 2003, S. 134 ff.)

²⁴ (Graeber, 2012, S. 379 f.)

²⁵ (Handler, 2008, S. 11)

im Gegensatz zu den Industriestaaten nur über ein unzureichend ausgebildetes Finanzsystem verfügen, fließen den USA große Kapitalmengen zu, ohne dass eine Überschuldung stattfindet. Investoren in den Vereinigten Staaten nutzen einen Großteil dieser liquiden Mittel wiederum für Direktinvestitionen in den Emerging Markets. Dadurch würden beide Seiten profitieren.²⁶

2.2.5 Attraktivität der Finanzmärkte

Weizsäcker sieht einen weiteren entscheidenden Grund für die Kapitalbewegungen in Richtung USA in der Gestaltung der Eigentumsrechte in angelsächsischen Ländern. Aufgrund des hohen Schutzes des Privateigentums sind Finanzanlagen in diesen Staaten besonders attraktiv.²⁷ Auch zahlreiche andere Autoren argumentieren ähnlich. Aufgrund gut organisierter Finanzmärkte mit einer Vielzahl an Anlagemöglichkeiten in den Industriestaaten in Verbindung mit unterentwickelten Finanzmärkten in Entwicklungsländern würde das Kapital von den Entwicklungs- in die Industriestaaten fließen. Durch die fehlenden Finanzmärkte könnten die Entwicklungsländer kaum eigene Investitionen realisieren.²⁸

In diesem Punkt sollte die Kausalität zwischen Investitionschancen und der Existenz funktionierender Finanzmärkte überprüft werden. Denn ohne umfangreiche Investitionen in Infrastruktur, Bildung, Korruptionsbekämpfung usw. in zahlreichen Entwicklungsländern werden sich sehr wahrscheinlich keine Finanzmärkte entwickeln können. Sollte der private Sektor zu einer solchen Anpassung nicht in der Lage sein, könnten die Regierungen der industrialisierten Länder beispielsweise über die internationale Staatengemeinschaft (UNO) notwendige Maßnahmen initiieren und damit für einen Zufluss privaten Kapitals sorgen.

Für Rajan ist der entscheidende Faktor für wirtschaftliche Entwicklung etwas, das er "Organisationales Kapital" nennt. Dazu zählen neben der erwähnten Infrastruktur betriebliche Organisationsstrukturen wie Lieferketten, Marketing oder ein funktionierendes Management.²⁹

²⁶ (Dooley, Folkerts-Landau, & Garber, 2003, S. 3 ff.)

²⁷ (Weizsäcker, 2012, S. 92)

²⁸ (Priewe, 2011, S. 62)

²⁹ (Rajan, 2012, S. 84)

2.3 Die Theorie der "Global Savings Glut"

2.3.1 Zentrale Thesen

Im Jahr 2005 entwickelte Ben Bernanke in seiner Rede vor der Virginia Association of Economics die mittlerweile berühmt gewordene Theorie einer globalen "Savings Glut" (Sparschwemme). Er differenziert dabei verschiedene Motive für einen Leistungsbilanzüberschuss der Emerging Markets, der erdölexportierenden Länder und einiger Industrieländer.

Die hochentwickelten Staaten (allen voran Deutschland und Japan) sehen sich aufgrund der alternden Bevölkerung zum Sparen und damit zum Leistungsbilanzüberschuss gezwungen.³⁰ Die erdölexportierenden Länder erreichen aufgrund des im letzten Jahrzehnt stark gestiegenen Ölpreises einen hohen Leistungsbilanzüberschuss.

Bernankes Ansicht nach erwirtschaftet China einen Leistungsbilanzüberschuss, da die Sparquote der chinesischen Haushalte regelmäßig höher ist als die Investitionsquote und das Land dadurch Kapital exportieren muss. Weiterhin steigen zwar die Einkommen, jedoch nicht so schnell wie das gesamte Wirtschaftswachstum und Konsumentenkredite seien zum Ausgleich kaum verfügbar. Daher kann das Wachstum nicht durch inländischen Konsum ausgeglichen werden. Außerdem sehen sich die privaten Haushalte aufgrund des nur rudimentär vorhandenen sozialen Sicherungssystems zu einer hohen Sparquote gezwungen. Diese Aussage ist jedoch dahingehend zu relativieren, als dass die Haushalte nur ca. 25% der Sparsumme bilden und die übrigen 75% aus Unternehmensgewinnen und staatliche Reserven bestehen.³¹

Zusätzlich haben die asiatischen Länder ein politisches Motiv, einen Leistungsbilanzüberschuss zu erwirtschaften. Während der Asienkrise 1997 verfügten die sogenannten Tigerstaaten Südkorea, Taiwan, Singapur und Hongkong über geringe Devisenreserven, wodurch sie ihre inländischen Währungen während der Krise nicht stützen konnten. Aus einem nun vorhandenen Vorsichtsmotiv akkumulieren diese Länder gezielt große Mengen an Dollar-Reserven, um gegen zukünftige Krisen gewappnet zu sein.³²

³⁰ (vgl. Kapitel 2.2.1)

³¹ (Priewe, 2011, S. 54)

³² (Bernanke, The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, 2005)

2.3.2 Erdölexportierende Länder

Zwar produzieren die OPEC-Staaten je nach Niveau des Ölpreises erhebliche Leistungsbilanzüberschüsse, doch ist ihr Einfluss auf die Entwicklung der Finanzkrise in den USA relativ gering. Denn im Gegensatz zu China bauen die erdölexportierenden Staaten nur relativ geringe Währungsreserven auf und investieren stattdessen in andere Vermögenswerte.³³ Daher liegt ihr Anteil an den US-Staatsanleihen momentan auch nur bei rund 4,7%.³⁴ Auch ihre Beteiligung an der Immobilienblase in den USA ist nur von geringer Bedeutung.³⁵ Stiglitz kritisiert in diesem Zusammenhang die Außenpolitik der USA, welche erheblich zu den Ölpreissteigerungen beigetragen haben soll.³⁶

Allerdings ist für die Zukunft kaum mit einem sinkenden Ölpreis zu rechnen, wodurch neben den USA auch zahlreiche weitere (Industrie-)Staaten in eine Defizitposition abrutschen können, insbesondere in einem Konjunkturaufschwung. Andererseits sollte diese Preisentwicklung zu Innovationen im Bereich der erneuerbaren Energien sowie in Energiespartechnologien führen. Daher können diese Ungleichgewichte je nach zeitlichem Horizont als temporär betrachtet werden.

2.3.3 Zur Rolle Chinas

Bernanke empfiehlt Maßnahmen zur Reduzierung der Sparquote chinesischer Haushalte, um die Savings Glut abzubauen. Beispielsweise würde ein Ausbau sozialer Sicherungssysteme dazu beitragen. Allerdings war es dem privaten Sektor in China bisher verboten, Kapital im Ausland zu investieren. Entscheidend sind die chinesischen Währungsreserven, wofür in den USA nach Anlagemöglichkeiten gesucht wird.³⁷ Dennoch wäre die vorgeschlagene Maßnahme dahingehend sinnvoll, dass die entstehenden Kosten aus den Devisenreserven finanziert werden könnten und so zu einem Abbau der Ungleichgewichte beitragen würden.

Auch Remsperger fordert wie Bernanke von China einen Ausbau seiner sozialen Sicherungssysteme, um die Binnennachfrage zu stärken. Damit sollen die seiner

³³ (Obstfeld & Rogoff, 2009, S. 11)

³⁴ (U. S. Department of the Treasury, 2013)

³⁵ (vgl. Kapitel 2.3.6)

³⁶ (Stiglitz, 2010, S. 31 f.)

³⁷ (Priewe, 2011, S. 60)

Ansicht dauerhaft nicht stabilen globalen Ungleichgewichte abgebaut werden.³⁸ Diese Forderung scheint inkonsistent mit der gleichzeitigen Verteidigung der sogenannten Hartz-Reformen in Deutschland, welche einen Abbau sozialer Sicherungssysteme bedeuten. Gegenteilig fordert er eine Fortführung dieser Politik, was zu einer weiteren Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit und zu einem Anwachsen der Ungleichgewichte führen würde.

Stiglitz kritisiert im Zusammenhang mit der ausgeprägten Sparneigung der asiatischen Staaten die Vorgehensweise des IWF und US-Finanzministeriums während der Asienkrise. Die auferlegten Maßnahmen hätten die Krise verschlimmert und die betroffenen Staaten erst dazu veranlasst, die heute enormen Währungsreserven anzuhäufen. Eine expansive Geldpolitik wäre seiner Ansicht nach wesentlich sinnvoller gewesen.³⁹ Diese Aussage impliziert, dass die USA und der IWF für die aktuelle Währungspolitik Chinas mitverantwortlich sind.

2.3.4 Investitionsentscheidung vs. Sparentscheidung

Bertocco sieht einen bedeutenden Fehler der Savings-Glut-Theorie im Finanzsystem selbst. Seiner Analyse nach wäre die Global Savings Glut nur dann möglich, wenn die Kreditvergabe und damit die Investitionsentscheidungen vom Sparverhalten der Sparer abhängig wären. In einem Finanzsystem wie dem der USA, in welchem die Kreditvergabe durch Geldschöpfung der Geschäftsbanken stattfindet, ist jedoch die Sparentscheidung von der Investitionsentscheidung der Geldeigentümer und damit der Kreditversorgung der Banken abhängig.

Weiterhin findet der Handel zwischen den USA und Entwicklungsländern ausschließlich in Dollar statt. Bertocco schlussfolgert daraus, dass die Kapitalakkumulation in den Entwicklungsländern aus der Entscheidung der FED heraus entstanden ist, durch neu geschöpftes Geld die einheimische Nachfrage nach Gütern aus den Entwicklungsländern zu finanzieren.⁴⁰

Zwar trifft die Aussage zu, dass die Investitionsentscheidung chronologisch vor der Sparentscheidung fällt. Jedoch kann sowohl bei vollständiger als auch bei begrenzter Rationalität der Investoren davon ausgegangen werden, dass sie über die Sparneigungen der einzelnen Volkswirtschaften informiert sind. Denn die Konstruktion von Wertpapieren - im Falle der Immobilienblase insbesondere von

³⁸ (Remsperger, 2005)

³⁹ (Stiglitz, 2010, S. 15)

⁴⁰ (Bertocco, 2011, S. 10 f.)

Asset Backed Securities - ist nur dann logisch, wenn davon ausgegangen wird, dass diese auch nachgefragt werden.

2.3.5 Zinsniveau und Sparquote

Ein Argument Bernankes für die niedrige Sparquote in den USA ist das dauerhaft niedrige Zinsniveau, welches seiner Ansicht nach Folge der Savings Glut ist. Durch die niedrigen Renditen wäre der Konsum attraktiver als das Sparen. Dem steht jedoch entgegen, dass die globale Sparquote und damit auch die Investitionen von 2000 bis 2002 um rund 1,8% gefallen sind. Obstfeld/Rogoff führen das niedrige Zinsniveau stattdessen auf die geldpolitischen Maßnahmen der FED nach dem Platzen der Dotcom-Blase zurück. Denn der High-Tech-Sektor war in den 90er Jahren eine der Hauptursache für das Leistungsbilanzdefizit der USA, da in dieser Branche zahlreiche Investitionen durch ausländische Kapitalgeber erfolgt sind. Um eine Rezession zu verhindern und in Folge der Anschläge vom 11. September 2001, senkte die FED den Leitzins von 6,5% im Mai 2000 schrittweise auf 1% im Juni 2003 und sorgte damit für eine massive Ausweitung der Liquidität.⁴¹

Weiterhin sinkt die Sparquote der US-Haushalte bereits seit Mitte der 70er Jahre und damit lange vor Ausbruch der Asienkrise und vor dem Aufbau der chinesischen Währungsreserven (vgl. Abbildung 8). Diese Entwicklung spricht für die in Kapitel 2.2.3 angeführten Argumente. Aufgrund der steigenden Einkommensungleichheit und der stagnierenden Löhne seit Mitte der 70er Jahre sehen sich die meisten Haushalte bei konstantem Konsum zu einer niedrigeren Sparquote gezwungen.

⁴¹ (Obstfeld & Rogoff, 2009, S. 13 ff.)

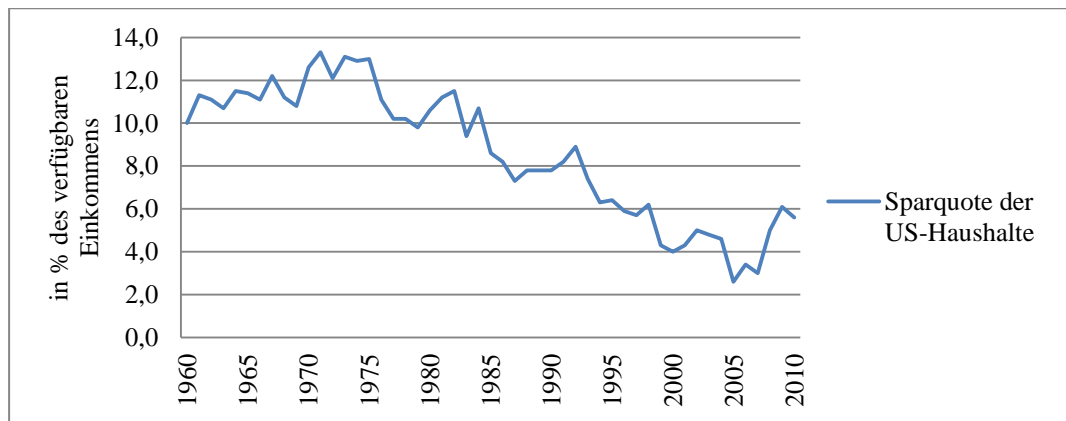


Abbildung 8: Sparquote der US-Haushalte in % des verfügbaren Einkommens. Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis

Auch ist in Abbildung 9 zu erkennen, dass die Zinsen langfristig nicht erst seit der Asienkrise sinken. Zwar schwankt die Federal Funds Rate relativ stark, jedoch ist ein klarer Trend zu einem niedrigeren Zinsniveau erkennbar. Des Weiteren würden beispielsweise die langfristigen Zinsen für US-Staatsanleihen ohne die Beteiligung Chinas lediglich etwa 0,5% über ihrem aktuellen Wert liegen.⁴² Daher ist das Argument, die GSG wäre für das niedrige Zinsniveau in den USA verantwortlich nur begrenzt plausibel.

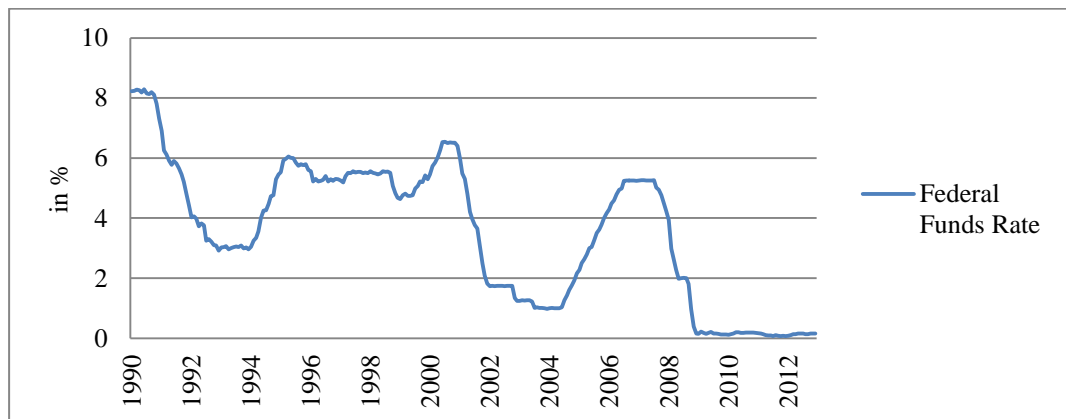


Abbildung 9: Entwicklung des Leitzinses in den USA. Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis

2.3.6 Relativierung der Global Savings Glut Hypothese

In einem 2011 erschienen und weniger häufig zitierten Paper stellte Bernanke gemeinsam mit weiteren Autoren eine überarbeitete Version der GSG-Hypothese vor. Er relativiert die Bedeutung der Global Savings Glut in dem Sinne, dass sie zwar noch eine bedeutende Rolle in Bezug auf die Finanzkrise spielte, die

⁴² (vgl. Kapitel 2.4.2).

Hauptursachen jedoch in den USA selbst zu finden sind. Weiterhin begrenzt er den Kreis der GSG-Länder nun auf die asiatischen Überschussländer und die OPEC-Staaten. Gleichzeitig zeigt er jedoch auf, dass europäische Investoren über MBS und ABS erheblich im Immobiliensektor investiert waren. In Abbildung 10 sind die jeweiligen Anteile Europas und der GSG-Staaten am privaten Wertpapierhandel 2003 und 2007 dargestellt. Zwar hat sich auch der GSG-Anteil in diesem Zeitraum verdoppelt. Er beträgt jedoch weiterhin lediglich 8,6% aller im Ausland gehaltenen Wertpapiere aus dem Privatsektor, während europäische Staaten mehr als 50% halten.⁴³

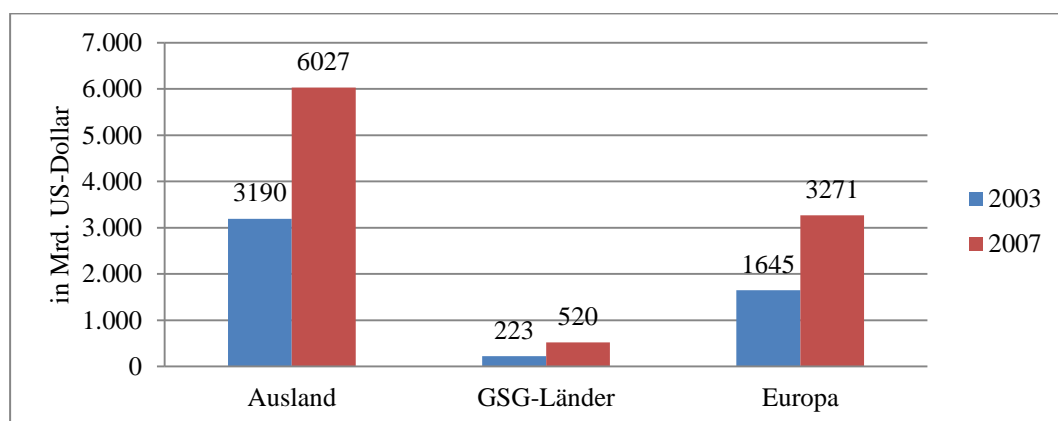


Abbildung 10: Anteil der GSG-Länder und Europäischer Staaten an privaten Wertpapieren in den USA 2003 und 2007. Quelle: Bernanke 2011

Welche Risiken europäische Investoren eingegangen sind, zeigt Abbildung 11. Zwar haben sich die Investitionen in AAA-bewertete Wertpapiere - welche sich entgegen der Bewertung durch Ratingagenturen im Laufe der Finanzkrise häufig als sehr risikoreich herausgestellt haben - etwa vervierfacht, doch ist hier klar ersichtlich, dass bewusst und intensiv in hochriskante (equity) Finanzprodukte investiert wurde. Eine Täuschungsabsicht der Verkäufer dieser Produkte bzw. der Ratingagenturen oder eine große Informationsasymmetrie kann im Bereich der Non-AAA oder Equity-Produkte kaum unterstellt werden.

⁴³ (Bernanke, Bertaut, Pounder DeMarco, & Kamin, 2011)

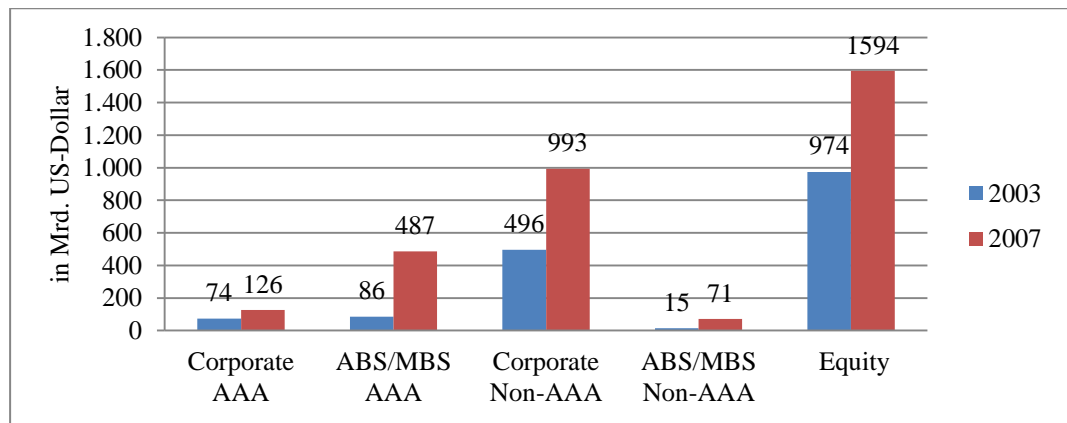


Abbildung 11: Struktur europäischer Wertpapierkäufe in den USA 2003 und 2007. Quelle: Bernanke 2011

2.4 Bewertung von globalen Ungleichgewichten

2.4.1 Differenzierung nach Art und Risiko

Priewe unterscheidet drei Fallgestaltungen vorhandener Ungleichgewichte, wobei in nur einem Fall für beide Länder positive ökonomische Effekte verzeichnet werden können. In den ersten beiden Beispielen findet ein Nettokapitalexport statt, da der Sparüberschuss des Inlands entweder im Ausland gehortet oder in Vermögensgüter (z. B. Immobilien) investiert wird und so lediglich steigende Preise im Ausland verursacht. Im dritten und günstigsten Fall wird das exportierte Kapital teils investiert und teils für Konsum verwendet, wodurch die aggregierte Nachfrage steigt und zu einer steigenden Exportquote im Inland führt.

In Bezug auf die Struktur des Exports können Direktinvestitionen als weniger risikoreich betrachtet werden als Portfolioinvestitionen, da in diesen Fällen das Risiko sowohl im In- als auch im Ausland bei ein und demselben Investor liegt.⁴⁴

Weiterhin kann bei Direktinvestitionen von einer relativ geringen Informationsasymmetrie ausgegangen werden, was zumindest annähernd rationale Entscheidungen und objektivere Risikobewertungen erwarten lässt.

Der Kauf von ausländischen Staatsanleihen wird in der Literatur - zumindest in Bezug auf Industriestaaten wie die USA - häufig als risikolos oder quasi risikolos bezeichnet. Bei weltweit 90 Staatsinsolvenzen in 73 Ländern seit 1980 ist diese Annahme wohl unrealistisch.⁴⁵ Auch unter der Prämisse, dass die Höhe des Zinssatzes einer Anlage deren Ausfallrisiko widerspiegelt, bergen auch noch so

⁴⁴ (Priewe, 2011, S. 15 f.)

⁴⁵ (Konrad & Zschäpitz, 2010, S. 102 f.)

niedrig dotierte Anleihen wie die US Treasuries ein definiertes Risiko. Eine tatsächlich risikolose Anleihe müsste demnach nominal mit 0% verzinst sein.

2.4.2 Ansätze zur Risikobewertung

Priewe nennt vier Verfahren zur Beurteilung der Risiken vorhandener Leistungsbilanzungleichgewichte, wobei zwei Ansätze näher beschrieben werden. Im ersten Fall wird dann Nachhaltigkeit unterstellt, wenn das Defizitland einen relativ zum BIP konstanten Schuldendienst an das Überschussland leisten kann, weshalb von einer konstanten Auslandsschuldenquote ($D_{\text{Ausl}}/\text{BIP}$) ausgegangen wird. Unabhängig von der tatsächlichen Höhe dieses Betrags darf er dauerhaft nicht steigen, da das Defizitland sonst in Zahlungsunfähigkeit geraten kann. Demnach dürfen die Nettoauslandsschulden (D_{Ausl}) nicht schneller steigen als das BIP.⁴⁶

Für die USA verdeutlicht Abbildung 12, dass das Kriterium der Nachhaltigkeit nicht erfüllt ist. Denn die Wachstumsrate der Nettoauslandsverschuldung liegt zwischen 1991 und 2008 bei ca. 18%, während das BIP im gleichen Zeitraum mit ca. 5,2% pro Jahr gewachsen ist. Allerdings ist hier zu beachten, dass es sich um ein sehr einfaches Bewertungsverfahren handelt und das Ergebnis keine Aussage über die tatsächliche finanzielle Belastung des Defizitlandes zulässt.

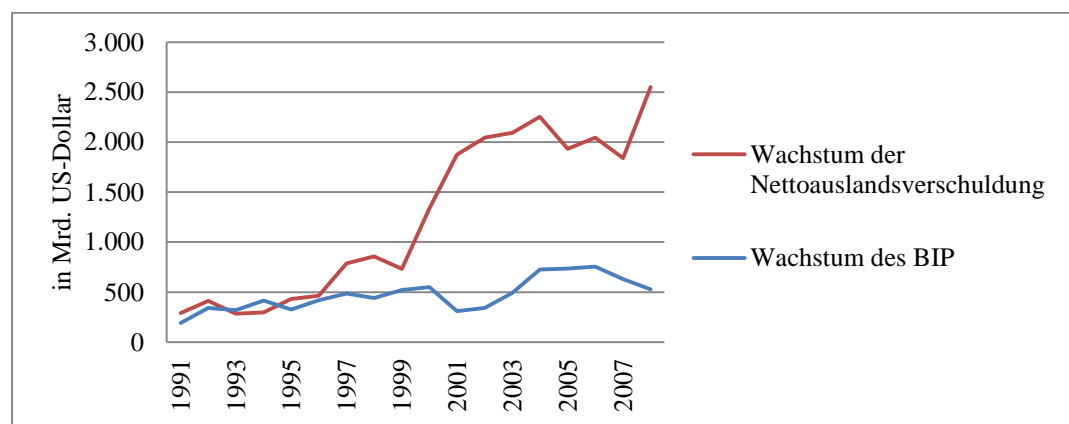


Abbildung 12: Vergleich der Nettoauslandsverschuldung mit dem Wirtschaftswachstum der USA. Quelle: IWF, Bureau of Economic Analysis, eigene Darstellung

⁴⁶ (Priewe, 2011, S. 22)

Im zweiten Ansatz wird der Nominalzins auf Auslandsverbindlichkeiten berücksichtigt und ins Verhältnis zum Wirtschaftswachstum gesetzt. Daraus ergibt sich:

$$\frac{HD}{BIP} = (g_y - i)d$$

- HD = Handelsbilanz
 g_y = Nominales Wirtschaftswachstum
d = Auslandsschulden in % des BIP
i = Nettozinszahlungen

Aus Gründen der Übersichtlichkeit und um den tatsächlichen Effekt der Nettovermögensposition der USA deutlich zu machen, wird der Term $(g_y - i)d$ in Abbildung 13 als Gewinnquote bezeichnet. Da die Nettozinszahlungen (i) für die USA positiv sind, ist auch die Erwerbs- und Vermögenseinkommensbilanz positiv. Zur Darstellung der Zusammenhänge zwischen Handelsbilanz und Erwerbs- und Vermögenseinkommensbilanz siehe Anhang A1.

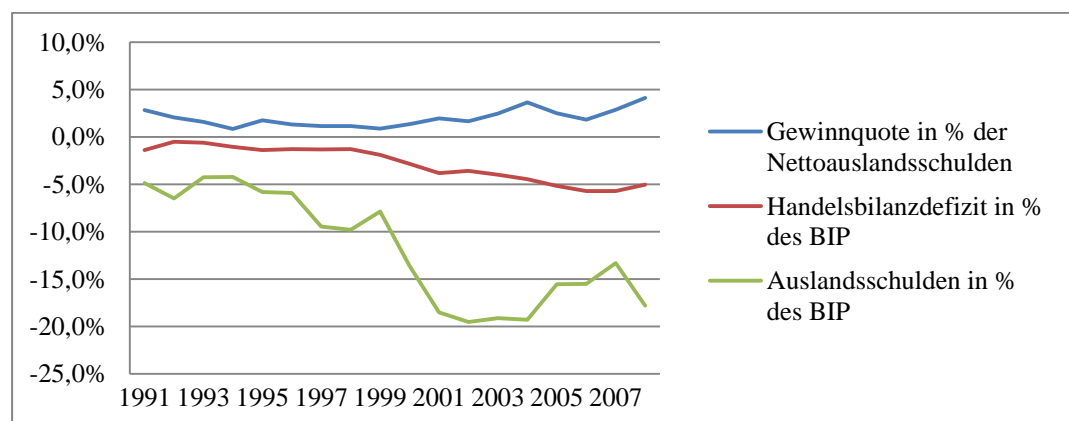


Abbildung 13: Vergleich Handelsbilanzdefizit und Vermögenseinkommen der USA. Quelle: IWF, Bureau of Economic Analysis, eigene Darstellung

Obwohl die Nettoauslandsverschuldung der Vereinigten Staaten bis zum Jahr 2008 auf rund 18% des BIP gestiegen ist, zeigt Abbildung 13 eindeutig, dass das aufgebaute Defizit unter den von Priewe beschriebenen Bedingungen nachhaltig ist. Denn die USA erhalten auf ihre im Ausland gehaltenen Vermögenswerte regelmäßig höhere Zahlungen, als sie für ihre Auslandsschulden erbringen

müssen. Aus dieser Perspektive besteht kein Bedarf, das Defizit abzubauen. Dennoch birgt die wachsende Auslandsverschuldung Risiken. Denn die günstigen Kreditkonditionen der USA sind zum Teil auf die große Nachfrage der Emerging Markets - insbesondere China - nach Staatsanleihen zurückzuführen. Ohne diese Reservebildung Chinas lägen die Zinsen für US Treasury Securities mindestens 50 Basispunkte über ihrem aktuellen Wert.⁴⁷

Sollte das Vertrauen in die USA als Schuldner oder in den Dollar als Reservewährung schwinden und die aktuellen Gläubiger auf Investments in Euro oder Yen umsteigen, würden die Zinsen für die USA steigen. Allerdings scheint diese Gefahr momentan nicht gegeben. Denn aufgrund der Krise in den Euro-Staaten hat der Euro als potentieller Konkurrent als Reservewährung an Vertrauen verloren und die Nachfrage nach Finanzanlagen in US-Dollar ist auch nach der Finanzkrise ungebrochen hoch.⁴⁸

Dennoch sollten exorbitante Ungleichgewichte auch im Interesse der Gläubigerstaaten vermieden werden. Denn je höher der Schuldenstand gegenüber einem Defizitland, desto größer wären der Vermögensschaden und die volkswirtschaftlichen Konsequenzen im Falle von Zahlungsschwierigkeiten für das Gläubigerland.

⁴⁷ (Obstfeld & Rogoff, 2009, S. 23)

⁴⁸ (Priewe, 2011, S. 68)

3 Zu Spekulationsblasen

3.1 Definition und Theorien zur Entstehung von Spekulationsblasen

3.1.1 Definition und Erkennung spekulativer Blasen

Sobald der Preis für ein bestimmtes Gut über seinen Fundamentalwert steigt, spricht man von einer Preis- oder Spekulationsblase.⁴⁹ Fundamentalwerte (oder innere Werte) werden über betriebswirtschaftliche Bewertungsverfahren ermittelt, um einen objektivierbaren Wert in Geldeinheiten beziffern zu können. Beispiele für entsprechende Bewertungsverfahren sind der Realloptionsansatz, das Multiplikatorverfahren oder das Discounted Cashflow Verfahren.⁵⁰

Da verschiedene Bewertungsverfahren existieren und in deren Anwendung und Interpretation regelmäßig subjektive Bewertungen einfließen, können auch unterschiedliche Fundamentalwerte ermittelt werden. Daher sind die frühzeitige Erkennung spekulativer Blasen sowie eine zeitnahe und angemessene Reaktion darauf nur sehr schwer möglich.

Dreger/Kholodilin haben in zwei Ansätzen (Signalansatz und Logitregression) den Einfluss zahlreicher Indikatoren auf frühere Immobilienpreisblasen untersucht und daraus ein Frühwarnsystem entwickelt. Im Ergebnis sind das Geldmengenwachstum sowie die Relation zwischen Immobilienpreisen, Mieten und Durchschnittseinkommen von entscheidender Bedeutung für die Erkennung einer Spekulationsblase. Durch das Setzen bestimmter Grenzwerte für die einzelnen Variablen kann definiert werden, wann eine Preisblase vorliegt und entsprechend reagiert werden.⁵¹

Zwar werden die entsprechenden Variablen und ihre zur Bestimmung einer Blase notwendigen Grenzwerte normativ bestimmt. Dennoch kann dieser Ansatz zumindest Hinweise darauf geben, ob und in welchem Bereich eventuell eine Preisblase entsteht. Anschließend können detailliertere Untersuchungen erfolgen.

3.1.2 Begrenzte Rationalität

Die Theorie der rationalen Erwartungen unterstellt, dass Marktteilnehmer über alle notwendigen Informationen verfügen und der Marktpreis dem

⁴⁹ (Mankiw, 2008, S. 190)

⁵⁰ (Peemöller, 2012, S. 3)

⁵¹ (Dreger & Kholodilin, 2011, S. 5 f.)

Fundamentalwert der Investition entspricht. Preise ändern sich (ohne zeitliche Verzögerung) nur, wenn sich die Erwartungen der Akteure bezüglich zukünftiger Renditen ändern.⁵² In der Theorie der begrenzten Rationalität sind Investoren kurzfristig nicht oder nur begrenzt in der Lage theoretische Preismodelle in der Praxis anzuwenden und bewerten eine Investition dadurch fehlerhaft. In der Folge können irrationale Preisblasen entstehen. Die experimentelle Ökonomik zeigt, dass diese kognitiven Schwächen bei mehrfacher Wiederholung durch individuelle Lernprozesse abgebaut werden können.⁵³

Im Falle der Asset Backed Securities kann davon ausgegangen werden, dass ein Großteil der Investoren (insbesondere außerhalb der USA) von der Struktur und den Risiken der verbrieften Schuldverschreibungen nur geringe oder keine Kenntnisse hatte. Damit lag eine starke Informationsasymmetrie vor, welche es den Anlegern nicht ermöglichte, einen dem Risiko entsprechenden Preis zu kalkulieren. Verstärkt wird diese Asymmetrie durch die Tatsache, dass es sich bei den Käufern der Wertpapiere häufig um Fonds-Manager oder andere Vermögensverwalter gehandelt hat. Das heißt, die Kapitaleigentümer hatten keinen direkten Einfluss auf den Kauf. Stiglitz sieht in dieser Konstruktion, welche er "Handeln in Stellvertretung" nennt, eine der Hauptursachen für das Entstehen der Krise.⁵⁴

Den Immobilienkäufern selbst kann zum Zeitpunkt des Immobilienbooms begrenzte Rationalität in Bezug auf zukünftige Ereignisse unterstellt werden. Für sie waren die Kreditbedingungen sowie die steigenden Immobilienpreise hoch attraktiv und die Zentralbank signalisierte 2003, dass sie auf absehbare Zeit keine Zinserhöhung plane.⁵⁵ Die Käufer konnten weder den Zinsanstieg ab 2004, noch ein eventuelles Sinken der Immobilienpreise antizipieren und in ihre Preiskalkulation einbeziehen. Die Kombination aus steigenden Zinsen und sinkenden Immobilienpreisen brachte schließlich zahlreiche Kreditnehmer zur Zahlungsunfähigkeit.

3.1.3 Die Greater-Fool-Hypothese

Die Greater-Fool-Hypothese (größerer Narr) besagt, dass ein Investor bewusst einen höheren Preis als den Fundamentalwert bezahlt. Denn er geht davon aus,

⁵² (Kindleberger, 2005, S. 33)

⁵³ (Levine & Zajac, 2007, S. 2)

⁵⁴ (Stiglitz, 2010, S. 40)

⁵⁵ (Obstfeld & Rogoff, 2009, S. 15)

dass es zu jedem Zeitpunkt einen Marktteilnehmer gibt, der wiederum einen noch weiter vom Fundamentalwert entfernten Preis für das erworbene Gut bezahlt. Die Preisblase platzt, wenn kein Käufer mehr gefunden wird, der einen höheren Preis bezahlen möchte als der vorhergehende Käufer.⁵⁶

Für Immobilienkäufer in den USA scheint dieser Ansatz nur eine theoretische Relevanz zu haben. Denn für sie war der Marktwert ihrer Immobilie dahingehend von Bedeutung, als dass sie in dieser Höhe Hypothekendarlehen auf ihre Häuser abschließen konnten. Eine tatsächliche Veräußerung zu diesem Preis war in den meisten Fällen nicht vorgesehen. Es musste also kein "größerer Narr" gefunden werden.

Um die Greater-Fool-Hypothese in Bezug auf den Wertpapiermarkt überprüfen zu können, bedarf es tiefergehender Untersuchungen. Allerdings ist davon auszugehen, dass sich zahlreiche Käufer der Equity-Tranchen (vgl. Abbildung 11) des hohen Ausfallrisikos bewusst waren und nicht die Absicht hatten, die Wertpapiere bis zur Endfälligkeit der dahinterstehenden Darlehen zu halten.

3.1.4 Institutionalisierung

Eine eher sozialwissenschaftliche Erklärung für Spekulationsblasen liefert die Theorie der Institutionalisierung von Entscheidungen. Hier trifft der Marktteilnehmer keine individuelle Entscheidung aufgrund persönlicher Präferenzen, sondern orientiert sich wenigstens teilweise am Verhalten und den Entscheidungen anderer Marktteilnehmer (Herdenverhalten).⁵⁷

Mit einer durchschnittlichen Eigenheimquote von 68% zwischen den Jahren 2000 und 2009 verfügen die USA über eine der höchsten Quoten in den Industrieländern.⁵⁸ Dagegen lag die Quote für Wohneigentum in Deutschland 2006 bei vergleichsweise geringen 41,6%.⁵⁹ Da die USA auch in den 80er und 90er Jahren und damit vor dem Anwachsen der Immobilienblase über eine relativ hohe Wohneigentumsquote verfügten, kann davon ausgegangen werden, dass der Erwerb von Eigenheimen eine größere gesellschaftliche Bedeutung hat, als in anderen Industriestaaten. Durch diese gesellschaftliche Konvention kann ein solches Herdenverhalten, wie es Levine/Zajac beschreiben, hervorgerufen oder wenigstens begünstigt werden.

⁵⁶ (Kindleberger, 2005, S. 38)

⁵⁷ (Levine & Zajac, 2007, S. 3 f.)

⁵⁸ (United States Census Bureau, 2013)

⁵⁹ (Statistisches Bundesamt)

3.2 Die US-amerikanische Immobilienblase

3.2.1 Grundlegende Informationen

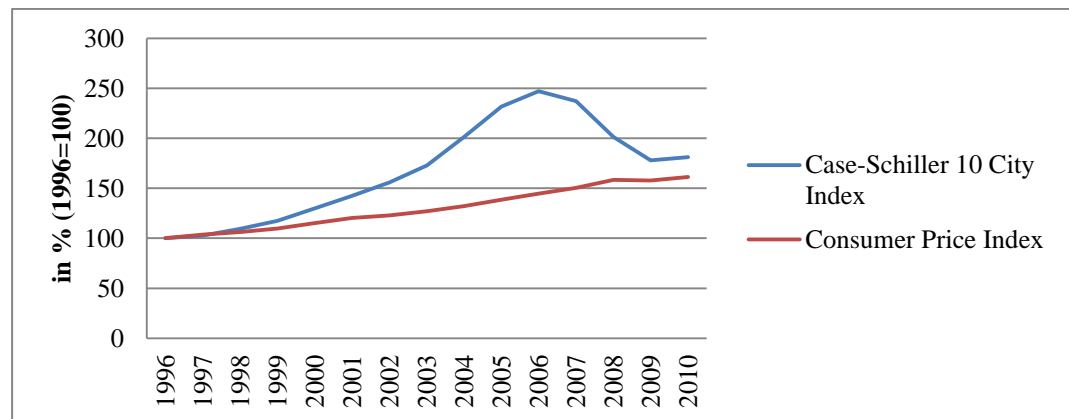


Abbildung 14: Vergleich der Inflationsrate mit der Entwicklung der Immobilienpreise. Quelle: Bureau of Labor Statistics und Standard & Poors

Von 1997 - dem Beginn der Asienkrise und dem Aufbau der asiatischen Dollarreserven - ausgehend entfernten sich die Immobilienpreise immer weiter von der durchschnittlichen Inflationsrate (vgl. Abbildung 13). Während sich die Preissteigerung ab 2003 noch beschleunigte, ist 2006 mit der Leitzinserhöhung der FED bereits ein Rückgang und 2007 ein Einbruch eingetreten. In den nachfolgenden Kapiteln werden die Ursachen für die Blasenbildung analysiert.

3.2.2 Einfluss des Zinsniveaus

Die Ursachen für das in der letzten Dekade relativ niedrige Zinsniveau wurden bereits in Kapitel 2.3.5 dargestellt. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich sieht darin eine Hauptursache der globalen Ausbreitung der Krise. Zwar bewegte sich das Zinsniveau in allen Industriestaaten auf einem sehr niedrigen Niveau, jedoch haben die USA aufgrund ihres Anteils am Welt-BIP sowie der Bedeutung ihrer Landeswährung einen besonders starken Einfluss auf andere Volkswirtschaften. Denn aufgrund der Rolle des US-Dollars als Leitwährung lauten zahlreiche internationale Verträge auf US-Dollar. Weiterhin nutzen einige feste oder quasifeste Wechselkurssysteme den Dollar als Referenzwährung. Auch die EZB und die japanische Zentralbank hielten die kurzfristigen Zinsen bei 1% oder darunter.

Diese Geldpolitik führte bei zahlreichen vermögensverwaltenden Finanzinstituten zu betriebswirtschaftlichen Schwierigkeiten. Sie binden sich mit ihren Produkten

wie Lebensversicherungen meist langfristig und sichern den Gläubigern eine bestimmte Rendite zu. Sinkt das durchschnittliche Zinsniveau, müssen sie höhere Risiken eingehen, um den Verlust auszugleichen.⁶⁰

3.2.3 Finanzierungsform und Herkunft der Mittel

In einem einfachen Finanzierungsmodell erhält ein Immobilienkäufer von einem Kreditinstitut ein Darlehen, um die Immobilie zu erwerben. Da die Bank nun das Risiko eines Kreditausfalls trägt, dient das erworbene Objekt als Sicherheit. Im Falle von Zahlungsschwierigkeiten durch den Kreditnehmer, kann die Immobilie durch die Bank veräußert werden, um einen Teil oder die gesamte Kreditsumme zurückzuerhalten.

Dennoch bleibt der Bank ein Restrisiko, falls der Wert der Immobilie sinkt, diese zerstört wird oder der Kredit aufgrund anderer Ursachen nicht zurückgezahlt werden kann. Um dieses Risiko zu minimieren oder ganz zu beseitigen, können Kredite zu Wertpapieren verbrieft (engl. securitized) werden. Dabei kann die Konstruktion dieser Finanzprodukte sehr unterschiedlich ausfallen. Hinter einem bestimmten Wertpapier kann eine Kombination aus Krediten für private Immobilien, Unternehmenskrediten oder auch Konsumentenkrediten stehen. Hierfür werden die Kredite an eine Zweckgesellschaft (engl. special purpose vehicle) übertragen und mit dem Verkauf der entsprechenden Wertpapiere oder Zertifikaten gegenfinanziert (vgl. Abbildung 15). Damit kann die Bank das Ausfallrisiko auf den Käufer der Wertpapiere übertragen. Die Struktur der Käufer umfasst sowohl andere Banken, als auch Fonds oder Privatpersonen.⁶¹

Zwar waren anfangs die Zinsen auf Hypothekendarlehen niedrig, doch sind bei Abschluss eines Kreditvertrags relativ hohe Gebühren fällig. Entgegen grundlegender marktwirtschaftlicher Bestrebungen (eine Senkung von Transaktionskosten) wurden damit die Transaktionskosten im Interesse der Kreditinstitute erhöht.⁶²

Da die Bank nun quasi auf Provision arbeitet, steigt ihr Gewinn mit der Anzahl vergebener Kredite. Es wurde ein Anreiz geschaffen, den (potentiellen) Kundenkreis soweit wie möglich auszuweiten. Und um die Anzahl der Darlehen zu maximieren, wurde in den USA auf eine Bonitätsprüfung faktisch verzichtet.

⁶⁰ (BIS, 2009, S. 6)

⁶¹ (Brender & Florence, 2010, S. 6 f.)

⁶² (Stiglitz, 2010, S. 119)

Eine neue Kundengruppe wurde geschaffen, welche in Insiderkreisen NINJA (no income, no job, no asset) genannt wird. Die an diese Zielgruppe vergebenen Kredite sowie die daraus generierten Wertpapiere werden dem sogenannten (zweitklassigen) Subprime-Markt zugeordnet.⁶³

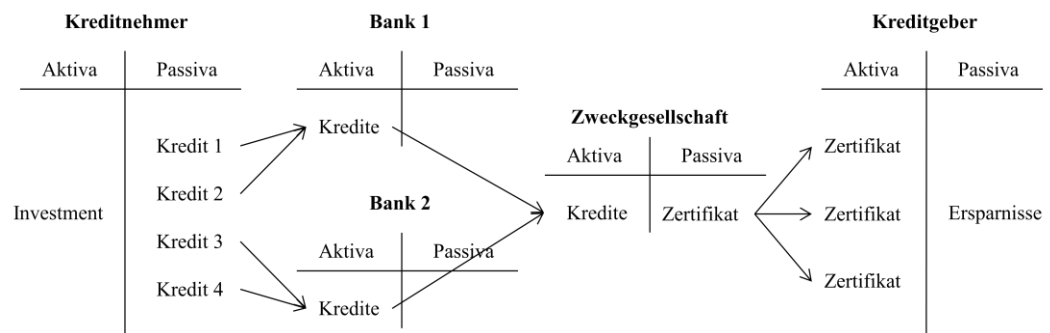


Abbildung 15: Darstellung der Verbriefungspraxis. Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Brender/Pisani S. 7

Da die generierten Finanzprodukte weltweit und mit mehreren Zwischenhändlern vertrieben wurden, war vielen Investoren und Banken zu Beginn der Zahlungsausfälle 2007 nicht bewusst, welchen Wert ihre Anlagen noch hatten. Die durch Banken gehaltenen Wertpapiere wurden häufig durch kurzfristige Kredite finanziert, wodurch sie auf die Kreditvergabe durch andere Banken angewiesen. Da zu diesem Zeitpunkt jedoch der Wert und das Ausfallrisiko der Investments unklar waren, sind die Zinsen für Kredite am Interbankenmarkt ebenfalls gestiegen bzw. waren gar nicht mehr verfügbar. So gerieten zunehmend auch Banken in Zahlungsschwierigkeiten. Tridico nennt diesen Effekt der multiplen Kreditausfälle "default-correlation".⁶⁴ In welchem Umfang europäische Finanzmarktakteure in diesen Anlageformen investiert waren ist in Abbildung 11 dargestellt.

3.2.4 Hypothekendarlehen, Kettenverbriefungen und Derivaten

Da bis zum Jahr 2008 etwa zwei Drittel aller privaten Kredite in den USA verbrieft waren, mussten die Kreditinstitute nur etwa ein Drittel in ihren Bilanzen ausweisen, wodurch bestimmte Risiken nicht auf den ersten Blick erkennbar waren. Zusätzlich zur Verbriefung gibt es in den USA die Möglichkeit, Wertpapiere zu "strukturieren". In diesem Fall werden die Wertpapiere mit

⁶³ (Tridico, 2012, S. 19, 23)

⁶⁴ (Tridico, 2012, S. 23 f.)

Prioritäten in Bezug auf die Rückzahlung der Schulden versehen, wodurch das Ausfallrisiko ungleich verteilt wird. Der Gesamtmarkt der Verbrieften Kredite in den USA hatte bis zum Ausbruch der Krise 2007 ein Volumen von etwa 11,5 Billionen US-Dollar, während der Markt in Europa nur etwa 650 Mrd. US-Dollar umfasste. Ein Großteil der ABS werden in dieser Form strukturiert, wobei CDOs als Teil der ABS die am weitesten verbreitete Form strukturierter forderungsbesicherter Wertpapiere darstellt. CDOs sind nochmals über eine zweite Zweckgesellschaft verbrieft als MBS bzw. ABS. Ziel dieser Maßnahme ist es, durch eine neue Zusammenstellung der Wertpapiere zu Paketen eine breitere Risikostreuung oder zumindest eine bessere Bewertung der Rating-Agenturen zu erhalten.⁶⁵

Die Strukturierung erfolgt in drei Tranchen, wobei die Senior-Tranche mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit von 0,06 bis 0,3 Prozent und einem Volumen am Gesamtmarkt von etwa 50% die sicherste Anlageform mit einem Rating von AAA bis A darstellt. Es folgen Mezzanine Wertpapiere (BBB bis B) und die Equity-Tranche, welche von den Rating-Agenturen nicht bewertet wurde.⁶⁶

Neben der Verbriefung von Schulden steht den Kreditinstituten ein weiteres Instrument zur Risikominimierung zur Verfügung: das Derivat. Mit Hilfe von Derivaten können sich Banken gegen steigende Zinssätze, schwankende Wechselkurse und gegen den Ausfall von Krediten versichern. Während interest rate swaps (Absicherung gegen steigende Zinsen) am häufigsten verwendet werden, haben credit default swaps (Absicherung gegen Kreditausfall) in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. Im Gegensatz zur Verbriefung und dem anschließenden Verkauf der verbrieften Wertpapiere, bleiben die Kredite in diesem Fall in der Bilanz des Kreditinstituts stehen. Es wird lediglich das jeweilige Risiko gehandelt. Die wirtschaftliche Bedeutung der Derivate wird im Volumen der weltweit hinter den Absicherungen stehenden fiktiven Werte von annähernd 700 Billionen US-Dollar im Jahr 2008 deutlich.⁶⁷ Zum Vergleich entspricht dieser Betrag mehr als dem 10fachen des 2011 erwirtschafteten Weltbruttoinlandsprodukts von ca. 68,7 Billionen US-Dollar.⁶⁸

Durch die Verbriefung von Darlehen und den Handel mit Derivaten kann sich eine Bank quasi von allen mit der Kreditvergabe verbundenen Risiken befreien.

⁶⁵ (Brender & Florence, 2010, S. 10)

⁶⁶ (Schäfer, 2008, S. 808)

⁶⁷ (Brender & Florence, 2010, S. 12 f.)

⁶⁸ (International Monetary Fund, 2011)

Da jedoch die Käufer dieser Finanzprodukte selbst oft Banken bzw. deren Tochter- oder Zweckgesellschaften waren, verblieben die Risiken dennoch bei den Kreditinstituten und führten im Sommer 2007 zu den bekannten ökonomischen Verwerfungen.

3.2.5 Zur Rolle der Ratingagenturen

Ratingagenturen haben die Aufgabe, die Qualität von Wertpapieren eines Emittenten und damit die gegenwärtige und zukünftige wirtschaftliche Situation des Emittenten selbst zu beurteilen. Dabei kann es sich um Finanzinstitute, Unternehmen oder öffentliche Institutionen handeln. Das Rating-Skala reicht beispielsweise bei Standard & Poors von AAA (Ausfallrisiko annähernd Null) über 21 Stufen bis D (Zahlungsausfall). Eine Übersicht über die von Standard & Poors verwendeten Ratings ist in Anhang Über 90% des Marktes für Ratings entfallen auf Standard & Poors, Moody's und Fitch Ratings, was quasi einem Oligopol entspricht. Die Vergütung der Agenturen erfolgt größtenteils über Gebühren der Emittenten. Und zwar sowohl für die Beratung, wie ein gutes Rating erreicht werden kann als auch anschließend für die Bewertung selbst.⁶⁹

An dieser Stelle treten Interessenskonflikte auf. Erstens hat eine Ratingagentur grundsätzlich ein Interesse daran, den Emittenten positiv zu bewerten, da dieser sich sonst eventuell an eine andere Agentur wendet. Zweitens spiegeln Ratingagenturen nicht nur den wirtschaftlichen Zustand eines Emittenten wider, sondern können diesen mit ihrer Bewertung direkt beeinflussen. Fällt ein Rating beispielsweise ungünstig aus, können sich für den Emittenten die Finanzierungskosten erhöhen und sich seine Situation weiter verschlechtern. Drittens neigen die bewerteten Institutionen dazu, ihre Wertpapiere dahingehend zu optimieren, dass sie ein positives Rating erhalten, ohne den strukturellen Hintergrund zu verändern.

3.2.6 Staatliche (De-)Regulierung

Da die Ausweitung von Wohneigentum bis zum Ausbruch der Krise ein erklärtes Ziel der US-Regierung war, wurden Bau und Kauf von Immobilien durch verschiedene staatliche Interventionen gefördert. Diese Vorgehensweise hat entscheidend zum Entstehen der Immobilienpreisblase beigetragen.

⁶⁹ (Säverin, 2010, S. 10 ff.)

Seit dem Tax Reform Act von 1986 können die Zinsen auf Hypothekenkredite von der Einkommenssteuer abgesetzt werden und eine kalkulatorische Miete für selbstgenutztes Wohneigentum bleibt ebenfalls steuerfrei. Die Abzugsfähigkeit der Zinsen ist zwar auch in anderen Ländern möglich (z. B. in den Niederlanden oder der Schweiz), doch wird dort eine kalkulatorische Miete von selbstgenutztem Wohneigentum versteuert.⁷⁰ Weiterhin besteht für Kreditnehmer mit zu geringem Eigenkapital die Möglichkeit, einen zusätzlichen Hypothekenkredit (piggyback) zu erhalten, statt eine Kreditausfallversicherung abzuschließen. Dies ist wesentlich attraktiver, da die Prämien für eine Versicherung im Gegensatz zu den Kreditzinsen steuerlich nicht absetzbar sind.⁷¹

Bei Betrachtung dieser indirekten Subventionierung über das Steuerrecht ist es nachvollziehbar, weshalb zahlreiche Konsumartikel über Hypothekenkredite finanziert wurden. Damit wurde faktisch auch ein Großteil des US-amerikanischen Konsums über die steuerliche Gesetzgebung subventioniert.

Weiterhin ist es durch dieses Verfahren für Investoren attraktiver, Immobilien auf Kredit zu erwerben, um sie kurzfristig (zu einem höheren Preis in einem boomenden Markt) wieder zu verkaufen, anstatt sie zu vermieten, was die Preise weiter in die Höhe treibt.

Da in den USA für die Hypothekenkredite meist lediglich die Immobilie als Sicherheit dient, kann bei Zahlungsunfähigkeit des Kreditnehmers auch nur die Immobilie veräußert werden, unabhängig davon, inwieweit damit die Kreditsumme abgedeckt werden kann. Ein Zugriff auf andere Vermögenswerte oder zukünftige Einnahmen ist - entgegen beispielsweise deutscher Gesetzgebung - nicht möglich. Bei laufend steigenden Immobilienpreisen ist diese Regelung für den Gläubiger attraktiver, als lediglich den Anspruch auf die Kreditsumme geltend machen zu können. Bei einem Rückgang der Immobilienpreise, wie dies ab 2007 der Fall war, sind im Fall der Zahlungsunfähigkeit des Kreditnehmers automatisch Abschreibungen auf die Kreditsumme nötig, bis hin zum Totalausfall.

Im Gegensatz zu zahlreichen anderen Staaten ist es in den USA möglich, Ratings über die Bonität von Schuldern zu erstellen und öffentlich zugänglich zu machen. Ziel dieser Maßnahme ist die Schaffung größtmöglicher Transparenz im Kreditgeschäft. Jedoch wurden beispielsweise Rating-Systeme für kurzfristige

⁷⁰ (Ellis, 2008, S. 16 f.)

⁷¹ (Bloss, Ernst, Häcker, & Eil, 2009, S. 22)

Kreditkartenschulden auf die Vergabe von langfristigen Immobilienkrediten übertragen, was zu teilweise unrealistischen Risikobewertungen führte. Des Weiteren konzentrieren sich einige Schuldner - welche die Algorithmen hinter den Ratings verstehen - darauf, eine höhere Punktzahl zu erreichen, ohne tatsächlich etwas an ihren wirtschaftlichen Verhältnissen zu ändern.⁷² Es handelt sich hierbei um ein ähnliches Muster wie bei den Bewertungsverfahren der Ratingagenturen für Unternehmen bzw. deren Finanzanlagen.

Der Alternative Mortgage Transaction Parity Act von 1982 schuf die Grundlage für die Ausgestaltung der Subprime-Kredite, indem er beispielsweise flexible Zinssätze oder negative Amortisation ermöglichte. Negative Amortisation bedeutet, dass durch die monatlichen Zahlungen selbst die Zinsen nicht abgedeckt werden können, wodurch die Kreditsumme am Periodenende größer ist als zu Beginn. Diesem Gesetz ging 1980 der Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act voraus, wodurch bis dahin geltende Zinsobergrenzen abgeschafft wurden.⁷³ Damit setzten sich Kreditnehmer unabhängig von der Art des Darlehens (für Kreditkarten, Immobilie, PKW etc.) einem erheblichen Risiko in Bezug auf Zinsschwankungen aus. Ins öffentliche Bewusstsein gelangte dieses Risiko, als 2007 die variablen Zinsen der Immobilienkredite innerhalb kürzester Zeit gestiegen sind und zahlreiche Kreditnehmer zahlungsunfähig wurden.

Eine Ursache der enormen ökonomischen Folgen der Finanzkrise in den 1930er Jahren wurde im Universalbankensystem gesehen. Daraufhin wurde mit dem Glass-Steagall-Act (nach den beiden Initiatoren benannt) das Trennbankensystem eingeführt. In einem Trennbankensystem muss sich eine Bank entsprechend ihrer Geschäftstätigkeit als Investmentbank oder Geschäftsbank positionieren. Damit sollte der sogenannte Eigenhandel der Banken, also der Handel mit Wertpapieren u. ä. in eigenem Namen, unterbunden werden. Denn Geschäftsbanken seien für die Vermögensverwaltung und den Zahlungsverkehr der gesamten Bevölkerung verantwortlich und sollten nicht den Risiken des Investmentbanking ausgesetzt sein. Weiterhin unterstehen Geschäftsbanken einer strengeren Finanzaufsicht. 1999 wurde das Trennbankensystem durch den Gramm-Leach-Bliley-Act aufgehoben und es entstanden integrierte Finanzkonzerne mit Geschäfts-, Investment- und Versicherungssparten.⁷⁴

⁷² (Ellis, 2008, S. 19 f.)

⁷³ (Bloss, Ernst, Häcker, & Eil, 2009, S. 23)

⁷⁴ (Hilgers, 2010)

Durch die damit gewonnene Größe dieser Konzerne in Bezug auf Umsatz, verwaltetes Vermögen oder wirtschaftliche Verflechtungen erreichten einige von ihnen aus politischer Perspektive den Status eines systemrelevanten Unternehmens. Das bedeutet, eine Insolvenz wäre mit größeren volkswirtschaftlichen Verlusten verbunden als eine finanzielle Intervention (Rettung) durch den Staat. Daher fordern zahlreiche Wirtschaftswissenschaftler aber auch Politiker und andere Akteure Regularien, die für jedes Unternehmen eine geordnete Insolvenz ermöglichen, ohne dass ganze Volkswirtschaften in Mitleidenschaft gezogen werden.⁷⁵

3.2.7 Ökonomische Folgen

Während zahlreiche Kreditinstitute aufgrund der Liquiditätsengpässe durch Staatsfonds unterstützt wurden, musste Lehman Brothers am 15. September 2008 Insolvenz anmelden, wodurch das Vertrauen unter den Banken weiter sank und die Kosten für Kredite auf dem Interbankenmarkt weiter stiegen. Die FED, die EZB und die englische Zentralbank reagierten umgehend mit der Bereitstellung liquider Mittel und massiver Zinssenkungen.⁷⁶ Dennoch stiegen die Hypothekenzinsen und allein bis März 2009 waren 5,4 Mio. Schuldner entweder in Zahlungsverzug oder es wurde bereits ein Zwangsvollstreckungsverfahren gegen sie eingeleitet. Das entspricht knapp 12% aller Kreditnehmer von Hypothekendarlehen in den USA.⁷⁷ Weltweit brachen die Wachstumsraten je nach Betroffenheit mehr oder weniger stark ein (vgl. Abbildung 16).

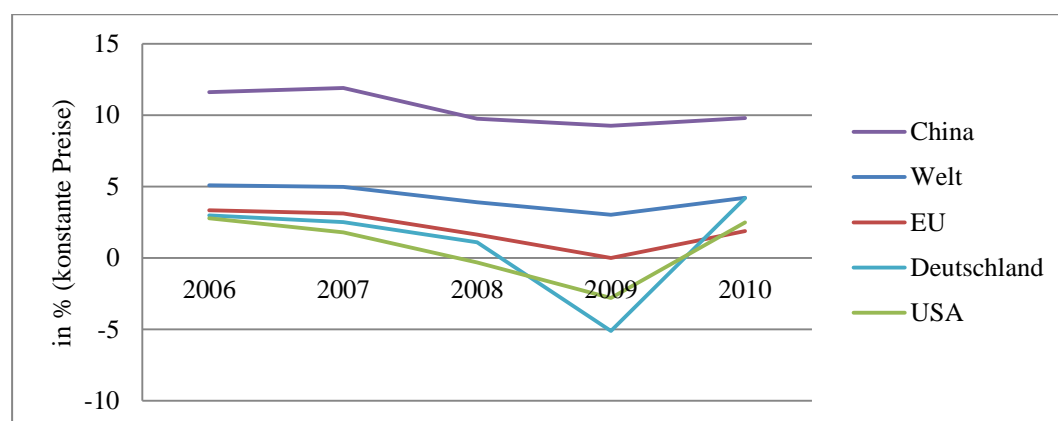


Abbildung 16: Wachstumsraten ausgewählter Regionen. Quelle: IWF

⁷⁵ (Rajan, 2012, S. 265 f.)

⁷⁶ (Tridico, 2012, S. 24)

⁷⁷ (Stiglitz, 2010, S. 450)

Während China bis 2009 nur einen relativ leichten Rückgang auf rund 9,3% hinnehmen musste, schrumpfte in einigen Ländern wie Deutschland (-5,1%) oder den USA (-2,8%) die Wirtschaft. Die Deutsche Bank hat allein für das Jahr 2009 einen weltweiten BIP-Verlust von 4.000 Mrd. US-Dollar berechnet.⁷⁸

⁷⁸ (Gräf, 2009, S. 6)

4 Schlussfolgerungen und Empfehlungen

4.1 Schlussfolgerungen

4.1.1 Zusammenhänge zwischen den globalen Ungleichgewicht und der Immobilienpreisblase

Nach Auswertung der vorliegenden Informationen kann ein Zusammenhang zwischen den Globalen Ungleichgewichten und der Finanzkrise ab 2007 bestätigt werden. Auch wenn die strukturellen Voraussetzungen für die Entstehung der Immobilienblase in den USA selbst geschaffen wurden, so waren es doch insbesondere europäische Investoren, welche diesen Markt für sich entdeckten. Durch die hohe Sparneigung in Deutschland und anderen europäischen Überschussländern wurden die hierfür die notwendigen finanziellen Ressourcen bereitgestellt. Das niedrige Zinsniveau hat diese Entwicklung zwar begünstigt, doch soll dies nicht darüber hinwegtäuschen, dass ein Investor - ausreichende Informationen vorausgesetzt - grundsätzlich die Wahl zwischen hoher Sicherheit und hohem Risiko hat. Es gab keinen Sachzwang, in die Geschäfte mit strukturierten Wertpapieren einzusteigen. Dies zeigt das Verhalten der Emerging Markets, welche in großem Maße niedrig verzinste US-Staatsanleihen halten. Auch wenn sie damit selbst zum niedrigen Zinsniveau beitragen, steht für sie der Sicherheitsaspekt im Vordergrund.

4.1.2 Zu den globalen Ungleichgewichten

Grundsätzlich sind Leistungsbilanzungleichgewichte nicht per se negativ zu bewerten. Treten sie in gemäßigter Form beispielsweise aufgrund saisonaler Schwankung oder im Zuge nachholender wirtschaftlicher Entwicklung auf, können Sie wohlstandssteigernde Effekte haben. Im Fall der aktuellen Ungleichgewichte zwischen den USA und ihren wichtigsten Handelspartnern handelt es sich jedoch weder um einen wirtschaftlichen Aufholprozess, noch um saisonale Schwankungen. Hier treffen Konstruktionsmängel des Bretton-Woods-Systems mit zum Teil neo-merkantilistischen Bestrebungen einiger Überschussländer aufeinander.

Weiterhin wurden insbesondere seit der Asienkrise und nach dem Platzen der Dotcom-Blase zwei Motive von Überschussländern bedient. Einerseits bieten die

USA aufgrund ihres Haushaltsdefizits sichere Anleihen für die Devisenreserven der asiatischen Überschussländer, insbesondere China. (Die niedrige Verzinsung scheint für die Emerging Markets in Relation zur Sicherheit nicht von Bedeutung zu sein.) Andererseits konnten Investoren aus anderen Industriestaaten am deregulierten US-Finanzmarkt relativ hohe Gewinne bei teils sehr hohen Risiken realisieren.

Um entsprechende Korrekturmaßnahmen einleiten zu können, müssen die Ursachen für die jeweiligen Ungleichgewichte betrachtet werden. Während beispielsweise für die erdölexportierenden Länder die natürliche Verteilung der Ressourcen von besonderer Bedeutung ist, liegen die Ursachen für Ungleichgewichte zwischen Industrie- und Schwellenländern häufig in rein wirtschaftspolitischen Strategien. Die Motive für diese Entscheidungen sind jedoch nicht immer eindeutig zu identifizieren. Während im Fall der Reservebildung von Schwellenländern Einigkeit über das Sicherheitsmotiv besteht, wird zum Beispiel das Motiv der Altersvorsorge in Ländern wie Deutschland und Japan kontrovers diskutiert.

4.1.3 Zu Spekulationsblasen

Das Platzen der Immobilienpreisblase kann in mehreren Dimensionen als Korrekturmaßnahme interpretiert werden. Erstens wurden mit Beginn der Zahlungsausfälle Mitte 2007 die mit den strukturierten Wertpapieren verbundenen Risiken bekannt und damit erhebliche Informationsdefizite abgebaut. Zweitens wurden dadurch die Risikoaufschläge sowohl für die gehandelten Wertpapiere als auch für die Hypothekenkredite auf ein Niveau gehoben, welches vermutlich ihrem tatsächlichen Risiko entspricht. Drittens sanken die Immobilienpreise wieder auf ein Niveau, das etwa dem der Konsumgüterinflation entspricht. Betrachtet man diesen Preiseinbruch als reine Korrektur auf einem sonst stabilen Kurs, wären staatliche Interventionen nicht notwendig.

"Die hervorstechende Tatsache ist die äußerste Unsicherheit der Wissensgrundlage, auf der unsere Schätzungen der voraussichtlichen Erträge gemacht werden müssen."⁷⁹ Unter dieser Annahme können spekulative Blasen in einer Marktwirtschaft als systemimmanent betrachtet werden.

⁷⁹ (Keynes J. M., 2009, S. 127)

Auf der einen Seite kann diese Unsicherheit durch einen Abbau vorhandener Informationsasymmetrien auf ein Minimum reduziert und potentiellen Spekulationsblasen entgegengewirkt werden. Auf der anderen Seite zeigen Forschungsergebnisse der Behavioral Economics, dass Anleger von Informationen in komprimierter, strukturierter und leicht verständlicher Form profitieren würden.⁸⁰ Besonders in Bezug auf die komplexe Struktur der eingesetzten Finanzinstrumente im Vorfeld der letzten Finanzkrise führt eine Komplexitätsreduktion auf der Informationsebene eventuell zu einem erheblichen Informationsdefizit. Sollte die weitere Forschung auf diesem Gebiet zu der Erkenntnis kommen, dass das durchschnittliche intellektuelle Leistungsvermögen eines Menschen auf ein bestimmtes Maß an Komplexität beschränkt ist, liegt es in der Hand des Staates, Regeln zu schaffen, welche die Gestaltung von Finanzprodukten auf ebendiese Komplexität begrenzen.

Denn Stiglitz u. a. haben bereits 1986 festgestellt, dass geringe Informationsasymmetrien zu großen marktwirtschaftlichen Ungleichgewichten führen können und korrigierende staatliche Eingriffe notwendig sind.

4.2 Maßnahmen zur Verringerung globaler Ungleichgewichte

4.2.1 Ein multipolares Währungssystem

Alternativ zum US-Dollar-Monopol als Leitwährung schlägt Rees ein multipolares Währungssystem mit drei Reservewährungen (US-Dollar, Renminbi und Euro) vor. Damit sollten Abwertungswettläufe zwischen Staaten verhindert werden. Er geht davon aus, dass der US-Dollar in Zukunft weiter abwerten wird und allen voran die asiatischen Gläubiger dadurch Verluste machen werden. Weiterhin verliere die US-Wirtschaft an Stabilität und der Finanzmarkt an Attraktivität. Eine Verteilung der Devisenreserven auf diese drei Währungen habe eine disziplinierende Wirkung auf die USA und das hohe Leistungsbilanzdefizit wäre nicht mehr zu halten.⁸¹ Der IWF könnte die Rolle eines internationalen Währungsmanagers übernehmen, der die Zusammensetzung der Reservewährungskörbe der einzelnen Staaten überwacht und eventuell

⁸⁰ (Deutsche Bundesbank, 2011, S. 57)

⁸¹ (Rees, 2010, S. 3 f.)

notwendige Anpassungen koordiniert, um zu starke Wechselkursschwankungen zu verhindern.⁸²

Sicher könnte ein multipolares System zur internationalen Finanzstabilität beitragen, doch wären auch in dieser Konstellation gezielte Abwertungen nicht ausgeschlossen. Es bestünden weiterhin Risiken in Bezug auf Devisenspekulationen. Weiterhin würden vermutlich die Transaktionskosten für international tätige Unternehmen steigen, wenn der Handel in mehreren Währungen stattfindet. Momentan gibt es aufgrund der innereuropäischen Herausforderungen auch keine Anzeichen dafür, dass der Euro als potentieller Konkurrent dienen könnte. Um den Renminbi als Reservewährung attraktiv zu machen, müsste China seinen Finanzmarkt in erheblichem Maße liberalisieren und Kapitalverkehrskontrollen abbauen.

4.2.2 Keynes Bancor

Auf der 1944 durchgeführten Konferenz von Bretton Woods präsentierte John Maynard Keynes sein Konzept zur Gestaltung zukünftiger Zahlungsströme zwischen den Volkswirtschaften. Sein Entwurf sah die Schaffung einer sogenannten International Clearing Union (ICU) vor, welche die supranationale Verrechnungseinheit "Bancor" verwalten sollte. Sitz der Union sollte London oder New York sein.

Die wichtigsten Ziele dieses Plans waren zum einen der Ausgleich ausufernder Zahlungsbilanzungleichgewichte und zum anderen die Vermeidung bilateraler Lösungen, in denen er Konfliktpotential sah. Außerdem wären zahlreiche zwischenstaatliche Abkommen mit enormem Abstimmungsaufwand verbunden gewesen. Weiterhin wäre ein Mitgliedsstaat der ICU kaum in der Lage, eigennützige Vorteile aus dem System zu ziehen, da er automatisch mit einer gesamten Staatengemeinschaft in Konflikt geraten würde. Ein weiteres Ziel ist die Abkopplung dieser Reservewährung von der nationalen Geldpolitik eines bestimmten Landes.

Die ICU soll auf internationaler Ebene die Funktion einer Bank auf nationaler Ebene haben, nämlich einen Ausgleich zwischen Vermögen und Schulden herstellen. Um dies zu erreichen, halten die Zentralbanken Bancor-Konten bei der ICU mit dem Recht, ihre Zahlungsbilanzen untereinander auszugleichen. Die

⁸² (Moghadam, 2010, S. 20)

Wechselkurse zwischen dem Bancor und den nationalen Währungen müssen vorher bestimmt werden. Die Mitglieder können sich bis zu einem bestimmten Betrag bei der ICU verschulden. Keynes schlägt als Grenzwert (Quote) die Summe aus den jährlichen Importen und Exporten eines Landes vor. Allerdings sieht er im Falle einer Kreditaufnahme von mehr als 25% dieser Quote eine Gebühr von 1% auf die Kreditsumme vor, welche die 25% überschreitet. Die Gebühr steigt auf 2%, sollten 50% überschritten werden. Die Mittel fließen in einen Reserve-Fond der ICU. So sollen potentielle Defizitländer dazu bewegt werden, ihre Zahlungsbilanz möglichst ausgeglichen zu halten.

Ein Land kann gegen die Einlagerung von Gold Kredit erhalten. Umgekehrt kann das Gold jedoch nicht wieder gegen die Zahlung von Bancor getauscht werden, da der Bancor nur zur Verrechnung zwischen den Konten der Mitgliedsstaaten gedacht ist. So soll ein "Run" auf das Gold der ICU verhindert werden. Allerdings kann der ICU-Vorstand beschließen, dass ein Teil des Goldes an Länder mit hohen Guthaben ausgegeben wird, um deren Guthaben zu senken.

Nachdem ein Wechselkurs zum Bancor festgelegt wurde, ist es den Mitgliedern untersagt, ihre Währung abzuwerten, außer der Vorstand der ICU genehmigt diese Maßnahme. Dieses Vorgehen würde nur im Falle dauerhaft vorhandener Defizite geduldet oder sogar verlangt werden.

Im Falle eines dauerhaften Zahlungsbilanzüberschusses müssten sich die betroffenen Länder mit dem ICU-Vorstand auf senkende Maßnahmen wie Steigerung der Inlandsnachfrage, Aufwertung der eigenen Währung gegenüber dem Bancor oder Vergabe von Darlehen an Entwicklungsländer einigen.⁸³

Die ICU sollte eine rein technische Einrichtung ohne politischen Einfluss sein. Allerdings wird der Vorstand (ca. 12 Personen) von den nationalen Regierungen gewählt, wodurch politischer Einfluss nicht auszuschließen ist. Weiterhin sind intensive Kapitalverkehrskontrollen notwendig, um alle Zahlungsbilanzrelevanten Ereignisse zwischen den beteiligten Staaten erfassen zu können.

Letztendlich konnte sich Keynes mit seinem Plan nicht durchsetzen und der US-Dollar wurde zur Weltleitwährung. Eine Gemeinsamkeit zwischen dem damaligen US-Dollar und dem Bancor besteht in der Golddeckung, da Keynes dem Gold einen hohen psychologischen Wert beimisst. Doch ebenso wie im Falle des US-Dollars besteht auf lange Sicht das Risiko, dass die vorhandenen Goldreserven nicht ausreichen, um das Geldmengenwachstum abzudecken.

⁸³ (Keynes J. M., 1944)

4.2.3 Ausbau der Sonderziehungsrechte des IWF

Sonderziehungsrechte (SZR) sind eine künstlich geschaffene Währungseinheit, welche 1969 durch den IWF eingeführt wurde, um zusätzliche Liquidität für die Weltwirtschaft zu bereitzustellen. Ziel war die Unabhängigkeit vom US-Leistungsbilanzdefizit und den Goldbeständen, deren Umfang nur zum Teil beeinflussbar war.⁸⁴ Grundlage der SZR bildet ein Währungskorb aus US-Dollar, Euro, Yen und Pfund Sterling, deren Gewichtung jeweils für fünf Jahre festgelegt wird. Aktuell entspricht ein SZR einem Gegenwert von \$1,54.⁸⁵

Die Mitgliedstaaten des IWF verfügen je nach Quote über ein SZR-Guthaben, das bei Bedarf in nationale Währungen umgetauscht werden kann. Mit SZR können beispielsweise Schulden im Falle von Leistungsbilanzdefiziten gezahlt werden. Sie dienen aber auch alternativ zum US-Dollar als Devisenreserve, haben in diesem Punkt jedoch bei weitem nicht die Bedeutung der aktuellen Weltreservewährung.⁸⁶ Lediglich 4% bzw. 182,6 Mrd. der weltweiten Währungsreserven bestehen aus SZR. Die SZR stellen weiterhin keine Währung im ursprünglichen Sinn dar. Denn für die meisten internationalen Finanztransaktionen ist ein Tausch in die Währung eines Mitgliedsstaates nötig. Außerdem ist ihre Nutzung auf den öffentlichen Sektor beschränkt.⁸⁷

Ein Ausbau der SZR zur weltweiten Reservewährung hätte mehrere Vorteile. Erstens würden die den SRZ zugrunde liegenden Währungen durch das Währungskorb-Management des IWF von einer hohen Stabilität in Bezug auf Wechselkurs- und Zinsschwankungen profitieren. Zweitens könnten über die Anpassung des Währungskorbes und damit eine relative Auf- bzw. Abwertung einer Korbwährung als risikoreich betrachtete Leistungsbilanzungleichgewichte ausgeglichen werden. Drittens hätte eine einzige supranationale Währung geringere Transaktionskosten zur Folge als ein multipolares System.

Der chinesische Notenbankchef Zhou forderte bereits 2009 eine supranationale vollwertige Währung auf Basis der SZR, um den US-Dollar als Leitwährung zu ersetzen. Zur Deckung der Währung empfiehlt er (im Gegensatz zu Keynes Golddeckung des Bancors) einen umfangreichen Korb aus Vermögenswerten, um eine möglichst große Stabilität der SZR zu gewährleisten. Der IWF sollte als

⁸⁴ (Stock, 1972, S. 62)

⁸⁵ (International Monetary Fund, 2010)

⁸⁶ (Priewe, 2011, S. 78)

⁸⁷ (Moghadam, 2010, S. 22)

Reservemanager fungieren, um Spekulationen zu vermeiden, Stabilität zu gewährleisten und vor allem gemeinschaftliche Interessen gegenüber nationalen Interessen durchsetzen.⁸⁸

Die zu überwindenden Hürden bis zur Einführung einer solchen Währung sind extrem hoch. Neben dem Abstimmungs- und Koordinationsaufwand, um (neue) gemeinsame Regeln für Ausgabe und Nutzung der SZR auszuarbeiten dürfte es erheblichen Widerstand von Staaten geben, die ihre Hoheitsrechte bedroht bzw. Nachteile in der Verwendung der SZR sehen.

Dennoch überwiegen global betrachtet die Vorteile einer supranationalen Währung die Nachteile bei weitem. Der potentielle Aufwand zur Einrichtung dieser Institution dürfte geringer sein, als die enormen Kosten der letzten Finanzkrise, die - zumindest zu einem erheblichen Teil - durch das aktuelle Weltwährungssystem verursacht wurde.

4.2.4 Zur Geldpolitik der Zentralbanken

Eine der wichtigsten Aufgaben der Zentralbanken ist die Einhaltung der Preisstabilität, welche mit Hilfe der Inflationsrate gemessen wird. Grundsätzlich waren die meisten Zentralbanken bei der Bewältigung dieser Aufgabe in den letzten Jahren auch relativ erfolgreich. Allerdings beschränken sich die Messungen überwiegend auf Ge- und Verbrauchsgüter. Preisschwankungen bei Vermögenswerten wie Aktien oder Immobilien werden dadurch nicht erfasst. Daher plädieren einige Ökonomen dafür, Vermögenswerte in die Ermittlung der Inflationsrate einzubeziehen.⁸⁹

Grundsätzlich ist die Berücksichtigung von Preisänderungen bei Vermögenswerten im Rahmen der Inflationsmessung zu begrüßen, da insbesondere Immobilien auch den Charakter langlebiger Konsumgüter haben. Des Weiteren steigt mit der Beobachtung dieser Preisentwicklung die Chance, zukünftige Preisblasen frühzeitig zu erkennen. Mit Hilfe der Geldpolitik werden Zentralbanken jedoch kaum Einfluss auf Preissteigerungen einzelner Vermögenswerte nehmen können. Denn bei einer relativ geringen Inflationsrate im Konsumgüterbereich könnte eine restriktivere Geldpolitik aufgrund des Anwachsens einer Vermögenspreisblase eine deflatorische Wirkung auf die Konsumgüterpreise haben.

⁸⁸ (Zhou, 2009)

⁸⁹ (Sturm & Nierhaus, 2003, S. 54)

Pitz sieht an dieser Stelle eher ein strukturelles Problem, welches sich in den letzten Jahrzehnten entwickelt hat. Insbesondere seit Ende der 70er Jahre - und der Durchsetzung des Monetarismus - fließen bei expansiver Geldpolitik der Zentralbanken sehr hohe Beträge über das System der Investment-Banken nicht in Konsum oder Unternehmensinvestitionen, sondern in Vermögenswerte wie Aktien oder Immobilien und sorgen damit für Preissteigerungen.⁹⁰ Diese Entwicklung hat aufgrund des großen Angebots an liquiden Mitteln vermutlich auch zum aktuell niedrigen Zinsniveau beigetragen. Weiterhin lässt sich bestätigen, dass Investment-Banken in erheblichem Umfang an der Kreditvergabe für Immobilien beteiligt waren. Durch die günstigen Konditionen haben sie indirekt für einen Preisanstieg gesorgt.

Da hier ein Konflikt zwischen Preisstabilität und Finanzstabilität besteht, stoßen die Zentralbanken an die Grenzen ihrer Möglichkeiten. Daher fordern einige Autoren die Schaffung eines zusätzlichen und unabhängigen Gremiums zur Kontrolle und Regulierung des Finanzsystems.⁹¹

4.2.5 Veränderungen auf nationaler Ebene

Da äußere Ungleichgewichte häufig Ausdruck innerer Ungleichgewichte einer Volkswirtschaft sind, sollten Maßnahmen ergriffen werden, zuerst die inneren Ungleichgewichte abzubauen.

Um die Investitionslücke in den USA zu schließen, sollte die Sparquote der Haushalte steigen. Dies ist bei konstantem Konsum durch eine Anpassung des Lohnniveaus an das Produktivitätsniveau realisierbar. Gleichzeitig würde der kreditfinanzierte Konsum und damit die Wahrscheinlichkeit für potentielle zukünftige Schuldenkrisen reduziert. Ein weiteres Argument für die Erhöhung der Sparquote in den USA ist, dass Investitionen mit inländischem Kapital tendenziell zu höherem Wirtschaftswachstum führen, als der Import ausländischen Kapitals.⁹²

Die chinesische Regierung sollte eine freie Wechselkursanpassung des Renminbi ermöglichen, um insbesondere die US-amerikanische Wirtschaft in eine wettbewerbsfähige Position zu bringen. Zusätzlich sollten die sozialen Sicherungssysteme - besonders in ländlichen Gegenden - ausgebaut werden, um die private Sparquote zu senken.

⁹⁰ (Pitz)

⁹¹ (Allen, 2010, S. 14; Illing, 2010, S. 14)

⁹² (Rajan, 2012, S. 114)

Die industrialisierten Überschussländer sollten ihre Binnennachfrage stärken und das Problem der Altersvorsorge auf alternativen Wegen lösen. Denn das Risiko erheblicher Verluste bei dauerhaftem Kapitalexport wurde im Rahmen der Finanzkrise verdeutlicht. Der enorme Vermögensverlust nach dem Platzen der Immobilienblase kann als Nachweis der Überlegenheit einer umlagefinanzierten Rentenversicherung gegenüber der Kapitaldeckung dienen. Um dies eindeutig zu bestätigen bedarf es jedoch weiterer Untersuchungen.

4.2.6 Zu den innereuropäischen Ungleichgewichten

Die in der Vergangenheit aufgebauten Defizite und Überschüsse zwischen den Mitgliedsstaaten waren offensichtlich zu weiten Teilen nicht nachhaltiger Natur und haben zu großen ökonomischen Verwerfungen insbesondere in den Peripheriestaaten geführt. Um Szenarien dieser Art zukünftig zu vermeiden, sollte bestehenden und potentiellen Ungleichgewichten entgegengewirkt werden. Hierfür bedarf es jedoch einer stärkeren wirtschaftspolitischen Integration der Mitglieder, vor allem in Bezug auf Inflationsziele sowie Lohn- und Sozialpolitik. Dazu zählt auch ein gemeinsamer Auftritt am Anleihemarkt, um Spekulationen bei drohender Insolvenz einzelner Staaten zu verhindern (Eurobonds). Zwar empfiehlt Priewe für den Euro-Raum ein moderates Defizit, jedoch könnte sich die Währungsunion ähnlich den USA dem Triffin-Dilemma aussetzen.⁹³

4.2.7 Schuldenerlass nach historischem Vorbild

Um sowohl zwischenstaatliche als auch private Ungleichgewichte im Sinne von Schulden (und Vermögen) auszugleichen empfiehlt Graeber einen Schuldenerlass, beispielsweise nach dem Vorbild des mesopotamischen Königs Uruinimgina. Dieser verfügte 2350 v. Chr., dass alle ausstehenden Darlehen gestrichen und alle Formen der Schuldknechtschaft aufgehoben wurden.⁹⁴ In der Geschichte der Menschheit finden sich zahlreiche weitere Beispiele für Schuldenschnitte. Die Ziele waren neben der Wiederherstellung wirtschaftlicher Gleichgewichte die Abwendung von Unruhen oder im Falle des Sabbatjahres die Schonung des Ackerlandes im siebten Jahr seiner Nutzung.⁹⁵

⁹³ (Priewe, 2011, S. 72)

⁹⁴ (Graeber, 2012, S. 228)

⁹⁵ (Kessler, 2009)

Einerseits kann ein Schuldenerlass den Moral Hazard fördern. Das bedeutet, dass der Schuldner in der Erwartung weiterer zukünftiger Schuldenschnitte nichts unternimmt, um seine Kreditwürdigkeit zu verbessern. In diesem Fall würde ein Erlass lediglich den Schuldenstand "reseten", ohne eine strukturelle Veränderung herbeizuführen. Andererseits gibt es Positivbeispiele wie die Bundesrepublik Deutschland. Ihr wurden im Abkommen über deutsche Auslandsschulden am 27. Februar 1953 Teile der Vorkriegsschulden erlassen, was unter anderem zum sogenannten Wirtschaftswunder beug.⁹⁶ Auch das Bündnis "Erlassjahr.de - Entwicklung braucht Entschuldung" zeigt an Beispielen von Mosambik oder Tansania, dass der Erlass oder teilweise Erlass von Forderungen zu Armutsbekämpfung oder Verbesserung von Bildungsstand und medizinischer Versorgung beitragen kann.⁹⁷

Eine allgemeingültige Aussage, ob Schuldenschnitte per se "gut" oder "schlecht" sind, kann nicht getroffen werden. Sinnvoll und erfolgreich ist ein Erlass sicher nur in Verbindung mit einer strukturellen Veränderung. Beispielsweise könnten die Hypothekendarlehen der US-Haushalte (teilweise) erlassen werden, wenn parallel eine Finanzreform durchgeführt wird, die das zukünftige Anwachsen derartiger Schuldenberge begrenzt.

Auch die ökonomischen Folgen müssen im Vorfeld betrachtet werden. Denn ein Schuldenschnitt geht auf Gläubigerseite mit einem Vermögensverlust einher. Handelt es sich dabei um die Altersvorsorge breiter Schichten der Bevölkerung wird ein Erlass vermutlich andere (und gravierendere) Auswirkungen haben, als wenn China Teile seiner Dollarreserven abbaut und den USA damit Forderungen erlässt.

Im Endeffekt müssen sich die Verantwortlichen Akteure ähnlichen Fragen stellen, wie im Falle der Rettung von Kreditinstituten. Sind die potentiellen Auswirkungen einer Insolvenz (bis hin zu bürgerkriegsähnlichen Zuständen) gravierender als die ökonomischen Folgen einer vorhergehenden Intervention? Grundsätzlich sollte dieses Instrument im Rahmen des Abbaus von großen Defiziten berücksichtigt werden. Denn die Korrektur größerer Ungleichgewichte geschieht ohne vorhergehende Intervention abrupt und krisenhaft, was zu erheblichen volkswirtschaftlichen Schäden führen kann.⁹⁸

⁹⁶ (Bundesfinanzministerium, 2003, S. 91 ff.)

⁹⁷ (Kaiser, 2013)

⁹⁸ (Priewe, 2011, S. 86)

Im Fall der US-Hypothekendarlehen kann ein teilweiser Schuldenerlass sinnvoll sein. Da die meisten Darlehen rückgriffrei sind - das heißt, der Kreditgeber kann zur Schuldentilgung lediglich auf die Immobilie zugreifen - müssen die Kreditinstitute aufgrund des Preisverfalls ohnehin hohe Summen auf ihre Darlehen abschreiben. Denn die zu erwartenden Erlöse auf den Verkauf bzw. die Zwangsversteigerung der Immobilien dürften meist unter der Darlehenssumme liegen. Eine Reduzierung der Kreditsumme auf den aktuellen Wert jeweiligen Immobilie hätte für beide Parteien Vorteile. Erstens könnte der Kreditnehmer weiterhin die Immobilie nutzen. Zweitens wäre er durch das gesunkene Kreditvolumen eventuell in der Lage, die gestiegenen Zinsen zu kompensieren. Drittens könnte sich die Bank die Kosten der Zwangsversteigerung sparen. Und viertens würde sich das Preisniveau durch das geringere Immobilienangebot (durch die geringere Anzahl an Zwangsversteigerungen) relativ schnell stabilisieren.

4.3 Maßnahmen zur Vermeidung von Spekulationsblasen

4.3.1 Fiskalpolitische Maßnahme

Eine Ursache für die massiven ökonomischen Auswirkungen der Finanzkrise liegt in der überproportionalen Verwendung von Fremdkapital im Verhältnis zum Eigenkapital der Finanzinstitute. Dies liegt daran, dass die Zinsen auf Fremdkapital steuerlich geltend gemacht werden können, wodurch Eigenkapital grundsätzlich teurer und damit unattraktiver ist.⁹⁹ Daher könnte eine steuerliche Gleichbehandlung dieser beiden Finanzierungsformen zu einem ausgewogeneren und weniger krisenanfälligen Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital führen.

Um dem begrenzten Handlungsspielraum der Zentralbanken in Bezug auf Preissteigerungen bei einzelnen Vermögenswerten zu begegnen, schlägt Allen eine Vermögenssteuer vor, welche parallel zur Vermögenspreisinflation steigt.¹⁰⁰ In den USA existiert eine Vermögenssteuer in Form einer Grundsteuer, die sich am Wert der Immobilie orientiert.¹⁰¹ Mit einem Steueraufkommen von rund 453

⁹⁹ (Allen, 2010, S. 17)

¹⁰⁰ (Allen, 2010, S. 21)

¹⁰¹ (Körner, 2013)

Mrd. US-Dollar ist sie die zweitwichtigste Einzelsteuer in den USA.¹⁰² Die Immobilienblase konnte damit dennoch nicht verhindert werden. Dies liegt vermutlich daran, dass die tatsächliche Belastung der Haushalte im Durchschnitt nicht größer ist als in Staaten ohne diese Form der Besteuerung. Denn sie dient der Finanzierung kommunaler Aufgaben wie der Müllentsorgung. In anderen Ländern erfolgt die Finanzierung über Gebühren und Beiträge, was zu einer ähnlichen finanziellen Gesamtbelastung führt.

In Deutschland wurde die zuletzt angewendete Form der Vermögensbesteuerung durch das Bundesverfassungsgericht 1995 für verfassungswidrig erklärt. Der Grund lag in der Ungleichbehandlung der jeweiligen Vermögenswerte, da Immobilien niedriger besteuert und damit bevorzugt wurden.¹⁰³ Anstatt der Empfehlung des Senats zu folgen und die Besteuerung der Immobilien anzupassen, wurde die Vermögenssteuer abgeschafft. Unter der Annahme, dass Immobilienpreise besonders anfällig für Preisblasen sind, wäre die Wiedereinführung der Vermögenssteuer mit einer gleichmäßigen Besteuerung aller Vermögenswerte zu begrüßen. Dennoch wäre der Einfluss des Gesetzgebers dahingehend beschränkt, als dass er mit der Vermögenssteuer nicht auf die Preissteigerungen einzelner Vermögenswerte reagieren könnte, da dies gerade die steuerliche Ungleichbehandlung erfordern würde, die vom Bundesverfassungsgericht bemängelt wurde.

4.3.2 Regulierung der Finanzmärkte

Rajan unterstellt dem Federal Reserve Board, die Akteure an den Finanzmärkten davon überzeugt zu haben, dass die FED im Falle des Anwachsens einer ökonomischen Blase nicht eingreifen würde, jedoch zur Stelle sein würde, sollte die Blase platzen.¹⁰⁴ Eine solche Politik begünstigt das Phänomen des "Moral Hazard". Finanzinstitute gehen - in der Erwartung bei Verlust "gerettet" zu werden - auf breiter Ebene bewusst hohe Risiken ein und senken damit die Risikoaufschläge riskanter Finanzanlagen. Um dies zu verhindern, ist es empfehlenswert, die Gesetzgebung und auch die Informationspolitik der FED dahingehend zu ändern, dass dem Investor bereits vor der Entscheidung für eine bestimmte Investition bewusst wird, dass er mindestens mit seinem eingesetzten

¹⁰² (Warneke, 2012, S. 4)

¹⁰³ BVerfG, 22.06.1995 – 2 BvL 37/91

¹⁰⁴ (Rajan, 2012, S. 164)

Vermögen haftet. Auf diese Weise könnten je nach Anlageform realistische Risikoaufschläge kalkuliert werden.

Rajan sieht eine weitere Ursache für die Entstehung der Spekulationsblase in den Vergütungsstrukturen der Finanzinstitute. Meist sind die in einem bestimmten Jahr ausbezahlten Boni an den finanziellen Erfolg des Unternehmens im vorangegangenen Jahr geknüpft. Diese Konstruktion verleitet dazu, hohe Risiken einzugehen, welche vermutlich erst nach Auszahlung der Boni zu Abschreibungen führen könnten. Er schlägt daher ein Vergütungssystem vor, in dem der jeweilige Bonus über mehrere Jahre verteilt ausgezahlt wird, und zwar je nach Erfolg des jeweils vorangegangenen Geschäftsjahres. Damit sollte eine langfristige Erfolgsorientierung geschaffen werden.¹⁰⁵

Eine Vergütung in dieser Form wäre zu begrüßen und würde die (kurzfristige) Risikobereitschaft der Entscheidungsträger senken, jedoch dürften juristische Hürden zu nehmen sein. Denn je weiter die Auszahlung eines Bonus zeitlich von den zahlungsbegründenden Entscheidungen entfernt ist, desto schwieriger dürfte es werden, festzustellen, ob der Geschäftserfolg oder -misserfolg in einem der Folgejahre tatsächlich auf den jeweiligen Entscheidungsträger zurückzuführen ist.

Um volkswirtschaftliche Risiken zu minimieren, sollte der Glass-Steagall-Act reaktiviert und global übernommen werden. Im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union wird die Daseinsvorsorge als "Dienste von allgemeinem wirtschaftlichen Interesse" beschrieben.¹⁰⁶ In einer Marktwirtschaft, in der die reine Tauschwirtschaft praktisch keine Rolle spielt, kann ein funktionierendes Geschäftsbankensystem als Teil der Daseinsvorsorge betrachtet werden und sollte daher vor den Risiken der Investmentbanken geschützt bleiben. Um potentielle Wettbewerbsnachteile zu vermeiden, sollte eine internationale Regelung zum Trennbankensystem geschaffen werden.

¹⁰⁵ (Rajan, 2012, S. 258)

¹⁰⁶ (Artikel 14 AEUV)

5 Fazit

Ziel dieser Arbeit war es, einen Zusammenhang zwischen den globalen Ungleichgewichten und der letzten Immobilienpreisblase in den USA herzustellen oder zu widerlegen. Dies ist insofern gelungen, als dass die makroökonomischen Ungleichgewichte als eine Art Katalysator oder Verstärker der Preisblase identifiziert werden konnten. Denn ohne die enormen Kapitalflüsse in die USA hätte die Blase nicht die damalige Größe erreichen können. Die juristischen Grundlagen wurden durch die schrittweise Deaktivierung der (als Reaktion auf die große Depression) eingeführten Sicherheitsmechanismen in den Vereinigten Staaten geschaffen. Die expansive Geldpolitik einiger Zentralbanken, insbesondere der FED, kann als Auslöser der Preisblase betrachtet werden. Mit diesen drei Faktoren – hohe Investitionen aus dem Ausland, expansive Geldpolitik, strukturelle Gegebenheiten vor Ort – können die internationalen Auswirkungen des Preissturzes am US-Immobilienmarkt erklärt werden. Um Szenarien dieser Art in Zukunft zu vermeiden und geeignete Gegenmaßnahmen ergreifen zu können, müssen die beiden Phänomene getrennt voneinander betrachtet werden. Denn jedes für sich birgt gesonderte Risiken in sich.

In Bezug auf die Ungleichgewichte sollten alle Staaten – soweit wirtschaftspolitisch möglich – langfristig ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht anstreben. Hier müssen Sachzwänge wie die nicht beeinflussbare globale Ressourcenverteilung (insbesondere Erdöl) von anderen auf individuellen Interessen beruhenden Ursachen unterschieden werden. Ein dauerhafter Ausgleich vernachlässigter Binnennachfrage durch Außenhandelsüberschüsse ist ebenso inakzeptabel wie ein laufendes Defizit durch mangelnde Haushaltsdisziplin oder die Manipulation von Wechselkursen. Ein Ausbau der Sonderziehungsrechte zu einer globalen Währung mit dem IWF als Moderator kann einen entscheidenden Beitrag dazu leisten.

Um zukünftige Spekulationsblasen zu vermeiden und an die Lehren der Wirtschaftskrise der 1930er Jahre zu erinnern, sollten die damals erlassenen und im Laufe der Zeit aufgehobenen Gesetze zur Regulierung der Finanzmärkte zumindest noch einmal auf ihren Nutzen hin überprüft und bei positiver Bewertung reaktiviert werden. Dabei sollten wirtschaftspolitische Entscheidungen mit außenwirtschaftlichen Auswirkungen in Zukunft immer international abgestimmt werden, um Protektionismus zu verhindern.

Literaturverzeichnis

- Allen, F. (15. Juni 2010). *Financial Crisis*. Abgerufen am 11. 08 2013 von <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/GESS-15Jun10.pdf>
- Bernanke, B. (14.. April 2005). *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Abgerufen am 11. 05 2013 von <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>
- Bernanke, B. (11. September 2007). *Global Imbalances: Recent Developments and Prospects*. Abgerufen am 28. 04 2013 von <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm>
- Bernanke, B., Bertaut, C., Pounder DeMarco, L., & Kamin, S. (2011). *International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007*. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Bertocco, G. (Oktober 2011). *Global Saving Glut and Housing Bubble*. Abgerufen am 19. Mai 2013 von Universität Insubria: http://eco.uninsubria.it/dipeco/quaderni/files/QF2011_12.pdf
- Biedenkopf, K. (2005). *Bericht der Kommission "Familie und demographischer Wandel"*. Stuttgart: Robert Bosch Stiftung GmbH.
- BIS. (2009). *79. Jahresbericht*. Basel: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.
- Bloss, M., Ernst, D., Häcker, J., & Eil, N. (2009). *Von der Subprime-Krise zur Finanzkrise*. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH.
- Brender, A., & Florence, P. (2010). *Global Imbalances and the Collapse of Globalised Finance*. Brüssel: Centre for European Policy Studies.
- Breuer, W. (kein Datum). Portfolio-Investition. *Gabler Wirtschaftslexikon*. Springer.
- Bundesfinanzministerium. (Februar 2003). 27. Februar 2003 - 50 Jahre Londoner Schuldenabkommen. *Monatsbericht 02*, S. 91-95.
- Bureau of Economic Analysis. (29. Juni 2013). *National Income and Product Accounts Tables*. Abgerufen am 26. 07 2013 von <http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1#reqid=9&step=3&isuri=1&903=137>
- Deutsche Bundesbank. (14. Januar 2011). Anlegerverhalten in Theorie und Praxis. *Monatsbericht Januar 2011*, S. 45-58.

- Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (September 2003). *An Essay on the revived Bretton Woods System*. NBER Working Paper 9971.
- Dreger, C., & Kholodilin, K. (2011). Spekulative Preisentwicklung an den Immobilienmärkten: Elemente eines Frühwarnsystems. *DIW Wochenbericht* 37+38, S. 3-9.
- Ellis, L. (2008). *The housing meltdown: What did happen in the United States?* Basel: Bank for international Settlements.
- Graeber, D. (2012). *Schulden - die ersten 5000 Jahre*. Stuttgart: Klett-Cotta.
- Gräf, B. (30. April 2009). *Wie bedrohlich sind die mittelfristigen Risiken?* Abgerufen am 11. 08 2013 von DB Research: http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000241015.pdf
- Handler, H. (2008). *Vom Bancor zum Euro. Und weiter zum Intor?* WIFO Working Papers 317.
- Hilgers, H. A. (04. Februar 2010). *Der Glass-Steagall Act und die Bankenregulierung*. Berlin: Wissenschaftliche Dienste des Bundestags.
- Illing, G. (Juli 2010). Geld- und Fiskalpolitik in der Wirtschaftskrise. *ifo Schnelldienst* 63. Jahrgang, S. 10-16.
- International Monetary Fund. (2008). *World Economic Outlook Database*. Abgerufen am 23. 07 2013 von <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/index.aspx>
- International Monetary Fund. (30. Dezember 2010). *Currency Amounts in New Special Drawing Rights (SDR) Basket*. Abgerufen am 12. 08 2013 von <http://www.imf.org/external/np/tre/sdr/sdrbasket.htm>
- Kaiser, J. (2013). *erlassjahr.de*. Abgerufen am 28. 07 2013 von <http://www.erlassjahr.de/wir-ueber-uns/schuldenerlass-erfolge-und-fakten.html>
- Kessler, R. (Februar 2009). *Das Erlassjahr*. Abgerufen am 14. 07 2013 von <http://www.bibelwissenschaft.de/wibilex/das-bibellexikon/lexikon/sachwort/anzeigen/details/erlassjahr-6/ch/58f3660a6f4028adb873ac89847a0bb3/>
- Keynes, J. M. (April 1944). *Vorschläge für eine Internationale Clearing Union*. Abgerufen am 15. 07 2013 von http://www.postwachstumsoekonomie.de/Keynes-Bancor_Version2.pdf

- Keynes, J. M. (2009). *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*. Berlin: Duncker & Humblodt.
- Kindleberger, C. P. (2005). *Manias, Panics and Crashes : A History of Financial Crises*. Basingstoke, Hampshire, GBR : Palgrave Macmillan .
- Konrad, K., & Zschäpitz, H. (2010). *Schuld ohne Sühne?* München: C. H. Beck.
- Körner, M. (16. August 2013). *Immobilienkauf in den USA*. Abgerufen am 17. 08 2013 von http://www.unitedstates.de/html/immobilienkauf_in_den_usa.html#3
- Levine, S., & Zajac, J. E. (20. Juni 2007). *The Institutional Nature of Price Bubbles*. University of Southern California.
- Mankiw, G. N. (2008). *Brief Principles of Macroeconomics*. Mason: Cengage Learning.
- Moghadam, R. (2010). *Reserve Accumulation and International Monetary Stability*. International Monetary Fund.
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (2009). *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*. Berkeley: University of California.
- Peemöller, V. (2012). *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. Herne: NWB Verlag.
- Pitz, K. H. (kein Datum). *Inflation der Vermögenspreise*. Abgerufen am 09. 08 2013 von <http://www.macroanalyst.de/afc-5-asset-inflation.htm>
- Priewe, J. (Juni 2011). *Die Weltwirtschaft im Ungleichgewicht*. Bonn: Friedrich-Ebert-Stiftung.
- Rajan, R. (2012). *Fault Lines - Verwerfungen*. München: FinanzBuch Verlag.
- Rees, A. (2010). USA, China, Indien: Droht ein globaler Abwertungswettlauf? *ifo Schnelldienst* 22, S. 3-5.
- Remsperger, H. (17. Februar 2005). Anmerkungen zum transpazifischen Ungleichgewicht aus europäischer Sicht. *Rede beim Arbeitskreis USA der Atlantik-Brücke*. Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank.
- Säverin, R. (Dezember 2010). Machtvolle Berater. *Schlaglichter der Wirtschaftspolitik*, S. 10-15.
- Schäfer, D. (2008). Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur. *DIW Wochenbericht* 51-52, 808-817.
- Sell, A. (2003). *Einführung in die internationalen Wirtschaftsbeziehungen*. München: R. Oldenbourg Verlag.

- Standard & Poor`s. (2011). *Guide to Credit Rating Essentials*. Abgerufen am 15. August 2013 von http://img.en25.com/Web/StandardandPoors/SP_CreditRatingsGuide.pdf, 15.08.2013
- Statistisches Bundesamt. (15. Juli 2013). *Aus- und Einfuhr (Außenhandel): Deutschland, Jahre, Länder*. Abgerufen am 15. 07 2013 von https://www-genesis.destatis.de/genesis/online/data;jsessionid=CA48E4427CFD60D2F559C295CD93522B.tomcat_GO_2_1?operation=abrufabelleBearbeiten&levelindex=2&levelid=1377627613087&auswahloperation=abrufabelleAuspraegungAuswaehlen&auswahlverzeichnis=ordnung
- Statistisches Bundesamt. (11. Juli 2013). *Verwendung des Bruttoinlandsprodukts*. Abgerufen am 11. 07 2013 von https://www-genesis.destatis.de/genesis/online/data;jsessionid=CA48E4427CFD60D2F559C295CD93522B.tomcat_GO_2_1?operation=abrufabelleBearbeiten&levelindex=2&levelid=1377627996867&auswahloperation=abrufabelleAuspraegungAuswaehlen&auswahlverzeichnis=ordnung
- Statistisches Bundesamt. (kein Datum). *Eigentümerquote nach Bundesländern im Zeitvergleich*. Abgerufen am 27. 07 2013 von <https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesellschaftStaat/EinkommenKonsumLebensbedingungen/Wohnen/Tabellen/EntwicklungEigentuemernote.html>
- Stiglitz, J. (2010). *Im freien Fall*. München: Siedler Verlag.
- Stock, W. (1972). *Die europäische Wirtschafts- und Währungsunion*. Berlin: Duncker & Humblodt.
- Sturm, J.-E., & Nierhaus, W. (2003). Soll die europäische Zentralbank auf die Preisänderung von Vermögenswerten reagieren? *ifo Schnelldienst 1*, S. 54-55.
- Sturn, S., Treeck, T. v., & Zwickl, K. (2011). *Momentum-Kongress*. Abgerufen am 01. 08 2013 von Die strukturellen Ursachen der Krise und das Scheitern neoliberaler Wirtschaftspolitik: http://momentum-kongress.org/cms/uploads/documents/Beitrag_Sturn_vanTreeck_Zwickl17_5_2011_3825.pdf
- Tridico, P. (2012). Financial crisis and global imbalances: its labour market origins and the aftermath. *Cambridge Journal of Economics 36*, S. 17-42.

- U. S. Department of the Treasury. (15. August 2013). *Major foreign holders of Treasury securities*. Abgerufen am 14. 07 2013 von <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt>
- United States Census Bureau. (2013). *Housing Vacancies and Homeownership*. Abgerufen am 01. 08 2013 von <http://www.census.gov/housing/hvs/data/q213ind.html>
- Warneke, M. (27. September 2012). Zehn Argumente gegen eine Vermögenssteuer. *KBI kompakt Nr. 12*, S. 1-5.
- Weizsäcker, C. C. (2012). Grenzen des Konzepts einer unabhängigen Zentralbank. *Wirtschaftsdienst*, S. 91-94.
- Winkler, A. (2010). Unbalanced but Converging. *Internationale Politik und Gesellschaft Heft 1*, S. 45-57.
- Zhou, X. (23. März 2009). *Reform the international monetary system*. Abgerufen am 12. 07 2013 von <http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>

Anhang

A1 Aufbau der Zahlungsbilanz

A2 Bewertungsschema der Ratingagentur Standard & Poor`s

A1

Leistungsbilanz	Handelsbilanz
	Dienstleistungsbilanz
	Erwerbs- und Vermögenseinkommensbilanz
	Übertragungsbilanz
Kapitalbilanz	Kapitalverkehrsbilanz
	Devisenbilanz
Restposten / Ungeklärte Beträge	

Aufbau der Zahlungsbilanz. Quelle: Sell, S. 38 f., eigene Darstellung

A2

Grade	Definition	Investment Grade						
AAA	Extremely strong capacity to meet financial commitments							
AA	Very strong capacity to meet financial commitments							
A	Strong capacity to meet financial commitments, but somewhat susceptible to adverse economic conditions							
BBB	Adequate capacity to meet financial commitments, but more subject to adverse economic conditions							
BBB-	Considered lowest investment grade by market participants		Speculative Grade					
BB+	Consider highest speculative grade by market participants							
BB	Less vulnerable in the near-term but faces major ongoing uncertainties to adverse business, financial and economic conditions							
B	More vulnerable to adverse business, financial and economic conditions but currently has the capacity to meet financial conditions							
CCC	Currently vulnerable and dependent in favorable business, financial and economic conditions to meet financial and economic conditions to meet financial commitments							
CC	Currently highly vulnerable							
C	A bankruptcy petition has been filed or similar action taken, but payments of financial commitments are continued							
D	Payments default on financial commitments							

Bewertungsschema der Ratingagentur Standard & Poor`s. Quelle: Standard & Poor`s, eigene Darstellung

Eidesstattliche Erklärung

Ich versichere, dass ich die vorstehende Masterarbeit ohne Hilfe Dritter und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Quellen und Hilfsmittel angefertigt und die den benutzten Quellen wörtlich oder inhaltlich entnommenen Stellen als solche kenntlich gemacht habe. Diese Arbeit hat in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner Prüfungsbehörde vorgelegen.

Bamberg, 31.08.2013

