

Krisen erkennen, Krisen vermeiden

BERICHT von Christian Dreger und Konstantin Kholodilin

Spekulative Preisentwicklung an den Immobilienmärkten:
Elemente eines Frühwarnsystems 3

INTERVIEW mit Konstantin Kholodilin

»Neues Frühwarnsystem kann
Immobilienpreisblasen vorhersagen« 10

BERICHT von Ansgar Belke, Kerstin Bernoth und Ferdinand Fichtner

Die Zukunft des internationalen Währungssystems 11

BERICHT von Mechthild Schrooten

Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika:
Starkes Wirtschaftswachstum – große Herausforderungen 19

AM AKTUELLEN RAND Kommentar von Dorothea Schäfer

Das Risiko der Zwangsschenkung 24



DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e.V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
78. Jahrgang
14. September 2011

Der nächste Wochenbericht
erscheint am 28. September 2011.

Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tilman Brück
Prof. Dr. Christian Dreger
Dr. Ferdinand Fichtner
PD Dr. Joachim R. Frick
Prof. Dr. Martin Gornig
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Karsten Neuhoﬀ, Ph.D.
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner
Prof. Georg Weizsäcker, Ph.D.

Chefredaktion

Dr. Kurt Geppert
Sabine Fiedler

Redaktion

Renate Bogdanovic
Dr. Frauke Braun
PD Dr. Elke Holst
WolfPeter Schill

Lektorat

Dr. Kerstin Bernoth
Karl Brenke
Prof. Dr. Dorothea Schäfer

Textdokumentation

Lana Stille

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-89789-249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 7477649
Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. 01805 - 19 88 88, 14 Cent./min.
ISSN 0012-1304

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Stabsabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.



Jede Woche liefert der Wochenbericht einen unabhängigen Blick auf die Wirtschaftsentwicklung in Deutschland und der Welt. Der Wochenbericht richtet sich an Führungskräfte in Politik, Wirtschaft und Gesellschaft – mit Informationen und Analysen aus erster Hand.

Wenn Sie sich für ein Abonnement interessieren, können Sie zwischen den folgenden Optionen wählen:

Jahresabo zum Vorzugspreis: Der Wochenbericht zum Preis von 179,90 Euro im Jahr (inkl. MwSt. und Versand), gegenüber dem Einzelpreis von 7 Euro sparen Sie damit mehr als 40 Prozent.

Studenten-Abo: Studenten können den Wochenbericht bereits zum Preis von 49,90 Euro im Jahr abonnieren.

Probe-Abo: Sie möchten den Wochenbericht erst kennenlernen? Dann testen Sie sechs Hefte für nur 14,90 Euro.

Bestellungen richten Sie bitte an den

DIW Berlin Leserservice
Postfach 74, 77649 Offenburg
Tel. (01805) 9 88 88, 14 Cent./min.
leserservice@diw.de

Weitere Fragen?

DIW Kundenservice:
Telefon (030) 89789-245
kundenservice@diw.de

Abbestellungen von Abonnements
spätestens sechs Wochen vor Jahresende

RÜCKBLLENDE: IM WOCHENBERICHT VOR 50 JAHREN

Die Bruttolöhne und -gehälter in der Bundesrepublik im zweiten Quartal 1961

Die Beschäftigungskomponente an der Zunahme der Lohn- und Gehaltssumme ist wiederum unerwartet stark gewesen. So nahm die Zahl der Beschäftigten gegenüber dem zweiten Quartal 1960 nochmals um fast eine halbe Million (+2,3 vH) und gegenüber dem Vorquartal um fast 360 000 zu. Die strukturelle Zusammensetzung der Mehrbeschäftigung hat sich jedoch in jüngster Zeit außerordentlich gewandelt. Fast 300 000 der gegenüber dem Vorjahr zusätzlich Beschäftigten sind ausländische Arbeitskräfte; je ein Fünftel der Mehrbeschäftigung ist auf Flüchtlinge aus Mitteldeutschland und auf den weiteren Abbau der Arbeitslosigkeit sowie sonstige innere Arbeitskräftereserven zurückzuführen.

Wie schon seit längerem zu beobachten, ist die Entwicklung in den einzelnen Wirtschaftsbereichen sehr unterschiedlich: Absoluter Beschäftigungsrückgang in einigen Wirtschaftszweigen (Landwirtschaft, Bergbau, Häusliche Dienste), dagegen besonders starke Beschäftigungszunahme in der Grundstoff- (+ 5,0 vH) und Investitionsgüterindustrie (+ 6,7 vH). Darüber hinaus vermochte sich die Beschäftigung nennenswert und überdurchschnittlich – abgesehen von der Bundeswehr – nur im Handel und in einigen Dienstleistungszweigen, insbesondere im Dienstleistungshandwerk, auszudehnen. Die Zahl der weiblichen Arbeitnehmer, die noch bis zum vergangenen Jahr stärker als die der Männer zugenommen hatte, stieg auch im zweiten Quartal nur mehr im Rahmen der durchschnittlichen Gesamtentwicklung an.

Aufgrund der laufend durchgeführten Rationalisierungsmaßnahmen in der gesamten Wirtschaft hält der Strukturwandel der Beschäftigungsfunktionen an. Die Zahl der Angestellten nimmt in allen Bereichen weit stärker als die der Arbeitnehmer zu.

aus dem Wochenbericht Nr. 37/1961 vom 15. September 1961

Spekulative Preisentwicklung an den Immobilienmärkten: Elemente eines Frühwarnsystems

Von Christian Dreger und Konstantin Kholodilin

Von spekulativen Übertreibungen an den Vermögensmärkten können erhebliche makroökonomische Verluste für Produktion und Beschäftigung ausgehen. Solche Entwicklungen sollten möglichst frühzeitig und verlässlich erkannt werden, um eine Gegensteuerung durch entsprechende wirtschaftspolitische Maßnahmen zu ermöglichen.

Diesem Ziel dient das Frühwarnsystem, welches das DIW Berlin im Auftrag des Bundesfinanzministeriums für den Immobilienmarkt entwickelt hat. Dieses Frühwarnsystem diagnostiziert spekulativ bedingte Preissprünge auf den Immobilienmärkten. Werden spekulative Preisbewegungen frühzeitig erkannt, bleiben der Wirtschaftspolitik Spielräume, um angemessen auf die Entwicklung zu reagieren und unter Umständen eine weitere Aufblähung der Blasen zu verhindern.

Von spekulativen Preisbewegungen an den Vermögensmärkten können erhebliche makroökonomische Verluste für Produktion und Beschäftigung ausgehen. So trug um die Jahrtausendwende das abrupte Ende des New-Economy-Booms zu einer Rezession in vielen Industriestaaten bei. Das Platzen der US-Immobilienpreisblase 2007/2008 gilt als einer der Auslöser der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise. Durch das Platzen einer Vermögenspreisblase können beachtliche Kosten für die Volkswirtschaft auftreten, die aus der Rekapitalisierung der Finanzsysteme resultieren. Die Staatsverschuldung steigt rapide an, teils weil Steuereinnahmen wegbrechen, teils weil umfangreiche Konjunkturprogramme und Hilfsmaßnahmen durchgeführt werden, auch um die drohenden Wachstumseinbußen zu begrenzen.

Oft liegen die Anfänge einer Vermögenspreisblase in Zeiten einer wirtschaftlichen Expansion. Das Risikobewusstsein der Akteure nimmt ab, Liquiditätsrestriktionen werden weniger bindend und Kredite leichter verfügbar. Dies heizt die Entwicklung weiter an. Die Vermögenspreise werden in immer stärkerem Ausmaß von den Preiserwartungen getrieben. Die Einschätzungen stehen zunehmend nicht mehr im Einklang mit den Werten, die aufgrund der ökonomischen Fundamentalvariablen wie etwa dem Einkommen gerechtfertigt wären. Die Akteure verhalten sich nicht länger rational, sondern orientieren sich in ihrem Verhalten an Marktführern. Die Entwicklung gleicht einem Herdenverhalten. Der geeignete Zeitpunkt des Ausstiegs ist für den Einzelnen kaum vorhersehbar.¹ Aus unterschiedlichen Gründen kann die Entwicklung schließlich zum Stillstand kommen; die Ungleichgewichte werden schlagartig offenbar.

¹ Vgl. auch Shiller, R. (2005): *Irrational exuberance*. Princeton University Press, Princeton, NJ, und De Grauwe, P. (2008): *Animal spirits and monetary policy*. CESifo Working Paper 2418.

Spekulativ überzeichnete Vermögenspreise können die gesamtwirtschaftliche Nachfrage über einen bestimmten Zeitraum hinweg stimulieren. Dadurch entsteht ein zusätzlicher Inflationsdruck, der die Aufgabe der Geldpolitik, die Stabilität des Preisniveaus zu sichern, erschwert. Darüber hinaus kommt es zu einer ineffizienten Allokation der Ressourcen, beispielsweise Investitionen in den Bau von Immobilien, die wegen mangelnder Nachfrage dann leer stehen werden. Des Weiteren können private Haushalte zeitweise über ihre Verhältnisse konsumieren und beim Platzen einer Vermögensillusion ihre Ausgaben zurückfahren. Ein typisches Beispiel für Vermögensblasen sind übermäßig steigende Aktienkurse, die mitunter auch mit überzogenen Investitionsaktivitäten der Unternehmen einhergehen und zum Entstehen von Überkapazitäten beitragen können.

Verhinderung von Preisblasen durch präventive Wirtschaftspolitik

Im Grundsatz kann die Politik durch geeignete Maßnahmen dem Entstehen und dem Aufblähen von Preisblasen auf den Vermögensmärkten entgegenwirken.² Dafür müssen ihr verlässliche Entscheidungsgrundlagen zur Verfügung stehen. Vor allem gilt es, Preisblasen als solche zu erkennen, was gerade in ihrer Entstehungsphase nicht leicht ist. Dies wird dadurch erschwert, dass sich Vermögenspreise auch im Rahmen üblicher konjunktureller Entwicklungen bewegen oder durch längerfristig wirkende Trends beeinflusst werden. So sind anziehende Immobilienpreise zu erwarten, wenn sich konjunkturbedingt die Einkommen in einer Volkswirtschaft erhöhen. Höhere Aktienkurse sind oft ein Indiz für bessere Gewinnaussichten von börsennotierten Unternehmen. Steigende Rohstoffpreise können unter Umständen auf das weltwirtschaftliche Wachstum zurückgeführt werden. In all diesen Fällen sind fundamentale Bestimmungsgründe für die Preisentwicklung ausschlaggebend.

Ohne ein geeignetes Diagnoseinstrumentarium ist das Risiko hoch, dass Preissteigerungen im Zusammenhang mit solchen Entwicklungen fälschlicherweise als Blase interpretiert und Maßnahmen wie etwa zur Dämpfung der Konjunktur ergriffen werden. Es drohen dann gravierende Wohlfahrtseinbußen. Die Herausfor-

² Um künftig krisenhafte Zuspitzungen zu verhindern, wird von einigen Forschern eine Erweiterung des makropolitischen Instrumentariums gefordert; vgl. Blanchard, O., Dell'Ariccia, G., Mauro, P. (2010): Rethinking macroeconomic policy. IMF Staff Position Note SPN/10/03. Des Weiteren wird vorgeschlagen, dass sich Zentralbanken gegen den Markttrend verhalten sollten; vgl. u. a. Bordo, M. D., Jeanne, O. (2002): Boom-busts in asset prices, economic instability and monetary policy. NBER Working Paper 8966 und Borio, C. (2006): Monetary and financial stability: Here to stay? Journal of Banking and Finance, 30, 3407-3414.

derung besteht somit darin, spekulative Übertreibungen von der fundamental determinierten Preisentwicklung zu trennen und Indikatoren zu konstruieren, die ein möglichst frühzeitiges und verlässliches Erkennen einer Blase erlauben.

Das DIW Berlin hat für das Bundesministerium der Finanzen ein Frühwarnsystem entwickelt.³ Dieses System ist wegen der recht einfachen Verfügbarkeit der benötigten Daten leicht aktualisierbar. Im Folgenden wird dieses Instrument für den Immobilienmarkt vorgestellt. Immobilienbesitz nimmt für viele private Haushalte einen hohen Anteil an den Vermögensanlagen ein. Anders als beispielsweise bei Aktienkursen bauen sich spekulative Entwicklungen auf den Immobilienmärkten in der Regel langsamer auf, so dass ihre Früherkennung einfacher ist.⁴ Preisblasen sind des Weiteren eher seltene Ereignisse. Jede Preisblase hat zwar ihre Besonderheiten, dennoch können Regelmäßigkeiten abgeleitet werden, um künftig besser gewappnet zu sein. Zur Bestimmung der Ursachen von spekulativen Preisentwicklungen auf dem Immobilienmarkt werden die Entwicklungen in zwölf Industrieländern betrachtet.⁵

Wann stellen Preissteigerungen eine Blasenbildung dar?

Für die Konstruktion eines Frühwarnsystems ist die Bestimmung und zeitliche Abgrenzung früherer Preisblasen unabdingbar. Sind die Blasen definiert und erkannt, lassen sich die kritischen Faktoren ermitteln, die für ihre Entwicklung ausschlaggebend sind. Die Abgrenzung der Blasen erfolgt länderspezifisch. Dies ist insbesondere für Immobilienmärkte anzuraten, da diese stark von lokalen Bedingungen geprägt sind. Für eine möglichst robuste Bestimmung werden sowohl Filter als auch sogenannte Strukturmodelle eingesetzt.

³ Dieser Wochenbericht ist eine politikorientierte Zusammenfassung des Forschungsprojektes „Methoden zur Analyse der Entwicklung von Vermögenspreisen mit Blick auf Erkennung von Anzeichen für Blasenbildung“, das die Autoren im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen durchgeführt haben. Vgl. Dreger, C., Kholodilin, K. (2011): An early warning system to predict the house price bubbles. DIW Discussion Papers 1142.

⁴ Zu stilisierten Fakten für Immobilienpreisblasen vgl. Helbling, T., Terrones, M. (2003): Real and financial effects of bursting asset price bubbles. IMF World Economic Outlook, April, 61-76.

⁵ Den Berechnungen liegen unterschiedliche Datenquellen zugrunde. Die Immobilienpreisindizes wurden der NiGEM-Datenbasis entnommen, die Verhältnisse zwischen Immobilienpreisen und Bruttoinlandsprodukt (BIP) beziehungsweise zu Mieten wurden uns freundlicherweise von Herrn A. Christophe von der OECD zur Verfügung gestellt. Die Regulierungsvariable, die den Zeitpunkt der Deregulierung des Hypothekenmarktes darstellt, ist aus dem Papier von Agnello, L. und Schuknecht, L. (2011): Booms and busts in housing markets: Determinants and implications. Journal of Housing Economics, 20 (3), 171-190 entnommen. Weitere Variablen stammen aus Datastream und Global Insight oder wurden von den Autoren selbst berechnet.

Bei den Filterverfahren werden Phasen einer ungewöhnlichen Preisentwicklung durch Abweichungen von geglätteten Zeitreihen identifiziert.⁶ Ein erhebliches Abweichen der realen Vermögenspreise von ihrem längerfristigen Trend kann jedoch nicht nur auf Spekulation zurückgeführt werden, sondern auch durch fundamentale Faktoren wie reales Einkommen, Zinsen und Bevölkerungswachstum bedingt sein.⁷ Zur Ermittlung eines übermäßigen Preisanstiegs sind daher Schwellenwerte einzuführen. Diese sollen verhindern, dass Preisentwicklungen, die durch den Konjunkturverlauf sozusagen „ökonomisch fundamental“ hervorgerufen sind, fälschlicherweise als Blasen identifiziert werden.

Daneben werden strukturelle Modelle eingesetzt, die eine inhaltliche Interpretation der Preisentwicklung ermöglichen. Fundamental bestimmte Preise lassen sich als Schätzwerte einer Regression auffassen, in der Vermögenspreise auf verschiedene Einflussgrößen zurückgeführt werden. In der Literatur werden die Immobilienpreise durch Einkommen, Realzinssätze, Bevölkerung und Urbanisierung erklärt.⁸ So sind bei steigenden Einkommen und wachsender Bevölkerung höhere Immobilienpreise zu erwarten, weil die Nachfrage nach Wohnraum anzieht. Der Realzinssatz wirkt hingegen negativ, weil bei steigenden Zinssätzen andere Vermögensanlagen attraktiver werden und sich die Finanzierungskosten für Immobilien erhöhen. Ein hoher Urbanisierungsgrad zeigt an, dass eine Landflucht bereits weit vorangeschritten ist, wodurch der größte Preisanstieg für Immobilien in den Ballungszentren bereits vorüber ist.

Ein deutliches Zeichen für eine Blase ist es, wenn die Preise über einen längeren Zeitraum von der modellbasierten Entwicklung nach oben hin abweichen. Um möglichst belastbare Ergebnisse hinsichtlich früherer Blasen zu erhalten, werden zwei Verfahren angewendet und miteinander kombiniert. Dabei müssen sich die mit beiden Techniken ermittelten Zeiträume, in denen möglicherweise Immobilienpreisblasen aufgetreten sind, wenigstens zum Teil überlappen. Für die zeitliche Bestimmung der Blasen wird jeweils mit verschiedenen Schwellenwerten experimentiert. Letztlich wird die Konstellation gewählt, bei der die Übereinstimmung zwischen den Verfahren möglichst hoch ist.

⁶ Die Beurteilung erfolgt relativ zu einem Trend, der mit üblichen Verfahren, beispielsweise mit dem Hodrick-Prescott-Filter, extrahiert wird.

⁷ Um die Vermögenspreisdynamik relativ zur allgemeinen Preisentwicklung zu beurteilen, werden reale Vermögenspreise verwendet. Je nach Datenverfügbarkeit werden der Preisindex des privaten Verbrauchs oder der Deflator des Bruttoinlandsprodukts herangezogen.

⁸ Für eine Zusammenfassung der potenziellen Determinanten der realen Immobilienpreise vgl. Girouard, N., Kennedy, M., Van Den Noord, P., André, C. (2006): Recent house price developments: The role of fundamentals. OECD Economics Department Working Papers 47.

Immobilienpreisblasen treten relativ selten auf

Immobilienpreisblasen sind in den betrachteten Ländern in unterschiedlichen Perioden aufgetreten, bleiben aber insgesamt recht selten (Abbildung 1).⁹ Die häufigsten Blasenbildungen sind für Spanien und das Vereinigte Königreich zu verzeichnen. Die Immobilienpreise in diesen Ländern waren in der Vergangenheit noch stärker von spekulativen Schüben geprägt als in den USA. In Frankreich und Deutschland haben sich dagegen weniger Preisblasen ereignet. Die einzige Blase in Deutschland hat sich über den Zeitraum vom letzten Quartal 1992 bis zum dritten Quartal 1994 erstreckt. Zu einem Immobilienboom ist es im Zuge der deutschen Wiedervereinigung gekommen, der zu Überinvestitionen im Wohnungsbau und gewerblichen Bau geführt hat. Nach dem Platzen der Blase sind die Bauinvestitionen über ein Jahrzehnt lang gesunken. In den Niederlanden war hingegen in den letzten beiden Jahrzehnten keine Blase erkennbar, obwohl die Immobilienpreise meist angezogen haben. Der Anstieg ist in diesem Fall aber durch die Fundamentalvariablen begründet. Überhitzungen konnten nicht diagnostiziert werden.

Was sind die Ursachen für Immobilienpreisblasen?

Grundlegend für ein wirtschaftspolitisch relevantes Frühwarnsystem ist die Bestimmung der Triebfedern von Preisblasen. Hierzu werden zwei Methoden betrachtet: ein Signalansatz und Logitmodelle. Beide Verfahren basieren auf einer Panelanalyse, in die die Daten aller zwölf hier betrachteten Industrieländer eingehen. Eine länderspezifische Untersuchung ist indes nicht angeraten, weil die Anzahl der Blasen pro Land zu gering ist.

Überschreitung von Schwellenwerten löst Krisensignal aus

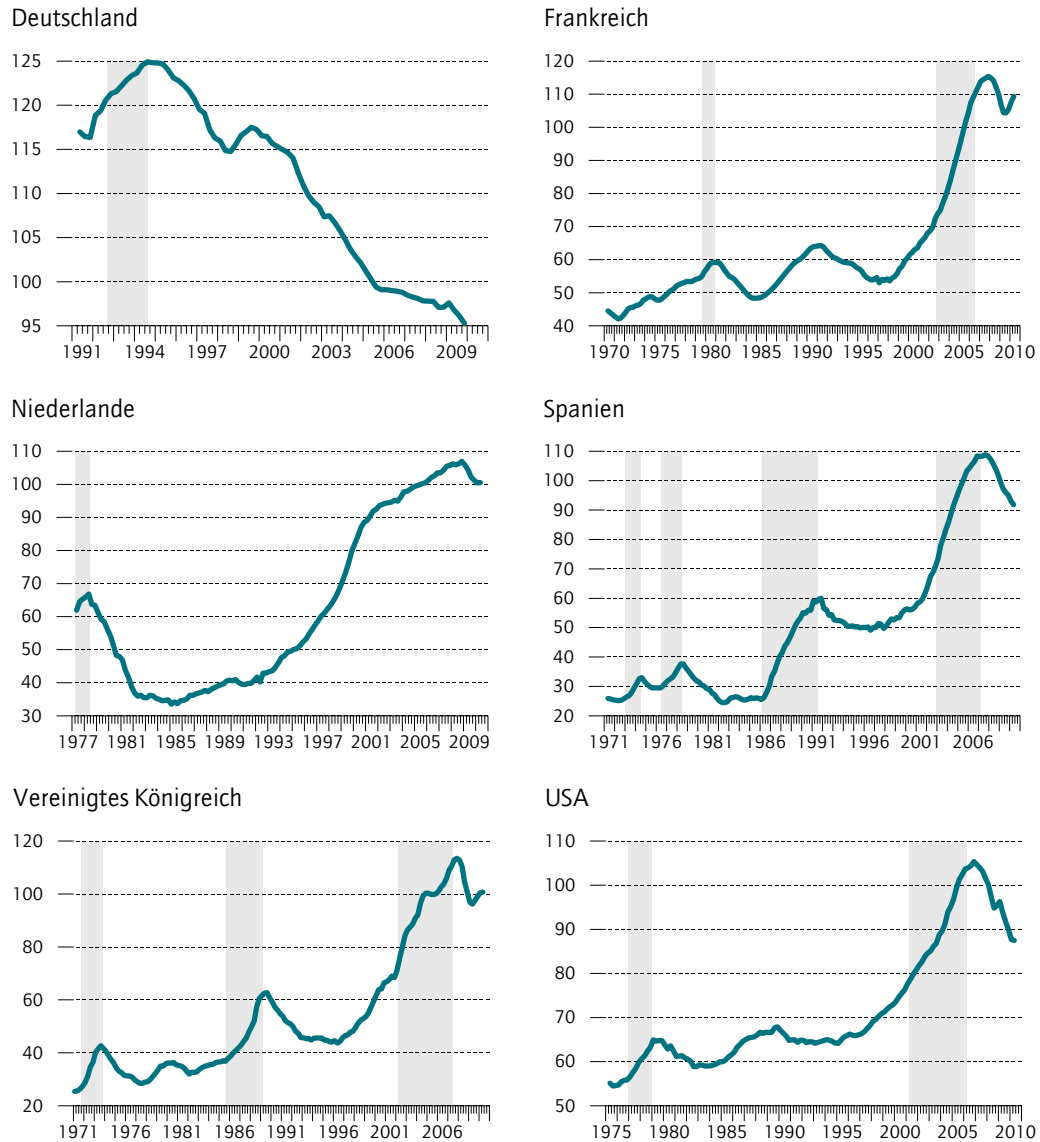
Beim Signalansatz werden frühere blasenhafte Entwicklungen untersucht und diejenigen Variablen identifiziert, die für die Prognose des Eintretens der Blase relevant sein könnten. Dazu werden kritische Obergrenzen für die potenziellen Erklärungsgrößen ermittelt. Die Schwellenwerte werden so festgelegt, dass Blasen einerseits erkannt, andererseits aber möglichst wenige Fehlalarme produziert werden. Als Gütekriterium wird ein Genauigkeitsmaß verwendet, das auf zwei Elementen

⁹ Im Großen und Ganzen schließt sich diese Chronologie den Resultaten anderer Autoren an, siehe beispielsweise Bordo, M.D., Jeanne, O. (2002): a.a.O., Helbling, T., Terrones, M. (2003): a.a.O., Adalid, R., Detken, C. (2007): Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles. ECB Working Paper 732, Laeven, L., Valencia, F. (2008): Systemic banking crises: A new database. IMF Working Paper 08/224.

Abbildung 1

Entwicklung der realen Immobilienpreisindizes und Zeiträume mit Preisblasen

Immobilienpreisindex in Punkten



Anmerkung: Zeiträume mit Preisblasen sind grau hinterlegt.

Quelle: Vgl. Fußnote 5; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2011

Immobilienpreisblasen sind relativ selten und bauen sich langsam auf.

ten basiert: dem Anteil der korrekt identifizierten Blasen gemessen an der Anzahl der tatsächlichen Blasen und dem Anteil der korrekt vorhergesagten Nichtblasen an allen Nichtblasen. Letzteres sind Perioden, in denen keine Blasen auftraten. Die optimale Schwelle ist erreicht, wenn die Summe der beiden Elemente möglichst groß ist. Damit werden die beiden Eigenschaften

„verlässlich angezeigte Blasen“ und „möglichst wenige Fehlalarme“ gleich gewichtet.

Die Überschreitung des Schwellenwertes einer Variablen wird als Signal einer aufziehenden oder bereits vorhandenen Blase interpretiert. Aus mehreren Signalen, die auf verschiedenen Variablen basieren, wird ein

kombinierter Indikator konstruiert. Je mehr Variablen auf eine entstehende Blase hindeuten, desto höher ist der Wert des Indikators. Es bietet sich an, die Variablen, mit denen eine relativ verlässliche Diagnose möglich ist, stärker zu gewichten.

Die Ergebnisse des Signalansatzes (Tabelle 1) zeigen beispielsweise, dass die Geldmenge ein Signal für eine Blase aussendet, wenn sie ihren Trendverlauf um 20 Prozent übersteigt. Weitere wichtige Einflussgrößen sind unter anderem das Verhältnis zwischen Hauspreisen und Mieten sowie das Verhältnis zwischen Hauspreisen und Einkommen. Je höher die Hauspreise relativ zu den Mieten beziehungsweise Einkommen sind, desto eher liegen spekulative Entwicklungen der Immobilienpreise vor. Das Kreditwachstum spielt für die Prognose spekulativer Entwicklungen ebenfalls eine Rolle. Der Erklärungsbeitrag dieser Variable ist mit einer Gewichtung von sieben Prozent weniger ausgeprägt als der der Liquiditätsindikatoren insgesamt. Jedoch ist das Kreditwachstum einflussreicher als das Verhältnis der Kredite zum BIP. Der öffentlichen Defizitquote kommt mit einem Gewicht

von knapp vier Prozent hingegen eine vergleichsweise geringe Bedeutung zu.¹⁰

Expansive Geldpolitik und laxe Kreditvergabe erhöhen Wahrscheinlichkeit für spekulative Entwicklungen

Die Alternative zum Signalansatz besteht in einer Logitregression. In diesem Modell wird die Wahrscheinlichkeit für eine gemäß Filter- und Strukturverfahren gemeinsam definierte Preisblase durch ökonomische Bestimmungsfaktoren erklärt. Gemäß dem Logitmodell wird die Wahrscheinlichkeit für eine Preisblase (definiert als 1 für die Perioden mit Blase und 0 für die Perioden ohne Blase) vor allem von Größen bestimmt, die die finanziellen Bedingungen in der Volkswirtschaft abbilden (Tabelle 2). So erhöht ein kräftiges nominales

10 Eine hohe Gewichtung von Liquiditäts- und/oder Kreditvariablen wird auch in den meisten Studien der Literatur gefunden, siehe auch Borio, C., Lowe, P. (2004): Securing sustainable price stability: Should credit come back from the wilderness? Bank for International Settlements Working Paper 157 und Agnello, L., Schuknecht, L., a. a. O.

Tabelle 1

Einflussfaktoren des Auftretens der Preisblasen am Immobilienmarkt: Schwellenwerte und Gewichte gemäß Signalansatz

Variable	Schwellenwert	Gewichtung
Kurzfristiger Zinssatz	0,4	5,7
Kurzfristiger Realzinssatz	0,4	5,6
Zinsstruktur	3	3,7
Realer effektiver Wechselkurs	1	6,9
Miete	0,4	5
Hauspreise-Einkommen-Verhältnis	1	7,6
Hauspreise-Mieten-Verhältnis	1	8
Investitionsquote	1	7,9
Kreditwachstum, nominal	0,6	7
Kreditwachstum, real	1	7
Verhältnis Kredite zu BIP	1	5,5
Wachstum BIP pro Kopf	0,2	6,5
Geldmenge	0,2	4,6
Wachstum der nominalen Liquidität	0,8	8
Wachstum der realen Liquidität	1,2	7,1
Öffentliche Defizitquote	1,4	3,8

Anmerkung: Bestimmung des optimalen Schwellenwertes durch Maximierung des im Text beschriebenen Gütekriteriums. Gewichtung in Prozent, entsprechend der individuellen Vorhersagequalität.

Quelle: Vgl. Fußnote 5; Berechnungen des DIW Berlin.

Tabelle 2

Schätzergebnisse eines Logitmodells für die Wahrscheinlichkeit des Auftretens von Immobilienpreisblasen

Erklärungsgröße	Wirkungsrichtung	Gewicht
Konstante	-	
Realer Wechselkurs(-2)	+	7,1
Investitionsquote	+	7,2
Δ (Hauspreise-Einkommen-Verhältnis)	+	22,5
Δ (Hauspreise-Einkommen-Verhältnis)(-1)	+	
Δ (Hauspreise-Einkommen-Verhältnis)(-2)	+	
Hauspreise-Mieten-Verhältnis	+	7,4
Δ Geldmenge	+	14,1
Δ Geldmenge(-1)	+	
Δ BIP pro Kopf(-1)	+	6,9
Verhältnis Kredite zu BIP(-1)	+	13,6
Quadrat des Verhältnisses Kredite zu BIP	-	
Kreditwachstum, nominal	+	7
Öffentliche Defizitquote* Steuersatz	-	6,7
Regulierung ¹	-	7,5
Beobachtungen		1061
Länder		10

Anmerkung: Abhängige Variable: Wahrscheinlichkeit für eine Preisblase. Gewichtung (in Prozent, rechte Spalte) nach Maßgabe der log odds ratio und Konkordanzkoeffizienten.

¹ Deregulierung des Hypothekenmarktes wird als Scheinvariable definiert, die ab dem Zeitpunkt, wenn der Hypothekenmarkt dereguliert wurde, gleich 1 ist, und vorher gleich 0 ist. Vgl. Agnello und Schuknecht, a. a. O.

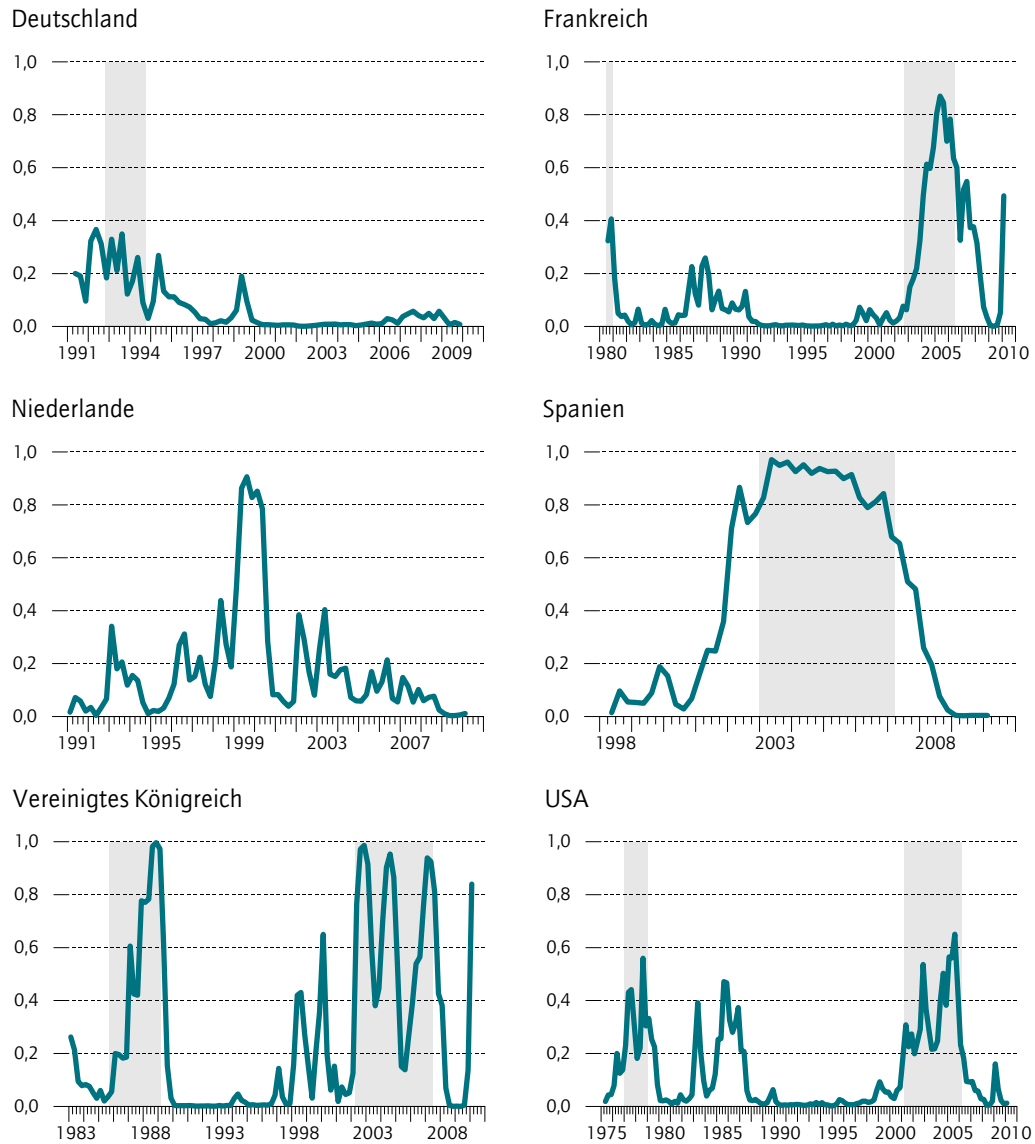
Quelle: Vgl. Fußnote 5; Berechnungen des DIW Berlin.

Überschreiten die Investitionsquote oder Hauspreisvariablen ihre Schwellenwerte, sendet dies ein gewichtiges Indiz für eine Preisblase.

Kredit- und monetäre Bedingungen tragen am stärksten zum Aufbau von Immobilienpreisblasen bei.

Abbildung 2

Perioden des Auftretens der spekulativen Blasen an den Immobilienmärkten gemäß des Logit-Modells
Wahrscheinlichkeit



Anmerkung: Zeiträume mit Preisblasen sind grau hinterlegt.

Quelle: Vgl. Fußnote 5; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2011

Immobilienpreisblasen sind relativ selten und bauen sich langsam auf.

Geldmengenwachstum die Wahrscheinlichkeit einer von spekulativen Faktoren getriebenen Entwicklung der Immobilienpreise. Dies gilt auch für das nominale Kreditwachstum und das Verhältnis der Kredite zum BIP. Wie im Signalansatz spielt das Verhältnis zwischen Hauspreisen und Mieten sowie die Änderung des Verhältnisses zwischen Hauspreisen und Einkommen eine

entscheidende Rolle. Zudem steigt die Wahrscheinlichkeit für die Herausbildung einer Preisblase im Konjunkturaufschwung. Dies zeigt das positive Vorzeichen des Wachstums der Pro-Kopf-Einkommen und der Investitionsquote an. Für die Diagnose von Immobilienpreisblasen ist die Entwicklung der Hauspreise relativ zu den Einkommen oder Mieten von wesentlicher Bedeu-

tung. Die Variablen erhalten im Gesamtindikator ein kumuliertes Gewicht von nahezu 30 Prozent (Summe aus den Einzelgewichten von 22,5 und 7,4). Die Kreditgrößen sind zusammen mit über 20 Prozent vertreten, während auf die Liquiditätsbedingungen ein Anteil von gut 14 Prozent entfällt. Die Wahrscheinlichkeiten für eine Preisblase sind in Abbildung 2 dargestellt. Da die Prognosekraft des Logitmodells etwas besser als im Signalansatz ausfällt, werden hier nur die Ergebnisse gemäß der Logitanalyse ausgewiesen.

Insgesamt zeigen die Ergebnisse des Logitmodells, dass den monetären und finanziellen Bedingungen eine wesentliche Rolle beim Entstehen und der Aufblähung von spekulativen Preisblasen an den Immobilienmärkten zukommt. Dabei ist es sinnvoll, den Verlauf von Geldmengen und Kreditaggregaten gemeinsam zu beobachten, um Anzeichen für künftige krisenhafte Entwicklungen zu erhalten. Darüber hinaus kommen noch weitere Indikatoren in Frage, wie etwa die konjunkturelle Situation oder die realen Wechselkurse. Insbesondere für kleine Länder kann eine kumulative Aufwertung der Landeswährung ein wichtiges Merkmal darstellen, weil so der Druck erfasst wird, der von internationalen Kapitalzuflüssen ausgeht.

Alles in allem steigt die Wahrscheinlichkeit für eine von spekulativen Faktoren durchsetzte Preisentwicklung, wenn die Geldpolitik expansiv ausgerichtet und die Kreditvergabe erleichtert ist. Eine Konzentration auf Liquiditäts- und Kreditvariablen reicht jedoch nicht aus.

Das Entstehen von Preisblasen ist ein komplexer Prozess, der sich nicht auf der Grundlage nur einiger Va-

riablen erfassen lässt: Weitere Variablen, wie etwa das Pro-Kopf-Einkommen, die Investitionsquoten oder die finanzielle Situation der öffentlichen Haushalte, sind ebenfalls zu berücksichtigen, um profunde Einschätzungen zu erhalten.

Fazit

Spekulativ bedingte Preisblasen an den Immobilienmärkten können die Konjunktur über einen längeren Zeitraum hinweg schwer beeinträchtigen. Eine wichtige Aufgabe der vorausschauenden Wirtschaftspolitik ist es daher, gegen entstehende Preisblasen anzugehen. Wie die Erfahrungen der Vergangenheit gezeigt haben, tritt das Platzen solcher Blasen aber meist überraschend ein. Die Politik benötigt deshalb Instrumente zur verlässlichen und möglichst frühzeitigen Diagnose spekulativer Preissteigerungen. Das DIW Berlin hat im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen ein solches Frühwarnsystem entwickelt.

In dem hier vorgestellten Frühwarnsystem werden unterschiedliche Informationen optimal gewichtet, um eine möglichst verlässliche Diagnose der Immobilienpreisentwicklung und Vorhersage spekulativer Preissprünge zu gewährleisten. Die Ergebnisse verdeutlichen, dass das Entstehen von Preisblasen ein komplexer Prozess ist und von verschiedenen Faktoren getrieben wird. Dazu zählen insbesondere die Kredit- und Geldausstattung in einer Volkswirtschaft. Darüber hinaus spielen Erklärungsgrößen wie etwa die konjunkturelle Situation, die Einkommensentwicklung der privaten Haushalte und die öffentlichen Finanzen eine Rolle.

Prof. Dr. Christian Dreger ist Leiter der Abteilung Makroökonomie | cdreger@diw.de

Dr. Konstantin Kholodilin ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Makroökonomie | kkholodilin@diw.de

JEL: C25, C33, E32, E37

Keywords: House prices, early warning system, price bubbles



Konstantin Kholodilin, Wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin

SECHS FRAGEN AN KONSTANTIN KHOLODILIN

» Neues Frühwarnsystem kann Immobilienpreisblasen vorhersagen«

1. Herr Dr. Kholodilin, von spekulativen Übertreibungen an den Vermögens- und Immobilienmärkten können erhebliche Verluste für Produktion und Beschäftigung ausgehen. Das DIW Berlin hat nun ein Frühwarnsystem für spekulative Preisblasen an den Immobilienmärkten entwickelt. Wie lässt sich eine Preisblase überhaupt identifizieren? Unser Verfahren besteht aus zwei Teilen. Da es keine Chronologie der Blasen gibt, muss man sie deshalb zunächst identifizieren. Das ist der erste Teil unserer Methodologie. Wir haben also mit verschiedenen ökonomischen Methoden die Blasen identifiziert, das heißt die Perioden, wann die Blasen auftreten und wann sie enden. Der zweite Teil war der Versuch, diese von uns identifizierten Blasen möglichst korrekt vorherzusagen. Für dieses zweite Verfahren haben wir eine Vielzahl verschiedener makroökonomischer und finanzieller Indikatoren verwendet, darunter auch das Miet- und Hauspreisverhältnis, kurzfristige Zinsen oder Geldmengen. Diese Indikatoren sind besonders wichtig für die Vorhersage einer Immobilienpreisblase.
2. Wer soll dieses Frühwarnsystem anwenden, und wie funktioniert es? Das Projekt ist ein Auftrag des Bundesministeriums für Finanzen, das auch der erste Nutzer unseres Systems ist. So haben wir ein Modell entwickelt, das unter Verwendung von aktuellen Daten die Wahrscheinlichkeiten des Auftretens einer Immobilienpreisblase anzeigt. Diese Wahrscheinlichkeiten geben uns die Signale, ob eine Blase in Sicht ist oder nicht.
3. Wie zuverlässig ist ein solches Frühwarnsystem? Wir haben das für frühere, also historische Daten analysiert. In unserem Datensatz waren zwölf Länder über eine Zeitperiode von fast 40 Jahren erfasst. In dieser Zeit gab es in diesen Ländern 16 Blasen. Wie man aus unserer Studie sehen kann, haben wir alle diese 16 Blasen erkannt und zwei Fehlarmlarmer gegeben. Das System kann also relativ korrekt die Immobilienpreisblasen vorhersagen.
4. Zu welchem Zeitpunkt sollte die Politik intervenieren? Zunächst muss man sich sicher sein, dass es sich um keinen Fehlarmlarm handelt. Ein Fehlarmlarm könnte unnötige Panik auslösen und letztendlich auch ein Grund für eine Krise sein. Die Wahrscheinlichkeit einer Preisblase sollte also relativ hoch, beispielweise höher als 50 Prozent liegen und auch mindestens zwei Quartale beständig bleiben. Erst dann kann man sicher sein, dass es sich um eine Blase handelt. Da aber Immobilienpreisblasen in der Regel zwischen ein und viereinhalb Jahren dauern, hat man relativ viel Zeit, um darauf zu reagieren.
5. Welche Maßnahmen sollte man dann ergreifen? Ich würde vor allem die institutionellen Maßnahmen bevorzugen. Zum Beispiel könnte man die Bedingungen der Kreditvergabe verschärfen, damit die Banken nicht zu viele Kredite an Haushalte vergeben können, wie das in den USA passiert ist. Vielleicht könnte man auch die Transaktionskosten für den Kauf einer Immobilie erhöhen, zum Beispiel die Steuern oder verschiedene andere Gebühren, die mit dem Kauf oder Verkauf einer Immobilie zu tun haben. So kann man gezielt auf die Ereignisse im Immobilienmarkt reagieren. Wenn man jedoch anfängt, den Zinssatz zu erhöhen, um eine Immobilienblase zu vermeiden, dann kann das die gesamtwirtschaftliche Entwicklung negativ beeinflussen.
6. Besteht in Deutschland aktuell die Gefahr einer Immobilienpreisblase? Ich sehe das nicht. In größeren Städten wie Hamburg oder Berlin gibt es zurzeit Preisanstiege, aber das ist noch keine Blase, weil Immobilienpreise wie alle anderen Preise manchmal steigen. Das hat eher mit dem relativ hohen Wirtschaftswachstum in diesem und im letzten Jahr zu tun. Aber bis jetzt gibt es noch keine Abkopplung der Preise von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.



Das vollständige Interview zum Anhören finden Sie auf www.diw.de/interview

Die Zukunft des internationalen Währungssystems

Von Ansgar Belke, Kerstin Bernoth und Ferdinand Fichtner

Die Finanzkrise 2007/2008 und die derzeitige „Euro-Krise“ stellen das bisherige Weltwährungssystem in Frage. Sie legt die Schwächen des aktuellen Systems schonungslos offen und zeigt, welchen herausragenden Stellenwert das internationale Währungssystem nach wie vor für die Stabilität von Märkten und ganzen Volkswirtschaften hat. Das DIW Berlin hat im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen untersucht, ob es grundlegende Alternativen zum bestehenden Wechselkursregime gibt. Grundsätzlich erweist sich keine der beiden Extremformen – komplett freie oder fixe Wechselkurse – als geeignet. In dem daher grundsätzlich zu empfehlenden Mischsystem sind aber Verbesserungen zum Status quo sinnvoll. Anzustreben ist ein Wechselkursregime mit einigen wenigen, großen Währungsräumen, die untereinander durch flexible Wechselkurse verbunden sind. Korrespondierend hierzu sollte sich ein multipolares Leitwährungssystem herausbilden, in dem neben dem gegenwärtig dominierenden US-Dollar auch der Euro und der chinesische Renminbi eine wichtige Rolle spielen dürften. Begleitet werden sollten diese Entwicklungen durch substanzielle Verbesserungen der regulatorischen Rahmenbedingungen der Finanzmärkte. Hierzu gehört neben einer verstärkten globalen und insbesondere europäischen wirtschaftspolitischen Koordinierung auch eine international abgestimmtere und durchsetzungsfähigere Finanzmarktaufsicht.¹

Das Weltwährungssystem hat in den letzten 150 Jahren eine Vielzahl von Phasen unterschiedlicher Bindungsintensität zwischen den unterschiedlichen Währungen durchlaufen (Kasten 1). Neben Phasen sehr enger Bindung zwischen den Hauptwährungen der Weltwirtschaft (etwa während des Goldstandards oder des Bretton-Woods-Systems) gab es zumindest übergangsweise auch Regime relativ hoher Flexibilität der Wechselkurse (zumeist nach dem Zerfall relativ enger Regime), wie etwa nach dem Ende des Goldstandards in den frühen 1920er-Jahren oder mit der Ausweitung der Bandbreiten der innereuropäischen Wechselkurse nach dem Zusammenbruch des europäischen Währungssystems Anfang der 90er-Jahre. In den vergangenen Jahren ist – aus globaler Perspektive – eine Tendenz zu insgesamt zunehmend flexibleren Wechselkursen festzustellen.²

Vor- und Nachteile flexibler und fester Wechselkurse

Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise hat Zweifel am bestehenden globalen Wechselkurssystem geweckt. Starke Fluktuationen der Wechselkurse, etwa zwischen US-Dollar und Euro oder den Währungen osteuropäischer Volkswirtschaften, führen regelmäßig zu Verunsicherung der Märkte, während gleichzeitig fixe Wechselkurse etwa zwischen China und den USA zum Aufbau massiver Ungleichgewichte beitragen. Grundsätzlich sind zwei Extremformen des Wechselkursregimes vorstellbar: Eine vollständige Flexibilisierung und eine vollständige Fixierung der globalen Wechselkurse. Für eine vollständige Flexibilisierung spricht, dass der Aufbau globaler Ungleichgewichte und die Übertragung konjunktureller Schwankungen gedämpft wird. So führen anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse eines Landes aufgrund der Mehrnachfrage nach inländischen Devisen bei flexiblen Wechselkursen zu einer Aufwertung der lokalen Währung. Hierdurch verteuern sich die Ex-

¹ Der vorliegende Bericht beruht auf einer umfassenden Studie zum selben Thema, die das DIW Berlin im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen erstellt hat. Vgl. Belke, A., Bernoth, K., Fichtner, F. (2011): Die Zukunft des internationalen Währungssystems. DIW Berlin: Politikberatung kompakt (im Erscheinen).

² Die Bildung der Europäischen Währungsunion läuft diesem Trend offensichtlich entgegen.

porte auf dem Weltmarkt, während der Preis für Importgüter aus inländischer Perspektive sinkt. Als Konsequenz reduziert sich der Außenhandelsüberschuss. Exzessive, anhaltende Exportüberschüsse, wie sie etwa die chinesische Volkswirtschaft aufweist, sind bei flexiblen Wechselkursen daher unwahrscheinlicher.

In vielen anderen Schwellenländern gilt der geschilderte Zusammenhang umgekehrt: Sie weisen wegen des hohen Wachstums der Binnennachfrage und kräftiger Importe aufgrund starker Ausweitung des Konsums typischerweise hohe Leistungsbilanzdefizite auf, die durch eine Abwertung gedämpft werden.³

Insgesamt können flexible Wechselkurse aufgrund ihrer schnellen Anpassungsfähigkeit zu einer verbesserten Ressourcenallokation beitragen. Als automatische Stabilisatoren dämpfen sie die internationale Übertragung von Preis- und Konjunkturschwankungen, reduzieren die Unsicherheit und fördern so die Investitionstätigkeit.⁴ Dies gilt umso mehr, da flexible Wechselkurse eine unabhängige Geldpolitik ermöglichen,⁵ die gegebenenfalls auf nationale konjunkturelle Entwicklungen reagieren und so zu binnenwirtschaftlicher Stabilisierung der Volkswirtschaft und damit insgesamt verbesserten Rahmenbedingungen für das Wirtschaftswachstum beitragen kann.

Umgekehrt spricht auch vieles für eine weitere internationale Stabilisierung der Wechselkurse. Sogar die Einführung einer Weltwährung hat, auch unter Ökonomen, zahlreiche Anhänger.⁶ Wesentliches Argument für fixe Wechselkurse oder eine weltweite Währung ist der Effizienzgedanke. So trägt die steigende internationale Transparenz dazu bei, dass die Handelsströme zunehmen und damit eine intensivere Nutzung der Vor-

teile der internationalen Arbeitsteilung einsetzt. Zudem kann die realwirtschaftliche Investitionstätigkeit steigen, da internationale Investitionen durch sinkende Risikoprämien (aufgrund des wegfallenden Wechselkursrisikos) attraktiver werden. Beide Zusammenhänge können tendenziell wachstumsfördernd wirken, wobei im Gegensatz zu flexiblen Wechselkursen die Wachstumsdynamik nun aus der Stabilisierung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen erwächst.

Aus den beschriebenen Vorteilen eines Systems flexibler Wechselkurse ergeben sich aber gleichzeitig auch die Nachteile eines festen Wechselkurssystems oder dessen Extremform einer global einheitlichen Währung. So dürfte insbesondere die Gefahr exzessiver Leistungsbilanzungleichgewichte in einem solchen System erheblich zunehmen. Dies gilt insbesondere, wenn sich Volkswirtschaften mit unterschiedlichem Entwicklungsstand zusammenschließen.

Auch die von der französischen G-20-Präsidentschaft unter dem Etikett „Bretton Woods II“⁷ in die Diskussion eingebrachte Neuordnung des Weltwährungssystems versucht, in Anlehnung an das 1944 vereinbarte Abkommen zur Nachkriegswährungsordnung eine stärkere Bindung der Wechselkurse zwischen den großen Industrie- und Schwellenländern zu erreichen. Zumindest die G-20-Mitglieder sollten sich dem Vorschlag zufolge auf Wechselkurskorridore einigen. Ein derartiges Regime scheint bei genauerer Betrachtung jedoch nicht vorteilhaft: Es dürfte sowohl die Nachteile flexibler Wechselkurse als auch die Nachteile fixer Wechselkurse aufweisen. Mit Wechselkurskorridoren (im Gegensatz zu wirklich fixen Wechselkursen) ist das Problem der wechselkursinduzierten Unsicherheit nicht behoben. Vielmehr können kurzfristige Schwankungen insbesondere auf den Kapitalmärkten weiterhin zu plötzlichen Umlenkungseffekten führen. Auch das Problem der sich aufbauenden Ungleichgewichte wird nicht beseitigt. Gerade in einer Welt mit mehreren und sich sehr unterschiedlich entwickelnden ökonomischen Kraftzentren (USA, Euroraum, China, Südamerika etc.) ist ein derart rigides System zum Scheitern verurteilt.

Mischsystem bleibt die beste Alternative

Das Status-quo-Regime als Mischsystem mit dem US-Dollar als zentraler Ankerwährung im internationa-

³ Beispiele für entsprechende Schwellenländer mit hohen Leistungsbilanzdefiziten sind etwa Indien oder Brasilien. China ist mit seinem exportgetriebenen Wachstum und damit Leistungsbilanzüberschüssen in diesem Sinne eher atypisch.

⁴ Vgl. hierzu schon Friedman, M. (1953): *The Case for Flexible Exchange Rates*. In: *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, 157-203. Voraussetzung für gedämpfte Preisschwankungen ist allerdings, dass die Wechselkurse endogen auf veränderte Auslandspreise reagieren. Werden Wechselkurse hingegen als etwa durch die Kapitalmärkte getriebene Variable begriffen, so können umgekehrt sich ändernde Wechselkurse auch zu eher destabilisierenden Einflüssen führen. So machen Meese, X. und Rogoff, X. (1983): *Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample?* *Journal of International Economics*, 14, 3-24, darauf aufmerksam, dass Wechselkurse häufig stärker schwanken als durch Fundamentaldaten gerechtfertigt.

⁵ Das währungspolitische Trilemma weist darauf hin, dass eine Fixierung von Wechselkursen bei autonomer Geldpolitik und freiem Kapitalverkehr nicht möglich ist. Vgl. grundlegend hierzu Mundell, R. (1962): *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*. In: *Canadian Journal of Economic and Political Science*, Vol. 29, 475-485.

⁶ Vgl. etwa die Website des Wirtschaftsnobelpreisträgers und Fürsprechers einer Weltwährung, Robert Mundell, für eine Vielzahl von Verweisen auf akademische Publikationen. <http://robertmundell.net/economic-policies/world-currency/>.

⁷ Der Begriff „Bretton Woods II“ ist nicht eindeutig besetzt. In der ökonomischen Literatur kursiert diese Bezeichnung auch für das Vorkrisenwährungssystem, das mit dem US-Dollar als Leitwährung und fixen Wechselkursen zu großen Schwellenländern einzelne Charakteristika des Nachkriegswährungssystems aufwies. Vgl. etwa Dooley, M. P. et al. (2004): *The Revised Bretton Woods System*. In: *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 9, 207-313.

Kasten 1

Weltwährungssysteme in der Vorkrisenzeit

Der Goldstandard (1871-1914)

Der klassische Goldstandard war aus historischer Perspektive das global wohl umfassendste internationale Währungssystem. Herzstück war die Garantie stabiler Wechselkursraten für die Konvertibilität nationaler Währungen in Gold. Um diese feste Konvertibilität zu gewährleisten, verpflichteten sich die Mitgliedstaaten des Goldstandards, Devisenreserven anzulegen. Trotz des Fehlens strenger fiskal- und geldpolitischer Vorgaben gewährleistete die überwiegend stabilitätsorientierte Politik der wichtigen europäischen Mitgliedstaaten Frankreich, Deutschland und Großbritannien ein im Großen und Ganzen reibungsloses Funktionieren des Goldstandards bis zum Ersten Weltkrieg.

Die Europäische Zahlungsunion (1950-1958)

1950 wurde die Europäische Zahlungsunion (EZU) eingeführt, welche die internationale Konvertibilität der westeuropäischen Währungen im Rahmen des Bretton-Woods-Systems gewährleistete. Herzstück der EZU war ihr Zahlungssystem, welches auf Basis eines multilateralen Ausgleichssystems funktionierte, in dem die Überschuss- und Defizitpositionen aller Mitgliedstaaten zentral über die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) abgerechnet werden konnten. Durch die Zahlung von Gold und Dollars im Falle von Defiziten wurde ein finanzieller Anreiz für exportorientiertes Wachstum geschaffen, gleichzeitig exzessive Defizite eingeschränkt und Strukturreformen attraktiver gemacht.

Das Bretton-Woods-System (1944-1971)

Mit dem Beitritt zum Bretton-Woods-System erklärten sich die Mitgliedstaaten bereit, ihre Wechselkurse im Verhältnis zum Dollar zu stabilisieren und, wenn nötig, auf den Devisenmärkten zu intervenieren, um Wechselkursfluktuationen innerhalb einer vorgegebenen Bandbreite zu halten. Als Leitwährung war der Wert des Dollars wiederum auf einen festen Goldpreis festgelegt. Schon seit Mitte der 60er Jahre war aufgrund wachsender US-Defizite die Golddeckung des US-Dollars nicht mehr gewährleistet und aus dem Gold-Dollar-Standard de facto bereits ein Dollarstandard geworden. Mit der Zeit spiegeln sich unterschiedliche Produktivitätsentwicklungen in einer realen Verzerrung der Wechselkurse wider, was sich destabilisierend auf das System auswirkte.

Der Europäische Wechselkursverbund – „Währungsschlange“ (1972-1979)

Im Europäischen Wechselkursverbund erklärten sich die Mitgliedsländer bereit, die Wechselkurse ihrer Währungen innerhalb eines festgelegten Korridors zu stabilisieren. Nach der Ölkrise von 1973 führten unkoordinierte nationale fiskal- und geldpolitische Maßnahmen schnell zu divergierenden Inflationsraten und somit letztlich auch zu einem Zerfall des Wechselkursverbundes.

Das Europäische Währungssystem (1979-1993)

Herzstück des Europäischen Währungssystems (EWS) war der Wechselkursmechanismus (WKM), welcher die Schwankungen zwischen Wechselkursen begrenzte. Nach der vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs 1986 büßte die nationale Geldpolitik teilweise ihre makroökonomische Steuerungswirkung ein. Als in Reaktion auf den Wiedervereinigungsboom die Bundesbank begann, ihre Zinsen anzuheben und sich die übrigen EWS-Staaten gezwungen sahen, es ihr trotz schwachen Wachstums nachzutun, um ihre Währungen gegenüber der D-Mark zu stabilisieren, trieben sie ihre Volkswirtschaften unfreiwillig in die Rezession. Die daraus resultierenden Ungleichgewichte führten schließlich zum Ende des EWS.

Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (seit 1999)

1992 vereinbarten die Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) die Gründung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWU). Die EWU ist für Deutschland in dieser Hinsicht insofern historisch einzigartig, als dass sie das erste internationale Währungsregime ist, das auf der Basis unveränderbar festgelegter Wechselkurse funktioniert und keinerlei nationale geldpolitische Souveränität mehr zulässt. Dies bedeutet, dass EWU-Staaten mit Zahlungsbilanzschwierigkeiten nicht mehr wie früher die Möglichkeit haben, das Ausmaß ihrer Defizite oder die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Firmen durch Wechselkurs- oder Zinsmanipulationen zu verändern. Ein Katalog mit Konvergenzkriterien wurde verabschiedet, deren Erfüllung zur Teilnahme an dieser Gemeinschaftswährung verpflichtete. Anders als im Bretton-Woods-System oder im EWS gibt keine Leitwährung, die einem Mitgliedstaat besondere Privilegien einräumen könnte.

len Handel und Kapitalverkehr dürfte damit nicht die schlechteste aller Lösungen darstellen. Aus den Entwicklungen insbesondere des letzten Jahrzehnts ist aber der Schluss zu ziehen, dass exzessiven Ungleichgewichten zwischen Volkswirtschaften, die sich in einem unterschiedlichen Entwicklungsstadium befinden, durch flexible Wechselkurse vorgebeugt werden sollte. So wäre eine (möglicherweise gebremste) Flexibilisierung des chinesischen Renminbi gegenüber dem US-Dollar anzustreben, um den enormen chinesischen Leistungsbilanzüberschuss (sowie das spiegelbildliche exzessive US-Defizit) durch Aufwertung der chinesischen Währung zu dämpfen.

Gleichzeitig sollten aber die Vorteile fixer Wechselkurse im globalen Handel genutzt werden. Fixe Wechselkurse haben nach Berechnungen des DIW Berlin insbesondere für Industrieländer einen signifikant positiven Wachstumseffekt. Der Grund ist ihre starke Einbindung in internationale Kapital- und Handelsströme. Auch für Schwellenländer dürfte die Einbindung in fixe Wechselkursregime oder regionale Währungsunionen erhebliche Vorteile mit sich bringen, denn die mit einer Gemeinschaftswährung einhergehende größere Stabilität steigert die Attraktivität für internationale Investitionen.⁸ Zudem dürfte es für eine gemeinsame supranationale Geldpolitik einfacher sein, sich Reputation aufzubauen und die Unabhängigkeit gegenüber den nationalen Regierungen zu gewährleisten, als dies den jeweiligen nationalen Geldpolitiken in Schwellenländern möglich ist.

Als langfristiges Ziel für das Weltwährungssystem sollten mehrere regionale Integrationsräume angestrebt werden. Bei der Bildung dieser Währungsräume sollten aber die Erfolgsbedingungen regionaler Gemeinschaftswährungen berücksichtigt werden, die sich aus der Theorie Optimaler Währungsräume ergeben. (Kasten 2) In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass sich einzelne wichtige Volkswirtschaften bisher nicht auf eine ökonomische Integrationsstrategie eingelassen haben. Es wäre hilfreich, wenn die Volksrepublik China und Indien erste Schritte unternehmen würden, um sich einem regionalen Integrationsraum anzuschließen oder selbst einen zu bilden. Vor allem aber ist darauf hinzuwirken, dass Wechselkursbindungen zwischen Wirtschaftsregionen abgebaut werden, die sich in ihren Fundamentaldaten erheblich unterscheiden. Ein Mittel hierzu kann auch eine Aufwertung der betroffenen Währungen in einem neuen Leitwäh-

rungsgefüge sein. Hierauf ist im nächsten Abschnitt speziell einzugehen.

Die Frage der Leitwährung

Derzeit kann der US-Dollar die Rolle der Leit- und Reservewährung weitgehend für sich alleine beanspruchen; ein Großteil des internationalen Handels und Kreditgeschäfts wird in US-Dollar abgewickelt, ein großer Teil (61 Prozent im Jahre 2010) der Devisenreserven der Zentralbanken in US-Dollar gehalten. Während in der Zeit vor der Finanzkrise die Bedeutung des Euro sichtlich zugenommen hatte (der Anteil der internationalen Währungsreserven in Euro stieg zwischen 1999 und 2010 von 18 Prozent auf 27 Prozent), hat die Phase der Aufwertung des US-Dollars nach der Lehman-Pleite die noch immer vorherrschende internationale Bedeutung des Dollars als „Safe Haven“ unterstrichen und damit dessen Rolle als wichtigstes internationales Tauschmittel noch bestärkt. Mittelfristig wird ein monopoles, internationales Weltwährungssystem mit Dominanz des Dollars daher wohl bestehen bleiben. Gründe hierfür sind Trägheitseffekte, Netzwerkexternalitäten sowie die mittelfristig noch konkurrenzlose Größe und Liquidität der US-Finanzmärkte.⁹

Insbesondere von chinesischer Seite¹⁰ wurde der Vorschlag in die Diskussion eingebracht, langfristig die Sonderziehungsrechte¹¹ (SZR) des Internationalen Währungsfonds als zentrales Reserve-Asset im internationalen Währungssystem zu fördern. Sie sind bereits seit 1969 als künstliche Währungseinheit zwischen den Mitgliedsländern im Gebrauch und könnten die Abhängigkeit des Währungssystems von der geldpolitischen Ausrichtung der USA (oder anderer großer Wirtschaftsräume) reduzieren.¹² So wirkt sich die derzeit sehr expansive Geldpolitik der Federal Reserve Bank auch auf den internationalen Kapital- und Rohstoffmärkten inflationär aus, da der US-Dollar als Handelswährung eine Quasimonopolstellung hat. Damit die SZR wirklich eine globale Rolle übernehmen können, müssten aber tiefe und liquide Märkte für SZR geschaffen wer-

⁸ Vgl. Rogoff, K. et al. (2004): Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes, IMF Occasional Paper No. 229, International Monetary Fund, Washington, D. C.

⁹ Vgl. Lim, E.-G. (2006): The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data. IMF Working Paper WP/06/153, International Monetary Fund, Washington, D. C.

¹⁰ Vgl. Zhou, X. (2009): Reform of the International Monetary System, essay posted on the website of the People's Bank of China, 9 April. www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178

¹¹ SZR sind Kreditlinien auf Währungen der Mitgliedsstaaten des IWF. Der Wert des SZR basiert auf einem Korb der vier wichtigsten Währungen (US-Dollar, Euro, Yen und Pfund Sterling). Es ist keine Währung im Sinne eines Tauschmediums, da es keine privaten Märkte für den An- oder Verkauf von SZR gibt.

¹² Vgl. Dorrucchi, E., McKay, J. (2011): The International Monetary System After the Financial Crisis. ECB Occasional Paper No. 123; Eichengreen, B. (2011): Exorbitant Privilege – The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System. Oxford University Press, Oxford.

Kasten 2

Die Theorie Optimaler Währungsräume

Die Theorie Optimaler Währungsräume („Optimum-Currency-Area“ oder OCA-Theorie) formuliert Kriterien, nach denen eine monetäre Integration für Volkswirtschaften sinnvoll ist. Typischerweise nimmt die traditionelle OCA-Theorie die Vorteile monetärer Integration als gegeben hin (etwa erhöhte Transparenz oder sinkende Transaktionskosten auf internationalen Güter- und Kapitalmärkten) und formuliert Bedingungen, unter denen die Nachteile monetärer Integration – insbesondere der Verlust einer autonomen Geldpolitik, die länderspezifische Beschäftigungsschwankungen dämpfen könnte – möglichst gering sind.

Mundell identifiziert Faktormobilität als wichtige Determinante für die Kosten monetärer Integration: Er argumentiert, dass Über- und Unternachfrage nach Arbeitskräften in den Mitgliedsländern der Union durch Wanderung zum Ausgleich gebracht werden könne; eine stabilisierende Geldpolitik sei bei hoher Mobilität also verzichtbar.¹

Mundells wegweisende Arbeit wurde ergänzt durch weitere Kriterien: McKinnon weist auf die Bedeutung des Offenheitsgrades hin: Je mehr Güter ein Land importiert, umso stärker ist der Einfluss internationaler Güterpreise auf die inländischen Lebenshaltungskosten. Die Kosten der Aufgabenernationaler Geldpolitik sind dann geringer, da die inländische Zentralbank sowieso weniger Einfluss auf das Preisniveau und

damit die Beschäftigung habe.² Kenen argumentiert, dass ein hoher Diversifikationsgrad innerhalb der Volkswirtschaften die Empfindlichkeit der Reaktion der Mitgliedsländer auf äußere Einflüsse reduziere; die konjunkturellen Schwankungen seien gedämpfter und ein Verzicht auf eine stabilisierende Geldpolitik eher möglich. Weitere Kriterien beziehen sich auf die fiskalpolitischen Charakteristika der Mitgliedsländer, die Kapitalmobilität zwischen den Mitgliedsländern oder den gesellschaftlich-politischen Willen zur Integration.³

Fortschritte in der makroökonomischen Forschung stellen die traditionelle OCA-Theorie tendenziell in Frage. Gerade der Verlust stabilisierender Geldpolitik, der traditionell wichtigste Nachteil monetärer Integration, ist unter der Annahme rationaler Erwartungen fraglich. Neuere Arbeiten der OCA-Theorie sind daher weniger auf die Nachteile monetärer Integration konzentriert und rücken zunehmend die Vorteile der Bildung einer Währungsunion in den Mittelpunkt. Dabei wird vielfach insbesondere auf die reduzierte Unsicherheit auf Güter- und Kapitalmärkten abgestellt.⁴

¹ Mundell, R. A. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 51 (4), 657-665.

² McKinnon argumentiert damit streng keynesianisch und geht davon aus, dass die Zentralbank einen beliebigen Punkt auf einer stabilen Phillips-Kurve wählen kann. Vgl. McKinnon, R. I. (1963): Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 53 (4), 717-725.

³ Kenen, P. B. (1969): The Optimum Currency Area: An Eclectic View. In: R. A. Mundell, A. K. Swoboda (Hrsg.): *Monetary Problems of the International Economy*, 41-60, The University of Chicago Press, Chicago.

⁴ Eine detaillierte und kritische Auseinandersetzung mit der traditionellen und modernen Theorie Optimaler Währungsräume findet sich in Fichtner, a. a. O.

den, und zwar nicht nur durch eine vermehrte Ausgabe durch den IWF, sondern auch durch die Entwicklung eines privaten SZR-Marktes. Darüber hinaus wird die Besorgnis geäußert, dass im Falle einer nur vage formulierten Emissionsregel die Bestände an SZR stark ansteigen könnten.¹³ Dann wäre die direkte Kontrolle der Zentralbanken über die sich im Umlauf befindende Geldmenge und damit ihre Souveränität eingeschränkt.

Kürzlich wurde zudem die Rolle des Goldes im internationalen Währungssystem wieder zum Thema. Theoretisch könnte Gold gerade im Falle eines drohenden Vertrauensverlusts in den Dollar für internationale In-

vestoren und Zentralbanken ein naheliegendes Wertaufbewahrungsmittel sein. In der Praxis hingegen haben die Notenbanken weltweit ihren Anteil an Goldreserven seit einem Jahrhundert drastisch verringert. Die Gründe hierfür liegen auf der Hand. Gold eignet sich aufgrund seiner physischen Eigenschaften deutlich weniger für die Abwicklung von Notfall-Finanztransaktionen (zum Beispiel Käufe einer unter Abwertungsdruck stehenden Währung gegen US-Dollar oder das Schnüren von „emergency financial packages“ des IWF) als monetäre Zahlungsmittel. Dies gilt auch für die Bezahlung von Importen oder Zinsen auf Auslandsverschuldung.¹⁴

¹³ Vgl. Cooper, R. N. (2011): *Is SDR Creation Inflationary?* Report by Richard Cooper, Harvard University, as Independent External Consultant to the IMF, Washington, D. C., January 7.

¹⁴ Vgl. Eichengreen, 2011, a. a. O.

Als realistische langfristige Alternative zum derzeitigen System bleibt daher in erster Linie die Etablierung mehrerer Währungen, die gleichzeitig die Aufgaben von Leit- und Reservewährungen einnehmen. Der US-Dollar dürfte langfristig weniger dominierend sein und der Euro sowie der chinesische Renminbi als wahrscheinliche Kandidaten im Zeitablauf an Bedeutung gewinnen. Ein derartiger Prozess würde das internationale Währungssystem letztlich stärken, da sich internationale Investitionen gleichmäßiger verteilen und hierdurch Verzerrungen von Zinssätzen verringert würden. Den Emittenten von Reservewährungen würde dies zudem eine größere geldpolitische Disziplin aufbürden, da diese den Status als Reservewährung und damit die Vorteile des „exorbitant privilege“¹⁵ ansonsten wieder verlieren könnten.

Politik für eine neue Weltwährungsordnung

Voraussetzung für den Übergang zu einem multipolaren Währungssystem ist, dass sich mehrere Währungen als internationales Zahlungsmittel an den Devisenmärkten etablieren können.¹⁶ Der US-Dollar, die Währung des größten nationalen Wirtschaftsraumes mit den liquidesten Märkten, wird mittelfristig der Primus inter Pares sein. Der Euro mit einem Wirtschaftsraum im Rücken, der ökonomisch ähnlich bedeutsam wie die USA ist, hat gerade an seiner Peripherie das Potenzial, noch attraktiver zu werden. Dies dürfte langfristig eingelöst werden, wenn die Eurozone ihre Schuldenkrise institutionell überzeugend gelöst hat. China hat bereits damit begonnen, Ausländer schrittweise, aber stetig zur Nutzung des Renminbi (RMB) bei Güter- und Finanztransaktionen zu animieren.¹⁷ Damit dürfte dieser mittelfristig zu einer für internationale Investoren und Zentralbanken attraktiven Währung aufsteigen.¹⁸

Um das Währungssystem weniger anfällig für die in der Vergangenheit beobachteten – und letztlich in der

Finanzkrise gipfelnden – Ungleichgewichte zu machen, ist vor allem eine weitere internationale Koordination der Geld- und Währungspolitik erforderlich. Entscheidend dürfte in diesem Zusammenhang insbesondere sein, dass einzelne Länder nicht versuchen, sich durch eine Manipulation der Wechselkurse oder durch eine unangemessene Geld- und Liquiditätsstrategie Vorteile zu verschaffen. Aufgrund der Globalisierung der Finanzmärkte seit den 90er Jahren haben die direkten grenzüberschreitenden Übertragungseffekte zwischen nationalen (überschüssigen) Geldmengen weiter zugenommen. Steigerungen der Geldmenge in einem Land führen so aufgrund internationaler Kapitalflüsse auch zu steigender Liquidität auf den Finanzmärkten anderer Volkswirtschaften. Der Einfluss von Zentralbanken auf das heimische Geldangebot ist daher gesunken, so dass eine internationale Koordinierung zunehmend Bedeutung erlangt.

Die Erfahrungen aus den jüngsten und vergangenen Finanzkrisen belegen einen klaren Zusammenhang zwischen Kapitalmobilität und der Krisenwahrscheinlichkeit.¹⁹ Leidet das Gleichgewicht eines Landes entweder unter massiven Zu- und Abflüssen von Kapital, ist zu prüfen, inwiefern korrektive Maßnahmen in Form von Zins- oder Wechselkursanpassungen eingeleitet werden können. Gerade in Schwellenländern ist die Entwicklung von heimischen Finanz- und Kapitalmärkten zu fördern, um exzessive Kapitalzu- und -abflüsse einzudämmen, die zur Entstehung globaler Ungleichgewichte beitragen.²⁰ Zusätzlich können mitunter symptombedämpfende Maßnahmen (Bildung großer Währungsreserven, Einführung von Kapitalverkehrskontrollen, Devisenmarktinterventionen) hilfreich sein. Sie sollten allerdings nur begleitend zu zins- und wechselkurspolitischen Maßnahmen genutzt werden. Erforderlich ist insbesondere ein Regelwerk, das die Handhabung und Ausgestaltung von Kapitalverkehrskontrollen vorgeben würde. Auf dessen Grundlage wäre nicht nur eine effizientere Regulierung, sondern insbesondere auch eine effektivere Beratung über die Vor- und Nachteile unterschiedlicher Interventionsinstrumente möglich.²¹

¹⁵ „Exorbitant privilege“ bezeichnet in der Fachliteratur den Vorteil des Emittenten der Leit- und Reservewährung, sich zu niedrigen Zinsen im Ausland verschulden zu können, da die Nachfrage nach in der entsprechenden Währung notierten Anleihen regelmäßig sehr hoch ist. Gleichzeitig können hohe Erträge auf im Ausland gehaltene Vermögen realisiert werden, da sich die hohe Nachfrage nach der Reservewährung in höheren Zinszahlungen niederschlägt. Als zusätzlichen Vorteil kann das Leitwährungsland mit hohen Geldschöpfungsgewinnen rechnen, da die umlaufende Geldmenge überproportional hoch ist.

¹⁶ Eine internationale Währung definiert sich als eine Zahlungseinheit, die weltweit akzeptiert ist als Kontrahierungswährung im Güterhandel, als frei konvertierbare Recheneinheit und als liquide Anlagewährung eines gut entwickelten Finanzmarktes.

¹⁷ Stier, O., Bernoth, K., Fisher, A. (2010): Die Internationalisierung des chinesischen Renminbi: eine Chance für China. DIW Wochenbericht Nr. 20/2010.

¹⁸ Weitere Kandidaten als Leitwährungen sind die indische Rupie und der brasilianische Real. Beide Volkswirtschaften haben noch ähnliche gewichtige Umstrukturierungsaufgaben wie China zu erledigen, bevor ihre Währungen international Verwendung finden können.

¹⁹ Eichengreen, B. (2004): *Capital Flows and Crises*. Cambridge, London, MIT.

²⁰ Vgl. Dell’Ariccia, G., di Giovanni, J., Faria, A., Kose, A., Mauro, P., Ostry, J. D., Schindler, M., Terrones, M. (2008): *Reaping the Benefits of Financial Globalization*. IMF Occasional Paper 264; Kose, A., Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S. (2006): *Financial Globalization: A Reappraisal*. IMF Working Paper 06/189; Chinn, M. D., Ito, H. (2005): *What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions and Interactions*. NBER Working Paper No. 11370; Chinn, M. D., Ito, H. (2008): *East Asia and Global Imbalances: Savings, Investment and Financial Development*. Paper prepared for the 18th Annual NBER-East Asian Seminar on Economics.

²¹ Vgl. IMF (2010): *The Fund’s Mandate – The Future Financing Role: Reform Proposals*. IMF Staff Paper.

Auch konzeptionelle Mängel in der Finanzaufsicht müssen unbedingt beseitigt werden. So muss die große Diskrepanz zwischen den hauptsächlich nationalen Aufsichtsbehörden und den immer internationaler ausgerichteten Finanzmärkten durch die Schaffung neuer oder die Neuausrichtung bestehender Institutionen abgebaut werden. Diese sollten neben der Überwachung einzelner Volkswirtschaften und Institutionen auch die Implikationen von Ansteckungs-, Synergie- und Rückkopplungseffekten untersuchen und bei Fehlentwicklungen eingreifen können. Einzelne Schritte in diese Richtung wurden schon unternommen: So wurden durch die Errichtung der sogenannten „Mutual Assessment Group“ und des „Financial Stability Board“ von Seiten der G-20 sowie des IWF/Weltbank Projekts „Financial Sector Assessment Program“ Gremien geschaffen, die global geltende Richtlinien im Bereich der Finanzstabilität erarbeiten und bei der Umsetzung der nationalen Reformen zur Banken- und Finanzaufsicht internationale Unterstützung und Koordination ermöglichen sollen. Auch auf europäischer Ebene erarbeitet die Van Rompuy Task Force derzeit ein EU-weites Überwachungssystem, das unter anderem eine frühe Erkennung von Fehlentwicklungen in einzelnen Mitgliedsstaaten und spezifische Korrektorempfehlungen ermöglichen wird.

Zu einer Reform der Finanzaufsicht gehört aber auch, dass die in der Vergangenheit teilweise erheblichen Informationslücken im Hinblick auf Finanz- und Kapitalmarktaktivitäten beseitigt werden. Eine hochfrequente, detaillierte und rechtzeitige Veröffentlichung wichtiger Finanzindikatoren zum Beispiel zu Zahlungsbilanzen, Derivatehandel, Devisenmarktabhängigkeiten und grenzüberschreitenden Bankaktivitäten ist essenziell, um frühzeitig vor Fehlentwicklungen zu warnen. Auch in dieser Hinsicht besteht noch immer Verbesserungsbedarf.

Bei alledem wird jedoch entscheidend sein, dass Risiken nicht nur erkannt, sondern dass Korrekturmaßnahmen auch mehr als in der Vergangenheit durchgesetzt werden können. Zum Beispiel sollte der IWF verbesserte Eingriffsmöglichkeiten in die politischen Entscheidungsprozesse der Empfängerländer erhalten. Zentral wird zudem eine verstärkte regionale Koordination der Finanz- und (Wirtschafts-)Politik sein. In diesem Zusammenhang ist insbesondere eine verstärkte wirtschaftspolitische Integration im Euroraum anzustreben.

Fazit: Empfehlungen an die europäische Politik

Eine weitergehende regionale monetäre Integration (etwa im europäischen, asiatischen oder lateinameri-

kanischen Raum) mit zwischen den Blöcken flexiblen Wechselkursen ist wie beschrieben das wahrscheinlichste und auch ökonomisch sinnvollste Szenario für das internationale Währungssystem der Zukunft. Auf Grundlage der genannten Vorteile von fixen Wechselkursen ist für die europäische Wirtschaftspolitik grundsätzlich eine Erweiterung des Euroraums anzustreben. Dabei sollte aber nicht der Fehler der Vergangenheit wiederholt und wirtschaftlich stark unterschiedliche Länder aufgenommen werden. Für den künftigen Bestand der Union dürfte ein wirtschaftlich homogener Währungsraum entscheidender sein als eine (zusätzlich dennoch erforderliche) Verschärfung der fiskalischen Konvergenz- und Stabilitätskriterien, da hierdurch die Entstehung von makroökonomischen Ungleichgewichten gedämpft wird. Gleichzeitig sollte die deutsche Politik auch die makroökonomische Integration in anderen Wirtschaftsräumen unterstützen, indem sie eine vermittelnde und beratende Rolle in diesem Zusammenhang einnimmt. Darüber hinaus ist aber wie beschrieben auf eine weitere globale Flexibilisierung der Wechselkurse hinzuwirken, kurzfristig insbesondere auf den Abbau der Wechselkursbindung zwischen China und den USA.

Ein Übergang zu einem multipolaren Währungssystem, das neben dem US-Dollar den Euro und den Renminbi als weitere Reservewährungen in relevantem Ausmaß vorsieht, dürfte erhebliche Vorteile für die Euro-Länder mit sich bringen, da die einseitige Abhängigkeit der Weltfinanzmärkte vom US-Dollar etwas zurückgeführt werden könnte. Aus europäischer Sicht sollte zudem die über die letzten Jahre herausgebildete währungspolitische Dominanz der G-2 (China und USA) aufgebrochen werden. Wegen der viel expansiveren Geldpolitik in den USA wirkt sich diese tendenziell in Richtung einer Aufwertung des Euro aus. Hat der Euro Leitwährungsstatus erhalten, erwachsen aus der stärkeren globalen Euro-Nachfrage zusätzliche Geldschöpfungsgewinne, für deren Erhalt eine stabilitätsorientierte (und damit wachstumsfreundliche) Geldpolitik erforderlich wird.

Um den Euro dauerhaft an den Kapitalmärkten als Leitwährung neben dem US-Dollar zu platzieren, sind von europäischer Seite noch Nachbesserungen im Regelwerk der Europäischen Währungsunion notwendig. Ein gestärkter EU-Governance-Rahmen muss klare Regelungen für den Umgang mit fiskalischen Krisen aufweisen und präventive Maßnahmen beinhalten. So sollte sich die deutsche Politik für eine verstärkte wirtschaftspolitische Koordinierung im Euroraum einsetzen. Zu Recht müssen die EU-Mitgliedsländer im Rahmen des sogenannten „Europäischen Semesters“ neuerdings ein halbes Jahr vor Verabschiedung ihre Haushaltspläne bei der Europäischen Kommission vorlegen, die dadurch mehr Kontrolle über mögliche Verletzungen des Stabi-

litäts- und Wachstumspakts (SWP) erhält und bei Bedarf vorbeugend korrigierend eingreifen kann. An den mangelnden Sanktionsmöglichkeiten bei Verletzungen des SWP hat sich bisher aber nicht viel geändert. Hier sind noch immer maßgebliche Verbesserungen erforderlich. Realistisch betrachtet funktioniert ein verschärfter SWP ohnehin nur mit einer stabilen Europäischen Union, mit starken, demokratisch legitimierten Institutionen und hoher Akzeptanz in der Bevölkerung. Nur dann ist davon auszugehen, dass die europäischen Regierungen zu weitergehender Koordination und damit einer Abgabe eines Teils ihrer nationalen Souveränität bereit sind.

Auch der Aufbau von makroökonomischen Ungleichgewichten innerhalb der EU, wie sie sich in etwa Leistungsbilanzungleichgewichten oder Wettbewerbsdifferenzen auf den Arbeitsmärkten widerspiegeln, hat in der Vergangenheit destabilisierend gewirkt. Auf Grundlage der geplanten Ergänzung des EU-Vertrags um eine „Verordnung zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte“ soll die EU-Kommission künftig Frühwarnungen aussprechen und korrektive Maßnahmen vorschlagen. Die Gefahr besteht jedoch, dass die Indikatoren zur Identifizierung von makroökono-

mischen Ungleichgewichten so vage definiert werden, dass die Verordnung nicht sehr durchsetzungsstark ist. Die deutsche Regierung hat hier die Möglichkeit, noch gestalterisch mitzuwirken, um diesem neuen Verfahren zur Effektivität zu verhelfen, indem sie sich für eine eindeutige und detaillierte Liste von Indikatoren und Schwellenwerten (Scoreboard) einsetzt.²²

Weltweit ist die Politik zudem gefordert, eine Stabilisierung der Kapitalmärkte zu unterstützen – auch, indem IWF und G-20 mit klaren Aufgaben versehen werden. Die Verbesserung der Finanzaufsicht und Finanzmarktregulierung, etwa durch die Erarbeitung einer Richtlinie für die Aufsicht von Kapitalbilanzen, Verbesserungen bei der Veröffentlichung von Finanzmarktindikatoren oder, vor allem, die verbesserte Durchsetzbarkeit von Vorschlägen zur Korrektur von Fehlentwicklungen, wären erste Schritte hin zu einem krisensicheren Weltwährungssystem.

²² In Betracht kommende Indikatoren sind etwa die Entwicklung der Leistungsbilanzsalden, relative Lohnentwicklungen oder die private Verschuldung.

Prof. Dr. Ansgar Belke ist Forschungsdirektor Internationale Makroökonomie am DIW Berlin | abelke@diw.de

Dr. Kerstin Bernoth ist Stellvertretende Leiterin der Abteilung Makroökonomie | kbernoth@diw.de

Dr. Ferdinand Fichtner ist Kommissarischer Leiter der Abteilung Konjunkturpolitik | ffichtner@diw.de

JEL: E02, E42, F33, F42, F53

Keywords: Internationales Weltwährungssystem, Leitwährung, Wechselkurssystem, Finanzkrise, Internationale Wirtschaftspolitik

Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika: Starkes Wirtschaftswachstum – große Herausforderungen

Von Mechthild Schrooten

Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika – die sogenannten BRICS – weisen hohe gesamtwirtschaftliche Zuwachsraten auf. Von den Turbulenzen der internationalen Finanzkrise 2008/2009 waren diese Länder nur kurzzeitig betroffen und konnten sich – anders als etliche Industrienationen – zügig erholen. Gerade in der aktuellen Situation wirtschaftlicher Fragilität der Industrienationen kommt den BRICS daher eine besondere Bedeutung für die weltwirtschaftliche Entwicklung zu.

In ihrem wirtschaftlichen Aufholprozess setzen die einzelnen BRICS-Staaten auf unterschiedliche Strategien. Obwohl in den letzten Jahren erhebliche Wachstumserfolge erzielt wurden, ist eine deutliche Annäherung an das Einkommensniveau der wichtigsten Industrieländer jedoch auch mittelfristig kaum zu erwarten. Hinzu kommt, dass in den BRICS-Staaten nach wie vor erhebliche Defizite beim Zugang zu Bildung und bei den Gesundheitssystemen vorliegen. Gerade solche Infrastrukturprobleme können ein erhebliches Entwicklungshemmnis darstellen.

Die Gruppe der sogenannten BRICS-Staaten umfasst Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika.¹ Bei diesen Ländern handelt es sich um höchst unterschiedliche Volkswirtschaften, was ihre Historie, die Ressourcenausstattung und die gesamtwirtschaftlichen Strategien betrifft. Gemeinsam sind ihnen jedoch im internationalen Vergleich relativ hohe gesamtwirtschaftliche Zuwachsraten sowie ein hohes Wachstumspotenzial. In den BRICS leben insgesamt über drei Milliarden Menschen. Das bevölkerungsreichste Land ist China mit 1,4 Milliarden Einwohnern, gefolgt von Indien mit 1,1 Milliarden. In Brasilien leben knapp 200 Millionen Menschen, in Russland etwa 120 Millionen. Das kleinste Mitgliedsland ist mit 53 Millionen Einwohnern Südafrika. Zum Vergleich: In der Europäischen Union leben 502 Millionen Menschen. Südafrika wäre hier vor Spanien immerhin das fünftgrößte Land. Insgesamt leben in den BRICS-Staaten etwa 40 Prozent der Weltbevölkerung. Vor diesem Hintergrund sind diese Länder für die Industriestaaten nicht nur als Rohstofflieferanten, sondern auch als Absatzmärkte und wichtige wirtschaftspolitische Akteure von herausragender Bedeutung.

Weltwirtschaftliche Bedeutung steigt

Der Anteil der BRICS-Staaten an der weltweiten Wirtschaftsleistung liegt – trotz eines deutlichen Wachstums in den letzten Jahren – immer noch deutlich niedriger als ihr Anteil an der Weltbevölkerung. Ihr Beitrag zur weltweiten Produktion ist von 15 Prozent im Jahr 1995 auf knapp 25 Prozent im Jahr 2010 gestiegen (Abbildung 1).² Die gesamtwirtschaftliche Dynamik der BRICS-Staaten ist seit Jahren hoch; dies gilt insbesondere im Vergleich zu den Industrienationen. Der Aufholprozess der BRICS hat inzwischen zu einem spürbaren Bedeutungsanstieg dieser Länder im weltwirt-

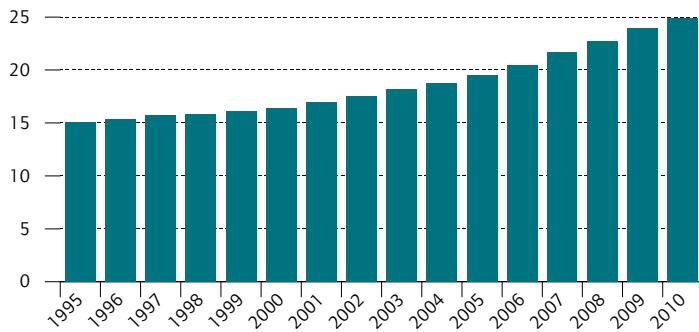
¹ Das Kürzel BRICS wurde von der Investmentgesellschaft Goldman Sachs geprägt, die diesen Ländern ein überproportionales Entwicklungspotential bescheinigte.

² Angaben in Kaufkraftparität. Datenquelle: International Monetary Fund (2011): World Economic Outlook Database, April 2011.

Abbildung 1

Anteil der BRICS an der Weltproduktion

In Prozent



Quelle: International Monetary Fund (2011): World Economic Outlook Database, April 2011.

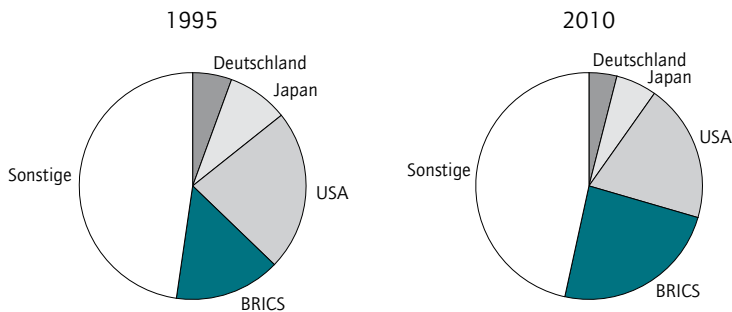
© DIW Berlin 2011

Der Anteil der BRICS an der Weltproduktion nimmt deutlich zu.

Abbildung 2

Anteile einzelner Länder an der Weltproduktion 1995 und 2010

In Prozent



Quelle: International Monetary Fund, a.a.O.

© DIW Berlin 2011

Die Industriestaaten verlieren an Gewicht.

schaftlichen Gefüge geführt. Parallel dazu nimmt der Anteil wichtiger Industrieländer an der internationalen Produktion ab (Abbildung 2). So ist der Vergleichswert für die USA von 23 Prozent im Jahr 1995 auf knapp 20 Prozent im Jahr 2010 gesunken.³ Im gleichen Zeitraum ging der Anteil Japans an der weltweiten Pro-

³ International Monetary Fund, a.a.O.

duktion von neun auf sechs Prozent zurück.⁴ Auch für Deutschland lässt mit einem Rückgang von sechs auf vier Prozent ein abnehmendes Gewicht an der weltweiten Produktion festmachen.

Stabilisierende Wirkung während der Finanz- und Wirtschaftskrise

Betrachtet man die BRICS als Ländergruppe, so gingen von ihnen während der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 weltwirtschaftlich stabilisierende Impulse aus.⁵ Insbesondere in den extrem dynamischen Volkswirtschaften Indien und China hat die Krise den gesamtwirtschaftlichen Aufholprozess nicht nennenswert gebremst (Abbildung 3). Das gesamtwirtschaftliche Wachstum in Indien von offiziell 6,8 Prozent im Jahre 2009 übertraf den Vorjahreswert von 6,1 Prozent sogar noch leicht. In China ging nach offiziellen Angaben in den Krisenjahren die Zuwachsrate des BIP nur minimal zurück. Brasilien musste kurzzeitig zwar einen Wachstumseinbruch verkraften, konnte dann aber rasch wieder auf einen dynamischen Entwicklungspfad einschwenken. Bezogen auf die Wachstumsdynamik stellt Südafrika seit Jahren das Schlusslicht in der Gruppe der BRICS-Staaten dar. Hier sank das BIP in Folge der Wirtschafts- und Finanzkrise um knapp zwei Prozent, lag aber bereits 2010 wieder über dem Vorkrisenniveau. In Russland dagegen schrumpfte die Wirtschaft 2009 kräftig. Inzwischen zeigen sich aber auch hier deutliche Erholungserscheinungen.

Unterschiedliche Wachstumsstrategien der BRICS

Wirtschaftspolitisch setzen die einzelnen BRICS Staaten auf unterschiedliche Wachstumsstrategien. Dies spiegelt sich auch in dem Leistungsbilanzsaldo der einzelnen Volkswirtschaften.⁶ China und Russland verfügen seit Jahren über erhebliche Leistungsbilanzüberschüsse. Gerade in China ist die Exportwirtschaft zu einem erheblichen Teil für die gesamtwirtschaftliche Dynamik verantwortlich. Dagegen ist der heimische Konsum nach

⁴ Inzwischen hat China einen höheren Anteil als Japan an der weltweiten Produktion gemessen in Kaufkraftparität. Erber, G., Schrooten, M. (2011): Japan am Scheideweg - Staatshaushalt bleibt die Achillesferse. DIW Wochenbericht Nr. 31/2011.

⁵ Fichtner, F., Bernoth, K., Bremus, F., Brenke, K., Dreger, C., Große Steffen, C., Hagedorn, H., Junker, S., Kuzin, V., Pijnenburg, K. (2011): Sommergrundlinien. DIW Berlin.

⁶ In der Leistungsbilanz werden die Handels- und Dienstleistungsbilanz, die Einkommens- und Vermögensübertragungsbilanz sowie die Bilanz der laufenden Übertragungen zusammengefasst. Der Leistungsbilanz steht die Kapitalverkehrsbilanz gegenüber, die Auskunft über die monetäre Integration einer Volkswirtschaft in die Weltwirtschaft gibt.

wie vor relativ schwach. Die daraus resultierende hohe gesamtwirtschaftliche Sparquote macht das Land zu einem wichtigen Nettogläubiger auf dem internationalen Kapitalmarkt. Im Falle Russlands spielen die Exporte von Energieträgern eine große Rolle.⁷ Einer solchen auf die Ausfuhr von natürlichen Ressourcen basierenden Exportorientierung sind langfristig Grenzen gesetzt. Dennoch zeichnet sich bislang noch keine nennenswerte Diversifizierung der russischen Exportwirtschaft ab.

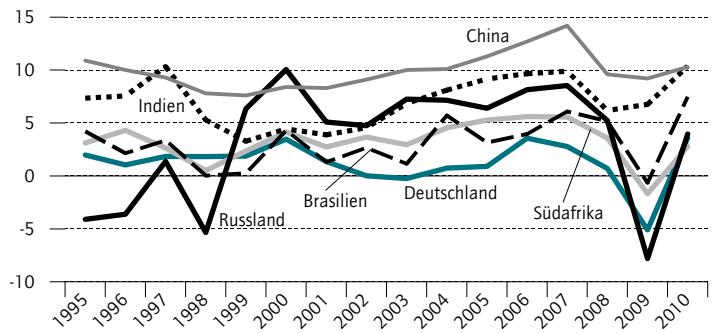
Im Unterschied zu China und Russland wird Indiens Wirtschaftswachstum auch massiv durch kräftige Kapitalimporte gestützt. Dem entspricht, dass Indien aktuell ein Leistungsbilanzdefizit ausweist. Dazu trägt auch die im Vergleich zu China flexiblere Wechselkurspolitik bei. Anders als in China sehen sich ausländische Anleger in Indien kaum mit Kapitalmarktbeschränkung konfrontiert.⁸ Auf dem internationalen Kapitalmarkt steht derzeit erhebliche Liquidität bereit, die angesichts des schwierigen weltwirtschaftlichen Umfelds attraktive Anlagemöglichkeiten sucht. Handelt es sich bei derartigen Mittelzuflüssen um Portfolioinvestitionen, so besteht grundsätzlich die Gefahr, dass Investoren nach einer Neubewertung des Länderrisikos schlagartig Kapital abziehen. Daher gilt eine in erster Linie von ausländischen Mittelzuflüssen getragene Wirtschaftsentwicklung als langfristig risikoreich. Auch Brasilien und vor allem Südafrika verzeichnen langanhaltende Phasen von Leistungsbilanzdefiziten. In Brasilien stellt die boomende binnenwirtschaftliche Nachfrage einen wesentlichen Grund für die starken Importe dar. In Südafrika werden die Leistungsbilanzdefizite auch durch die regionalen Integrationsverträge begünstigt, die beispielsweise Namibia verpflichten, in dem Nachbarland einen erheblichen Teil des eigenen Leistungsbilanzüberschusses und damit der heimischen Ersparnis anzulegen.

Einkommensabstand zu den Industrieländern bleibt trotz Wachstum erheblich

Das nominale Pro-Kopf BIP lag nach Angaben des IMF 2010 in Brasilien bei 10 816, in Russland bei 10 437, in Südafrika bei 7 157, in China bei 4 382 und in Indien bei 1 264 US-Dollar (Abbildung 4). Dabei wird noch einmal deutlich, dass es sich keineswegs um eine homogene Ländergruppe handelt. Zudem zeigt der einfache Vergleich mit dem vom Internationalen Währungsfonds ausgewiesenen nominalen Pro-Kopf-BIP in Deutschland (2010: 40 631 US-Dollar), dass der Entwicklungs-

Abbildung 3

Wachstumsraten in den BRICS und in Deutschland
In Prozent gegenüber Vorjahr



Quelle: International Monetary Fund, a.a.O., 2010 vorläufige Schätzung.

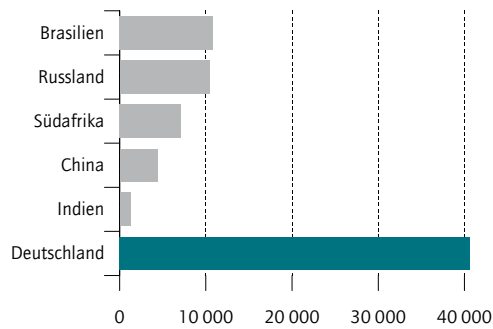
© DIW Berlin 2011

Die BRICS-Staaten wiesen in den letzten 15 Jahren meist überdurchschnittlich hohe Wachstumsraten auf.

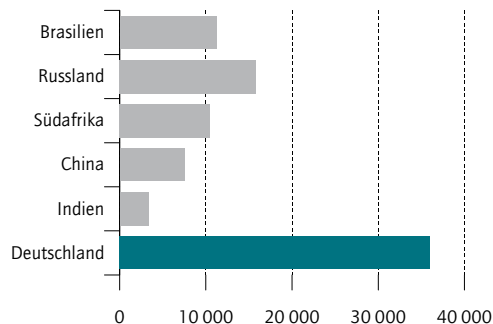
Abbildung 4

Bruttoinlandsprodukt 2010 nominal und in Kaufkraftparität für BRICS und Deutschland

Pro-Kopf BIP - nominal in US-Dollar



Pro-Kopf BIP - Kaufkraft in US-Dollar



Quelle: International Monetary Fund, a.a.O., 2010 vorläufige Schätzung.

© DIW Berlin 2011

Die Einkommensniveaus in den BRICS sind immer noch deutlich geringer als in Deutschland.

7 Engerer, H., Schrooten, M. (2009): Russland im Sog der Internationalen Finanzkrise. DIW Wochenbericht Nr. 3/2009.

8 Vgl. International Monetary Fund (2011): India: 2010 Article IV Consultation—Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for India. Washington, D. C.

abstand der BRICS-Staaten zu den Industrieländern trotz der starken Wachstumsdynamik der letzten Jahre immer noch erheblich ist.

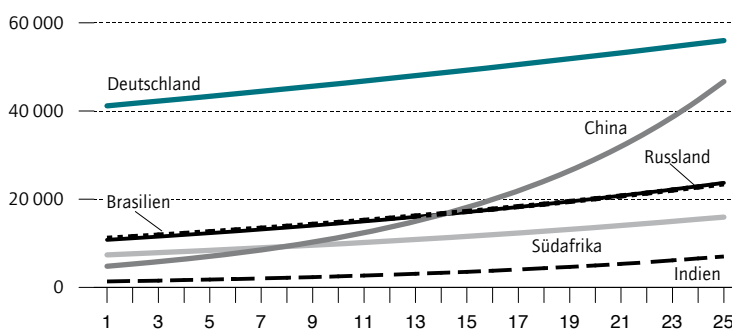
Schreibt man die derzeitigen gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten in den BRICS-Staaten fort, so zeigt sich, dass es Jahrzehnte dauern würde, bis sich die Einkommensniveaus an die der Industriestaaten annähern (Abbildung 5).⁹ So würde beispielsweise das chinesische Pro-Kopf-Einkommen auch nach 25 Jahren noch nicht das deutsche Niveau erreicht haben.

Um einen aussagekräftigeren internationalen Einkommensvergleich zu ermöglichen, wird vielfach das BIP in Kaufkraftparität herangezogen. Unter Berücksichtigung der Kaufkraftparitäten ergibt sich für das Jahr 2010 eine andere Rangfolge der BRICS. Die Spitzenposition nimmt nun Russland ein (15 837 US-Dollar), gefolgt von Brasilien mit 11 239 US-Dollar. Südafrika liegt demnach auf Platz drei (10 499 US-Dollar). China rutscht auf den vierten Rang ab (7 519 US-Dollar), während Indien mit 3 339 US-Dollar auch unter Berücksichtigung der Kaufkraft die Rolle des Schlusslichtes einnimmt (Abbildung 4). Der Vergleich mit dem Pro-Kopf-BIP Deutschlands in Kaufkraftparität (2010: 36 033 US-Dollar) zeigt, dass auch der so gemessene Einkommensabstand zwischen den BRICS und den Industrieländern

⁹ Hierbei wurde die durchschnittliche gesamtwirtschaftliche Zuwachsrate der Jahre 1995-2010 zugrunde gelegt. Diese lag beispielsweise für Deutschland bei 1,3 Prozent.

Abbildung 5

Entwicklung der Wirtschaftsleistung bei Fortschreibung historischer Wachstumsraten



Quelle: Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2011

Die Annäherung des Einkommensniveaus an die Industriestaaten wird noch Jahrzehnte dauern.

erheblich ist. Allerdings fällt er wesentlich geringer aus als im Falle einer simplen Gegenüberstellung der nominalen Vergleichswerte.

Entwicklung ist mehr als Einkommensentwicklung

Volkswirtschaftliche Entwicklung und Wohlstand drücken sich jedoch nicht nur in der Einkommensentwicklung und Einkommensverteilung aus. Vielmehr spielen auch eher qualitative Faktoren eine Rolle, die letztendlich die Lebensqualität beeinflussen. Lebensqualität ist allerdings nur schwer messbar; oftmals wird einfach ein Zufriedenheitsindikator herangezogen. Die Messprobleme potenzieren sich bei internationalen Vergleichen, da beispielsweise auch kulturelle Faktoren zu berücksichtigen sind. Vor diesem Hintergrund gewinnt der Human Development Index (HDI) an Bedeutung, der auf quantitative Daten setzt und Ansatzpunkte für internationale Vergleiche bietet.¹⁰ Er geht über die einfache Orientierung am Pro-Kopf-Einkommen hinaus und bezieht als weitere Faktoren den Zugang zu Bildung und die Lebenserwartung mit ein.¹¹ Unter Berücksichtigung dieser Parameter wird der Entwicklungsabstand zwischen den BRICS und den Industrieländern besonders deutlich (Abbildung 6).

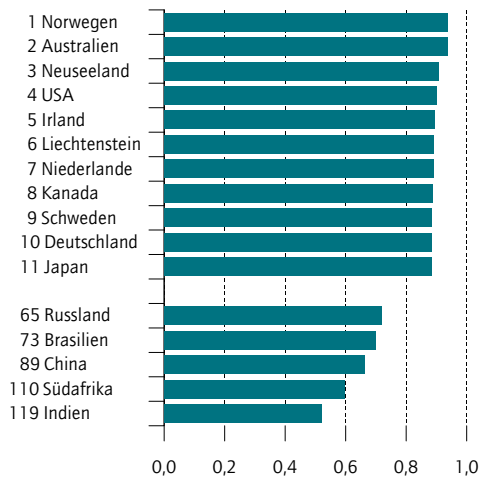
Die UN veröffentlicht jährlich ein Ranking von Volkswirtschaften und die Werte dieser Indikatoren. Ein Gesamtwert des Indikators nahe 1 entspricht einem hohen Entwicklungsstand. Dabei wird der erste Platz im internationalen Vergleich seit Jahren von Norwegen belegt. Die Ausgaben für Gesundheit (staatlich und privat) und für Bildung (staatlich) bleiben in den meisten BRICS-Ländern bislang deutlich hinter dem von der Weltbank angegebenen Vergleichswert für Deutschland von etwa 15 Prozent des BIP zurück. Besonders ausgeprägt ist der Nachholbedarf in Indien (Gesundheitsausgaben: vier Prozent; staatliche Ausgaben für Bildung: drei Prozent des BIP). Dem entspricht ein geringer HDI-Wert. Durch staatliche Intervention in den Bereichen Bildung und Gesundheit besteht die Möglichkeit, den Catching-up-Prozess nachhaltig abzusichern.

¹⁰ Der HDI wird seit 20 Jahren von der UN berechnet. In die Berechnung des Bildungsindex gehen die Alphabetisierung mit einem Gewicht von zwei Dritteln und der Zugang zur Schulbindung mit einem Gewicht von einem Drittel ein. Unberücksichtigt bleiben jedoch verteilungspolitische Dimensionen ebenso wie der Gender-Aspekt und zahlreiche andere gesellschaftspolitisch relevante Faktoren. Der HDI liegt definitionsgemäß zwischen 0 und 1. Je näher der Wert an der 1 liegt, desto besser.

¹¹ Der HDI bietet einen Ansatz, den sogenannten „Capability Approach“ – den Selbstverwirklichungsgrad von Individuen in einer Ökonomie – messbar zu machen. Sen, A. (1999): Development as Freedom. Oxford.

Abbildung 6

HDI ausgewählter Länder



Quelle: UNDP (2010): Human Development Report 2010. New York.

© DIW Berlin 2011

Auch beim HDI gibt es noch einen erheblichen Abstand zwischen Industrieländern und BRICS.

Denn die Überlegungen der Humankapitaltheorie sprechen dafür, dass die dauerhafte wirtschaftliche Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft in einem erheblichen Maße vom Zugang der Bevölkerung zu Bildung abhängt. Indirekt besteht auch ein Zusammenhang zwischen Humankapital und der Leistungsfähigkeit des Gesundheitswesens einer Volkswirtschaft; denn die Gesundheit beeinflusst nicht nur Bildungsentscheidungen, sondern auch die Dauer der Erwerbsfähigkeit.

Beide Größen gehen in die Berechnung des Human Development Index ein. Bildung wird durch den Zugang zum Schulsystem repräsentiert, Gesundheit durch die Lebenserwartung in einem Land. Folglich gibt der HDI nicht nur Auskunft über die aktuelle Situation in einer Volkswirtschaft, sondern auch Anhaltspunkte für deren Entwicklungspotential. Bereits das einfache Ranking der Volkswirtschaften untereinander zeigt, dass hier noch ein erheblicher Nachholbedarf der BRICS besteht, um etwa zu den Industriestaaten aufzuschließen.

Fazit und Ausblick

Von den BRICS-Staaten gingen in der aktuellen Finanzkrise für die Weltwirtschaft stabilisierende Impulse aus. Ihr Gewicht an der weltwirtschaftlichen Produktion ist – nicht zuletzt angesichts der relativ verhaltenen Entwicklung in den Industrieländern – in den letzten Jahren deutlich gestiegen.

Allerdings zeichnet sich ab, dass diese Länder noch einen langen Zeitraum benötigen werden, um beim Einkommensniveau zu den Industrieländern aufzuschließen. Dieses Ergebnis wird weiter gestützt, wenn eine Wohlstandsbetrachtung auf der Grundlage des Human Development Index herangezogen wird. Das in diesem Sinne bestplatzierte BRICS-Land ist Russland.

Der HDI, der Aspekte der Humankapitalbildung mit einbezieht, spiegelt auch die Entwicklungspotentiale einer Volkswirtschaft wider. Um ein dauerhaftes und nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu fördern, sind daher vor allem drei wirtschaftspolitische Ansatzpunkte denkbar, die eng miteinander verzahnt sind.

1. Bekämpfung extremer Armut. Die Einkommensverteilung ist in allen BRICS-Staaten durch starke Asymmetrie geprägt. Wenigen sehr Reichen stehen viele Arme gegenüber. Eine solche Situation führt zu einer Fehlallokation der Ressourcen. Hier ist der Staat gefragt, ein nachhaltiges Steuersystem zur Umverteilung zu implementieren.
2. Zugang zu Bildung. Der Zugang zu Bildung kann vielfach nur durch einen staatlichen Bildungssektor gesichert werden. Gleichberechtigter Zugang zu Bildung für beide Geschlechter verringert die Analphabetenquote, erhöht die Qualifikation von Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern. Zahlreiche Studien belegen, dass der Zugang für Frauen zu Bildung und ökonomischen Ressourcen positive gesamtwirtschaftliche Effekte nach sich zieht.
3. Gesundheitswesen. Das Gesundheitswesen steht in allen BRICS-Ländern vor erheblichen Herausforderungen, insbesondere wenn es um die Reduzierung der Kinder- und Müttersterblichkeit geht. Auch hier ist der Staat gefordert, sinnvolle Präventionsprogramme zu entwickeln und unterstützen.

Prof. Dr. Mechthild Schrooten ist Professorin für Volkswirtschaft an der Hochschule Bremen und Forschungsprofessorin am DIW Berlin | mschrooten@diw.de

JEL: F02, O15, O57

Keywords: Development, international economic order, human development, comparative studies of countries



Dorothea Schäfer, Forschungsdirektorin, Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin. Der Beitrag gibt die Meinung der Autorin wieder.

Das Risiko der Zwangsschenkung

Die weltweite Ausfuhr Deutschlands belief sich im Jahr 2010 auf 959 Milliarden Euro, die Einfuhr lag bei 806 Milliarden Euro. Deutschlands Leistungsbilanzsaldo ist positiv und das schon seit Jahren. Dieses Geschäftsmodell ist jedoch mit der Finanzkrise in Verruf geraten. Deutsche Politiker und Firmenlenker müssen sich nun häufig den Vorwurf des Trittbrettfahrens anhören. Nicht die eigene Kraft, sondern geborgte Nachfrage sei für den wirtschaftlichen Aufschwung hierzulande verantwortlich. Die Getadelten reagieren darauf meist abwehrend und verweisen auf die hohe Wettbewerbsfähigkeit der Industrie. Dabei hätten sie Grund zum Umdenken, wie die Finanzkrise gezeigt hat. Mag der Vorwurf des Trittbrettfahrens noch vergleichsweise leicht abzuschütteln sein, das Risiko der „Zwangsschenkung“ ist es nicht. Wieso Zwangsschenkung, mag man fragen. Unsere Güter werden doch umgehend von den Importeuren bezahlt, Finanzkrise hin oder her. Das stimmt zwar, ändert aber nichts am Fortbestand des Risikos. Das lässt sich an einem einfachen Beispiel verdeutlichen. Nehmen wir an, Autos im Wert von einer Milliarde Euro werden in die USA exportiert. Der US-Importeur verkauft die Autos an US-Konsumenten. Diese bezahlen mit Mitteln aus Immobilienkrediten, die ihnen die Banken im Vorgriff auf kommende Wertsteigerungen gewährt haben. Die Bank des US-Importeurs überweist also die Milliarde Euro an die Bank des deutschen Autoherstellers. Letztere reicht den Erlös umgehend als Gehalt an die Beschäftigten weiter. Aus dem Verkaufserlös sind Sichteinlagen bei Banken geworden. Um das Beispiel möglichst einfach zu halten, nehmen wir weiter

an, alle Beschäftigten der Autofabrik haben ihre Girokonten bei einer einzigen Bank. Anstatt zu konsumieren, sparen die Beschäftigten für ihr Alter und investieren deshalb die Gelder in neu ausgegebene Aktien ihrer Bank. Aus den Depositen wird so Eigenkapital. Die Bank hält nach einer möglichst lukrativen Anlagemöglichkeit für die neuen Eigenmittel Ausschau und wird am Markt für strukturierte Wertpapiere fündig. Hoch geratete Papiere, unterlegt mit Krediten aus dem US-Immobilienmarkt, sind lukrativer als Staatsanleihen. Die Bank investiert nur in erstklassig geratete Tranchen. Entgegen den Erwartungen beginnen die Preise für Häuser in den USA zu sinken. Mehr und mehr Immobilienkredite fallen daraufhin aus. Das Rating für die Wertpapiertranchen erweist sich als Fehleinschätzung, und die Investition der Bank wird wertlos. Die fällige Abschreibung vernichtet das Eigenkapital der Bank. Die Beschäftigten des Autoherstellers haben ihre Gehälter fehlinvestiert, und die Volkswirtschaft als Ganzes hat die exportierten Automobile zwangsverschenkt. Zugegeben, das Beispiel ist sehr einfach. Aber auch wenn es realistischer und damit komplexer ausgestaltet wird, bleibt der einfache Kern der Botschaft immer erhalten: Das Exportüberschussmodell ist mit einem hohen Risiko verbunden. Exportnationen sollten dieses Risiko begrenzen und immer wieder auf einen Ausgleich der Leistungsbilanz hinarbeiten. Der sinnvollste Weg dahin führt über eine Stärkung der Binnennachfrage. Die Bundesregierung sollte daher die Forderung des Europäischen Parlaments unterstützen, den Abbau von Leistungsbilanzungleichgewichten in die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts aufzunehmen.