

# **Die deutsche und die Weltwirtschaft stehen vor einer ernststen Krise**

## **Die sechs führenden Wahrsager und die Wirtschaftspolitik in Deutschland**

Wenn es jemanden gibt, der in Sachen Wirtschaftsprognosen womöglich noch unseriöser ist als die Bundesminister Clement (Wirtschaft und Arbeit) und Eichel (Finanzen), dann sind es die sogenannten "führenden sechs Forschungsinstitute" in Deutschland. Im Herbst 2004 hatten sie für die Bundesrepublik Deutschland für das Jahr 2005 ein Wachstum von 1,5 % voraus gesagt. Nun, im April 2005, korrigierten sie ihre Prognose auf 0,7 %, weniger als die Hälfte.

Die Herren Experten – keinem der sechs Institute sitzt eine Frau vor – erkennen nun ein grundsätzliches "Wachstumsproblem". Es muss offenbar in den letzten sechs Monaten vom Himmel gefallen sein, denn im Herbst 2004 hatten sie ein solches Problem mit diesen Auswirkungen noch nicht erkennen können. Eines der führenden Institute hatte sogar noch im Januar 2005 ein Wachstum von 1,8 % prognostiziert.

Im einzelnen begründen die "Forscher" ihre Korrektur mit drei Faktoren: Erstens sei der Export wegen der nachlassenden Dynamik der Weltwirtschaft stärker zurück gegangen als erwartet; zweitens seien die Bauinvestitionen stark gesunken (wie fast jedes Jahr ist der Winter wieder überraschend kalt ausgefallen); und drittens sei auch der private Konsum hinter den Erwartungen stark zurück geblieben.

Dass die Institute von diesen Faktoren überrascht wurden, zeigt ihre abenteuerliche Inkompetenz. Dieses Institut, das isw, hatte seinen eigenen Konjunkturbericht für 2005 überschrieben: "Auch 2005 wird ein Jahr der Stagnation." Als entscheidender Faktor wurde heraus gestellt: "2005: Außenwirtschaftliche Impulse lassen nach – die Binnen- nachfrage kann den Rückgang nicht stoppen." (Vgl. isw-Wirtschaftsinfo 37: Bilanz 2004 – Ausblick 2005, S. 3ff) Also genau die Faktoren, die den Instituten jetzt Grund für ihre Prognosenkorrektur sind.

Dabei war es keine Kunst, diese Faktoren richtig einzuschätzen und eine entsprechende Prognose zu treffen. Erstens war klar, dass der Ölpreis sich nicht an die von der Bundesregierung zu Grunde gelegte Annahme von 42 Dollar pro Barrel halten würde. Mittlerweile liegt der Preis bei weit über 50 Dollar und ein Limit von 70 Dollar ist in Sicht. Diese Marke wird der Ölpreis wahrscheinlich nicht übersteigen, weil dann in Ländern wie Kanada die Exploration neuer Felder profitabel wird, was den Nutznießern in der OPEC, der mengen- und damit preissetzenden Organisation der erdölproduzierenden Staaten, nicht gefallen würde. Aber die konjunkturdämpfende Wirkung weiterer Ölpreissteigerungen auch unterhalb von 70 Dollar pro Barrel wird die "führenden Institute" in einem halben Jahr wieder überraschen und zu Prognosesenkungen nach unten veranlassen. Das Ende 2004 für 2005 mit 4 bis 4,5 % angenommene Wachstum der Weltwirtschaft wird weit verfehlt; die deutsche Exportindustrie kann ihrer Rolle als Konjunkturlokomotive nicht mehr gerecht werden.

Ein zweites internationales Moment, das in der Korrektur der Institute überrascht vermerkt wird, ist die anhaltende Schwäche des Dollars. Im isw-Konjunkturbericht 1/2005 hieß es: "Die Unterstellung eines festen Zins- und Wechselkursgefüges ist waghalsig. Denn die Entwicklung dieser beiden Größen wird vor allem verursacht durch die enor-

men globalen Ungleichgewichte. Deren größtes ist das US-Leistungsbilanzdefizit, das im letzten Jahr 660 Mrd. Dollar betrug." (A.a.O., S. 7) Wiederholt hat das ISW darauf verwiesen, dass die US-Politik auf die Strategie eines schwachen Dollars (je billiger der Dollar, um so billiger US-Waren und um so teurer die Waren der ausländischen Konkurrenten) ausgerichtet ist, um das eigene Leistungsbilanzdefizit in Grenzen zu halten und das Ausland zu Stützungskäufen zu veranlassen und damit den USA zu Devisen zu verhelfen und die Ausländer zu willigen Kooperatoren der USA und ihrer Wirtschaftspolitik zu machen. Der Umweg über Zinssenkungen in der für einen Leistungsbilanzausgleich nötigen Dimension ist der US-Politik verbaut, da hohe Zinsen die hoch verschuldeten Konsumenten und öffentlichen Hände in die Zahlungsunfähigkeit treiben würden. Dementsprechend läuft die Entwicklung mit großer Geschwindigkeit weiter in die Richtung "schwacher Dollar", was die "Forschungsinstitute" im Herbst sicher ganz überrascht feststellen werden.

Ebenso klar war von Anfang an, dass die behauptete zweite Stütze der Konjunktur, die Zunahme des privaten Konsums, eine Schimäre ist. Wie soll der private Konsum steigen, wenn die "Arbeitnehmerentgelte" 2004 ein Wachstum von genau "0,0 %" aufwiesen? Für 2005 hat die Bundesregierung selbst eine Zunahme der Bruttolöhne und -gehälter von 1 % prognostiziert, aber gleichzeitig eine Preiserhöhung für Konsumgüter von 1,4 %. Unter dem Strich also ein Reallohnverlust hinsichtlich der Konsumgüter von 0,4 %. Beim Ausbleiben des Wachstums beim Massenkonsum nun von "Konsumzurückhaltung" zu sprechen, ist blanker Zynismus. Die Menschen haben schlicht kein Geld, und die Vorstandsmitglieder der DAX-30-Unternehmen, die sich 2004 11 % mehr bewilligten und nun pro Kopf auf 1,42 Millionen Euro kommen, können das nicht rausreißen. Auch wenn jeder der Reichen sich fünf Geländewagen und eine dritte oder vierte Immobilie zulegen würde, könnte dies einer auf Massenproduktion und Massenkonsum angelegten Wirtschaft nicht auf die Beine helfen.

Eine Stärkung der Binnennachfrage, allgemein als Voraussetzung eines konjunkturellen Aufschwungs angesehen, kann nur zustande kommen, wenn sowohl die Lohnquote wie die Sozialtransfers angehoben werden. Doch hat die Lohnquote 2004 ihren niedrigsten Stand seit 1960 erreicht, und die Sozialtransfers sind mit Hartz IV drastisch gekürzt worden. 2005 wird diese Politik von Regierung und Unternehmern fortgesetzt, die in den Tarifverhandlungen vorsorglich verlauten lassen, sie sehen "keinen Spielraum für die Erhöhung der tariflichen Personalkosten" (so der Tarifpolitische Beirat des Hauptverbandes des Deutschen Einzelhandels). Firmen wie Siemens, VW, Opel und Daimler haben in eigenen Tarifvereinbarungen effektive Lohnkürzungen durchgesetzt. Der private Konsum wird dementsprechend auch weiter "hinter den Erwartungen" zurück bleiben, weil diese Erwartungen angesichts der Strategien von Politik und Unternehmern wissenschaftlicher Unsinn sind.

Den Instituten geht es aber gar nicht in erster Linie um wissenschaftlich seriöse Prognosen, es geht ihnen um Einflussnahme auf die Richtung der Wirtschaftspolitik. Sie warnen vor "Konjunkturprogrammen und Mindestlöhnen", weil dies die Unternehmen in ihrer freien Entscheidung – nämlich die Löhne nach Gutdünken zu drücken – hindern würde. Konjunkturprogramme sind ihnen deshalb unlieb, weil solche "schönen Maßnahmen" bei den Bürgern die Illusion hervorrufen könnten, man könne vor den unangenehmen Folgen der Globalisierung geschützt werden. Die Institute wollen die klare Linie der Produktion von weiteren Globalisierungsverlusten, für die Geld auszugeben sich nicht lohnt.

Nicht der Sachzwang von Weltmarkt und angeblichen Gesetzen des Binnenmarkts verewigt die Konjunkturkrise und den sozialen Niedergang in Deutschland – sondern das Beharren auf neoliberalen Postulaten, die vor allem zum Nutzen der deutschen Exportwirtschaft sind. Die Forschungsinstitute kritisieren jetzt eine Regierungspolitik, die ihren früheren Empfehlungen stets eifrig gefolgt ist. Dass diese Medizin den Kranken, die deutsche Wirtschaft und vor allem die Beschäftigten und Arbeitslosen, immer kränker macht, veranlasst die Medizinmännern nicht etwa, die Therapie zu ändern, sondern die Dosis weiter zu erhöhen.

Und wie reagiert die Bundesregierung? Sie korrigiert ihre Prognose auch nach unten, auf 1,0 %, was in der von Unsicherheit geladenen Atmosphäre beruhigen soll, aber mit Sicherheit eine Illusion ist. Doch hat Rot-Grün offenbar die Parole ausgegeben, mit Luftnummern bis zu den nächsten Wahlen – am 22. Mai in NRW – über die Runden zu kommen. So benutzt Minister Clement die Meldung, die Arbeitslosigkeit läge jetzt knapp unter fünf Millionen, zu der irren PR-Behauptung, der Trend zu steigender Erwerbslosigkeit sei gebrochen. Dabei liegt erstens die wahre Zahl von Arbeitslosen einschließlich der Kurzarbeiter und Vorruehändler bei über neun Millionen. Und zweitens ist die vier statt der fünf vor dem Komma nur ein statistischer Trick. Viele der Antragsteller von Alg II wurden zurück gewiesen, womit sie zwar aus der Statistik herausfallen, aber deshalb noch keine Arbeit haben. Und nicht mehr mitgezählt werden auch die über 120.000

Arbeitslosen, die mittlerweile Ein-Euro-Jobs angenommen haben. 600.000 sollen es nach der Vorhersage des Ministers werden, da kann er noch manches Mal darauf hinweisen, wie tief jetzt doch die Hartz-Reformen greifen. Allerdings nur in der Statistik, nicht im wahren Leben.

Die größte aller Luftnummern aber liefert der SPD-Vorsitzende Müntefering, der jetzt die Auswüchse des Kapitalismus geißelt, vor allem das Unpatriotische am deutschen Kapitalisten beklagt, der sich durch Kapitalexpert seiner vaterländischen Investitionspflicht entziehe. Dies sagt der Chef der größeren Partei der Regierungskoalition, die die steuerliche Subventionierung von Auslandsinvestitionen erst eingeführt hat. Alle haben Recht, die Münteferings Raubtier-Kapitalismus-Geschrei als bloße Wahlpropaganda einschätzen. Aber doch ist es interessant, dass die SPD-Führung meint, man müsse mit antikapitalistischen Formeln sich entfernende Wähler einfangen.

Conrad Schuhler

---

## **USA: Zinserhöhungen können den Dollar kräftigen – aber sie schwächen die US-Realwirtschaft**

Mit der globalen Lokomotive USA nähert sich die Weltwirtschaft der Krise.

1. Strategischer Vorteil für Dollarbesitzer: Dollar ist Weltgeld
2. Steigendes US-Leistungsbilanzdefizit und sinkender Dollarkurs
3. Steigende Verschuldung der US-Bürger und des US-Staates
4. Steigende und kritische Zinsempfindlichkeit in den USA
5. Dollarkurs auf Crashkurs – wie weiter?

Die US-Wirtschaft boomt – noch. Ungeachtet dieses momentanen Zustandes geraten Wirtschaft und Wirtschaftspolitik der USA in ein Dilemma. Zwei ernsthafte Bedrohungen der Stabilität kommen auf die US-Wirtschaftspolitik zu, wobei jeweils die Instrumente zur Verbesserung des einen Problems zur Verschlimmerung des anderen führen. Aufgrund der Lokomotivenfunktion der US-Wirtschaft gerät auch die Weltwirtschaft unter Druck – möglicherweise bahnt sich eine Krise an, in der kaum ein Land ungeschoren davon kommt.

Einerseits schwächt das hartnäckig hohe und sogar noch weiter steigende **Leistungsbilanzdefizit** den Dollarkurs im Vergleich zu den anderen Währungen. Ein in der Vergangenheit oft eingesetztes und oft auch wirkungsvolles Instrument sind Zinssatzanhebungen. Allerdings ist die US-Wirtschaft heute durch eine noch nie so hoch gewesene **Verschuldung** nach innen und nach außen gekennzeichnet. Sie ist also überaus **zinsempfindlich**. Wirksame Zinsanhebungen riskieren eine gehörige Konjunkturkrise in den USA – mit weltweiten Auswirkungen. Dieses Dilemma soll im Folgenden näher erörtert werden.

### **1. Strategischer Vorteil für Dollarbesitzer: Dollar ist Weltgeld**

Die US-Ökonomie genießt aufgrund ihrer Größe und Stärke einen herausragenden Vorteil gegenüber allen Konkurrenten: Ihre Währung ist die (nach wie vor) mit großem Abstand wichtigste Währung. Eine **weltweite Ankerwährung** ist dabei allein schon aus Praktikabilitätsgründen sinnvoll und wichtig. So werden etwa Rohstoffe wie Öl, Kaffee, Bauxit usw. in einer Vielzahl von Ländern mit jeweils eigenen Kosten und Währungen produziert, aber erst die Umrechnung der nationalen Preise in einen gemeinsamen Nominator, den Dollar, erleichtert den Welthandel oder macht ihn überhaupt erst möglich. Der größte Teil des Welthandels, insbesondere der mit Öl, wird in Dollar abgerechnet. Eine andere Währung als die mit Abstand wichtigste kommt für eine solche Welthandels-Funktion nicht in Betracht. Desgleichen werden auch internationale Vergleiche – die z.B. für Auslandsinvestoren hochwichtig sind – von Preisen, Löhnen, Einkommen, Produktionskosten, Unternehmensgrößen, Sozialprodukten immer auf den Dollar bezogen.

Für die staatlichen Zentralbanken, die die Währungsreserven der jeweiligen Länder sammeln (Geldreserven für den Fall von nationalen Liquiditätsproblemen oder Währungsspekulanten-Angriffen), ist der Dollar in aller Regel die wichtigste Währung, in der die

Währungsreserven aufgehäuft werden. Der Dollar ist jederzeit in eine andere Währung umtauschbar. Er ist also das Wertmaß, d.h. das Geld aller anderen Währungen; er ist **Weltgeld**.

Die USA müssen sich nicht bemühen, **Währungsreserven** in Form von Pfund, Kronen, Mark, Yen, Yuan anzuhäufen – sie können jederzeit mit der eigenen, grundsätzlich beliebig vermehrbaren Währung auf den Weltmarkt gehen. Die Attraktivität des Dollars zeigt sich auch darin, dass eine Reihe von Ländern – von Argentinien über Ecuador bis zu China und Malaysia – den Kurs der eigenen Währung mit dem US-Dollar fest koppelten oder diesen gar zu einer offiziellen vollgültigen nationalen Währung machten. Allerdings ging das auf Dauer nicht immer gut.

Der Dollar wird also bereits aufgrund seiner Funktion als Reservewährung, als Weltgeld, gesucht und nachgefragt. Das erleichtert es den USA erheblich, Schulden im Ausland zu machen: also etwa Staatsanleihen oder Bankschuldverschreibungen an ausländische Investoren zu verkaufen und mit diesen Erlösen zum Beispiel Waffenkäufe oder Unterstützungszahlungen oder Kriege zu finanzieren. Ohne diesen Vorteil hätten der Vietnamkrieg oder die Reagansche Hochrüstung weit teurer finanziert werden müssen.

Weit mehr als die USA muss jedes andere Land bei einer Auslandsverschuldung auf seine Schuldnerbonität achten. Ein anhaltendes Defizit in der **Leistungsbilanz** (siehe dazu den Kasten auf Seite 5) ist für jedes Land außer den USA ein Grund zu ernster Besorgnis: Das Risiko eines Zusammenbruchs der Währung aufgrund von Zahlungsunfähigkeit ist groß.

## 2. Steigendes US-Leistungsbilanzdefizit und sinkender Dollarkurs

Der Saldo der US-Leistungsbilanz war in den letzten Jahrzehnten meistens negativ, allerdings bis Mitte der 90er Jahre nur – aus heute zurückblickender Sicht - geringfügig (IMF, S. 22). Diese Defizitsituation hat sich seither dramatisiert: Nach dem aktuellen "Monetary Policy Report" des US-Federal Reserve Board (US-Zentralbank) erreichte das Defizit im Jahr 2004 eine Höhe von 660 Mrd. Dollar, entsprechend 5,6 % des US-Bruttoinlandsproduktes. Dieser Defizitbetrag liegt höher als das jeweils gesamte Inlandsprodukt der meisten Länder der Welt; es liegt auf dem Niveau der Wirtschaftskraft von Spanien oder von Indien oder von Mexiko. Die komplette Wirtschaftskraft aller Länder reicht also gerade aus, um das US-Defizit auszugleichen. Ende der 90er Jahre lag dieses Defizit noch bei etwa 2 % des US-Inlandsproduktes, was von der herrschenden ökonomischen Lehre als gerade noch hinnehmbarer Wert erachtet wird. Dieses Defizit hat sich seither, also innerhalb von etwa sechs bis sieben Jahren, verdreifacht (Fed-Report, S. 16). Die gesamte Verschuldung der USA (also aller ihrer Wirtschaftssubjekte) im Ausland beläuft sich brutto (d.h. Summe aller Schulden) auf den schwer vorstellbaren Betrag von etwa 10.000 Milliarden Dollar (87 % des BIP). Dem steht ein Gesamtguthaben aller US-Wirtschaftssubjekte im Ausland in der Größenordnung von über 7.000 Milliarden Dollar (62 % des BIP) gegenüber (BIZ, S. 38). Daraus errechnet sich eine Nettoverschuldung der USA, die – bei laufender Zunahme – auf einen Wert von 3.000 Milliarden Dollar zustrebt (25 % des BIP). Das ist weitaus mehr, als die Bruttoverschuldung irgendeines anderen Landes.

Seit vielen Jahren verzeichnet der Dollar einen zwar eher unstetigen, aber doch trendmäßigen Wertverlust im Vergleich zu den Währungen der wichtigsten Handelspartner der USA (siehe Bild 1). Solange sich dieser in moderaten Bahnen bewegt, ist er für die USA (d.h. für die US-Unternehmen) durchaus vorteilhaft:

- Der Preis exportierter Waren der USA, etwa in Euro, fällt bei gleich bleibenden Dollarerlösen. Die US-Exporte werden also preislich konkurrenzstärker, es kann mehr exportiert werden, es wird also mehr produziert.
- Der Wert der US-Anlagen im Ausland (Auslandsinvestitionen) steigt aus Sicht der USA (der Dollarbesitzer) bei einem Dollar-Kursrückgang im Verhältnis zu den US-Schulden: Während eine Kursänderung aus Sicht der USA nichts an der Summe der vom Ausland gehaltenen Dollarforderungen oder auch am Dollarwert der Chrysler-Anlagen im Daimler-Konzern ändert, wird z.B. der Wert von Opel in Euro gemessen. Eine Euro-Aufwertung erhöht also den Opel-Wert in Dollar in der General-Motors-Bilanz. Das selbe gilt ganz analog für die Erträge der Auslandsanlagen.
- Ein sinkender Dollar und niedrige Zinsen – das heutige Szenario – bieten wunderbare Spekulationsmöglichkeiten. Beispielsweise leiht sich ein US-Spekulant (= Finanzinvestor) einen Dollarbetrag, wechselt ihn in Euro und kauft eine hochverzinsliche Lateinamerika-Euro-Anleihe. Wenn es gut geht (nicht alle Spekulationen gehen gut aus), dann gewinnt er doppelt: einmal, weil die Anleiherendite mehrfach höher ist als der aktuelle US-Zinssatz, und zweitens, weil der Euro bei Auslaufen bzw. beim Verkauf der Anleihe mehr Dollar bringt, als er zu Beginn des Geschäftes kostete.

## Leistungsbilanz

Die Leistungsbilanz ist gewissermaßen der Saldo einer Volkswirtschaft über die laufenden Einnahmen und Ausgaben gegenüber dem Ausland. Sie enthält in erster Linie die quantitativ dominierenden Exporteinnahmen abzüglich der Importausgaben für den internationalen Handel mit Waren und Dienstleistungen. Dieser Teil heißt **Handelsbilanz**. Weiterhin beinhaltet sie die grenzüberschreitende **Lohn- und Profiteinkommen**, also Erträge aus Auslandsinvestitionen, aus ausländischen Anleihen, aus ins Ausland vergebenen Krediten usw., und zwar saldiert mit den analog ans Ausland gezahlten Aufwendungen; zuzüglich die weniger wichtigen grenzüberschreitenden Löhne, etwa für polnische Saisonarbeiter. Und drittens umfasst die Leistungsbilanz auch **laufende Übertragungen** und Schenkungen, z.B. private Tsunami-Spenden und öffentliche Entwicklungshilfe, Beiträge und Steuern an die UNO oder die EU in Brüssel bzw. Strukturhilfe-Einnahmen von dort. Ist der Saldo der Leistungsbilanz **positiv**, dann hat das Land (die Summe seiner wirtschaftlich aktiven Subjekte) weniger verbraucht (konsumiert und sachinvestiert) als produziert, kann also netto internationale Schulden zurückzahlen oder Auslandskredite vergeben. Ist der Saldo **negativ**, dann lebt das Land auf Kredit des Auslandes. Das geschieht technisch z.B. durch Handelskredite (Ölimporte auf Kredit) oder z.B. durch den Kauf von US-Staatsanleihen (= Kredite an den Staat) durch die japanische Zentralbank oder durch die Aufnahme von Krediten durch US-Banken im Ausland innerhalb des Bankensystems usw.

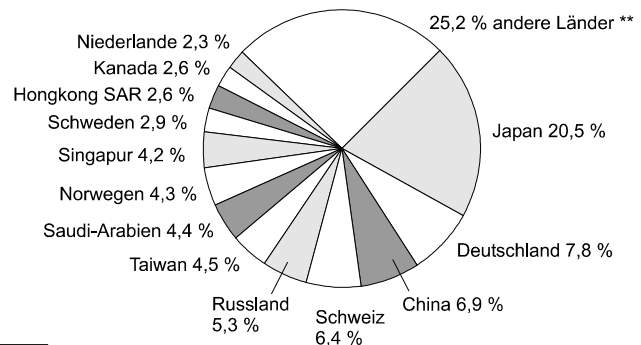
Zwischen der Leistungsbilanz und den Währungsreserven liegt noch die **Kapitalbilanz**. Ähnlich wie die Leistungsbilanz die **laufenden** Geldströme misst, so verfolgt die Kapitalbilanz die **investiven** grenzüberschreitenden Geldströme: in erster Linie die Salden aus von außen erhaltenen und nach außen getätigten Auslandsinvestitionen, aus Bankkrediten und aus Anleihen (des Staates und von Unternehmen). Auch die Kapitalbilanz hat im Saldo einen bestimmten Geldstrom zum Ergebnis, der ausdrückt, ob das Land (also die Summe seiner Wirtschaftseinheiten) per Saldo Kredit aus dem Ausland aufnahm oder Vermögen im Ausland aufbaute. Zusammen führen die Salden der Leistungs- und der Kapitalbilanz zur Veränderung der **Währungsreserven**.

### Globale Kapitalströme: Herkunft und Verwendung des globalen Kapitals 2003

#### Kapitalexportierende Länder \*

\* gemessen am laufenden Bilanzüberschuss der Länder (unter der Annahme von Fehlern und Auslassungen in den Kapital- und Finanzbilanzen)

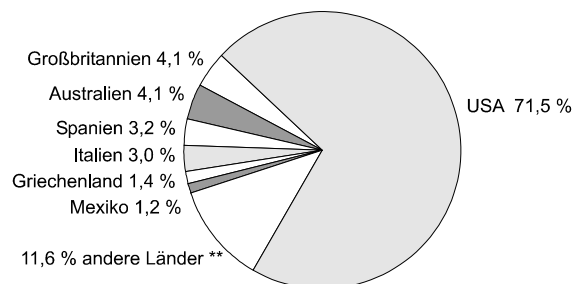
\*\* "Andere Länder" schließen alle Länder ein, deren Anteil am gesamten Überschuss weniger als 2,3 % ausmacht.



#### Kapitalimportierende Länder \*

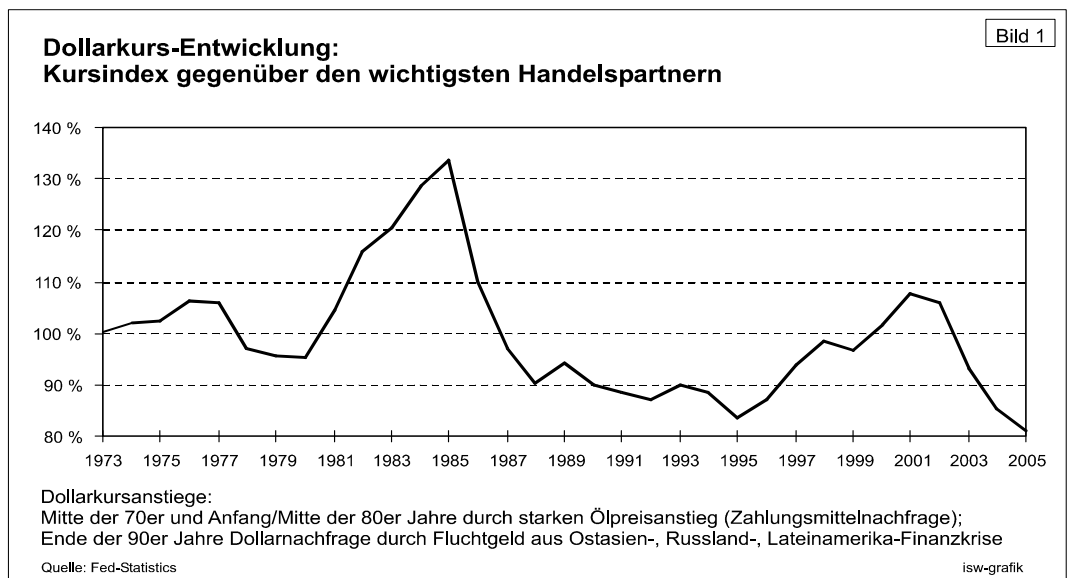
\* gemessen am laufenden Bilanzdefizit der Länder (unter der Annahme von Fehlern und Auslassungen in den Kapital- und Finanzbilanzen)

\*\* "Andere Länder" schließen alle Länder ein, deren Anteil am gesamten Defizit weniger als 1,2 % beträgt.



Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook vom 11. März 2005

isw-grafik mz



Diesen Vorteilen stehen einige Nachteile bzw. Risiken gegenüber:

- Durch den Kursrückgang des Dollars werden die Importe teurer, also wird die Inflationsrate steigen (aktuell im Besonderen durch den Ölpreis verstärkt). Eine solche abwertungsbedingte Inflationswelle scheint nach den derzeitigen Tagesmeldungen in den USA gerade ins Rollen zu kommen.
- Auslandsinvestitionen seitens des US-Kapitals, also Käufe von ausländischen Anlagen, werden – wie der Kauf von Importwaren – teurer.
- Vor allem aber droht, wenn auch im Moment nicht unmittelbar, der Verlust der wertvollen Weltgeldfunktion. Und zwar dann, wenn die international verstreuten Dollarbesitzer und -gläubiger zur Ansicht gelangen sollten, dass der Dollarwert auf Dauer und endgültig stark absinken wird. Das würde seinen Wert und damit seine Funktion als Reservewährung massiv beeinträchtigen.

Der grundsätzliche **Zusammenhang Dollarkurs – Leistungsbilanz** liegt auf der Hand, auch wenn er nicht direkt eins-zu-eins zu werten ist. In der Vergangenheit wurde das US-Leistungsbilanzdefizit problemlos vom Ausland finanziert. Die überragende Dominanz der US-Wirtschaft und die Weltgeldfunktion des Dollars ließen beispielsweise den Kauf von US-Staatsanleihen als völlig sichere Wertanlage erscheinen. Ein geringer Dollarkursrückgang wurde regelmäßig durch etwas höhere Zinsen in den USA im Vergleich zu den europäischen Ländern aufgefangen.

Nun erfordert allerdings eine derartig defizitäre Entwicklung der US-Leistungsbilanz wie in den letzten Jahren – derzeit steigt das Defizit um fast zwei Mrd. Dollar **täglich** – vom "Rest of World" ein besonders tiefes Vertrauen der Gläubiger in die US-Wirtschaft und in die US-Wirtschaftspolitik. Dabei ist zwar nicht zu befürchten, dass die Bush-Regierung so wie die argentinische Ende 2001 Konkurs anmeldet und alle Zahlungen storniert; stattdessen könnten die US-Staatsanleihen durch einen Dollar-Kursabsturz entwertet werden. Denn wer soll noch Dollars attraktiv finden, wenn täglich zusätzlich zwei Milliarden auf den Markt geworfen werden?

Naturngemäß gehen die Meinungen darüber auseinander. Die US-Regierung beteuert derzeit zwar ihr Interesse an einem starken Dollar verbal, tatsächlich schaut sie dem Dollarkursrückgang ziemlich tatenlos zu, abgesehen von sanften Zinserhöhungen (siehe folgenden Abschnitt). Daraus kann man folgern, dass die Risiken als gering erachtet werden. Die Fed (die US-Zentralbank) freut sich über ein nach wie vor starkes Verlangen der Welt nach Staatsanleihen ("continued strong appetite"; Fed-Report, S. 15). Kürzlich stieg der Dollarkurs, als bekannt wurde, dass im Januar 2005 bei einem Monatsdefizit von 58 Mrd. Dollar ein Zufluss von 91 Mrd. Dollar registriert wurde. Bei näherem Hinsehen wurde aber deutlich, dass der Finanzierungsüberschuss aus Spekulationsaktionen diverser Hedge Fonds resultierte, die mit riesigen und nur kurzfristig eingesetzten Milliardenbeträgen die Währungskurse kurzfristig massiv beeinflussen können (SZ, 11.4.2005).

Umso besorgter reagiert der Internationale Währungsfonds IWF, der seine Aufgabe u.a. in der Bewahrung der Stabilität des internationalen Währungs- und Finanzsystems sieht. Im aktuellen "Global Financial Stability Report" drängt der IWF die USA dazu, endlich etwas gegen das US-Leistungsbilanzdefizit zu tun, da ansonsten das Risiko enorm steige, dass das Ausland (die Nicht-USA) das US-Defizit nicht auf Dauer finanziere und als Folge der Dollarkurs zusammenbreche mit dramatischen Konsequenzen für die Finanzmärkte. Das ist ein Szenario, dessen Verwirklichung zweifellos auch die US-Regierung unbedingt verhindern will: Bei dieser Perspektive müssten die USA für ihre Auslandsschulden auf alle Fälle sehr viel höhere Zinsen zahlen, wenn sie Kredit erhalten wollen. Das würde auch schwer einschätzbare politische Risiken und Krisen mit sich bringen.

### 3. Steigende Verschuldung der US-Bürger und des US-Staates

In der Vergangenheit war die Steuerung des Dollarkurses, hier das Abbremsen und das Umkehren eines Dollar-Niederganges, keine allzu schwierige Sache. Das probate Mittel war ein Heraufsetzen der Leitzinsen, was das gesamte Anlage- und Verschuldungs-Zinspektrum nach oben zog. Häufig lag das Zinsniveau in den USA höher als in vergleichbaren hoch entwickelten Ländern; und je höher dieser Zinsabstand stieg, desto attraktiver wurde für Finanzinvestoren aus aller Welt eine Anlage in das Weltgeld Dollar.

Im letzten Jahrzehnt haben sich die Rahmenbedingungen für solche Mechanismen erheblich geändert. Die beherrschende Entwicklung in den 90er Jahren war die Scheinblüte, das Strohfeuer der **New Economy**. Nach dem Niedergang des Sozialismus wurde die Ideologie einer krisenfreien kapitalistischen Entwicklung verbreitet, die Ideologie einer absoluten Überlegenheit privaten kapitalistischen Handelns gegenüber gemeinwirtschaftlicher kollektiver Tätigkeit, weswegen die Privatisierung (fast) aller gesellschaftlichen Handlungsbereiche sinnvoll und notwendig sei. In diesem Zusammenhang nahm der Börsenrausch in allen Ländern einen bisher unbekanntem Aufschwung. Paradoxe Weise wurde das durch den wohl größten Finanzkrach nach dem II. Weltkrieg noch verstärkt: der Ostasien-Russland-Krise ab 1997. In den Folgejahren strömten viele hundert Milliarden Dollar Fluchtgelder aus den Krisenregionen in den sicheren Hafen des US-Kapitalmarktes. Das steigerte die Nachfrage nach Dollar und finanzierte die damals schon sich ausweitenden US-Leistungsbilanzdefizite, denen zu diesem Zeitpunkt ansonsten keinerlei Beachtung geschenkt wurde.

Der Mittelstand, der damals erste größere Erfahrungen am Aktienmarkt etc. machte, begann sich wohlhabend oder reich zu fühlen und änderte demzufolge sein Konsumverhalten. Pro Prozent Anstieg des Depotvermögens stiegen die realen Konsumausgaben um bis zu 0,5 %, so die vielen damals durchgeführten Untersuchungen. So schwappte der Börsenboom über in ein hohes realwirtschaftliches Wachstum.

Bekanntlich endete der Börsenboom ab 2000 in einem **Börsencrash** – in Maßen in den USA, viel schärfer in den die Börse neu entdeckt habenden Ländern wie Deutschland. Es drohte dieselbe Konsequenz für die Realwirtschaft, nur diesmal mit anderem Vorzeichen, also eine handfeste Krise.

Dies war die Stunde von Greenspan, dem Chef der US-Fed: In einer Serie von 11 Zinsschritten im Jahr 2001 und weiteren zwei in 2002/03 senkte er den US-Leitzinssatz von 6,0 % auf 1,0 % – den **niedrigsten Zinssatz seit vielen Jahrzehnten**. Dieser Zinssatz hat zwar keine formal bindende Funktion für die Marktzinsen, beeinflusst aber doch deutlich ihr Auf und Ab. Durch diese Zinsrückgänge wurde der drohende Konsumrückgang abgebremsst und gestoppt, allerdings um den Preis einer massiv steigenden Konsumentenverschuldung. Sinkende Zinsen machten Sparen immer unattraktiver, gleichzeitig verfielen viele US-Bürger der Illusion, auch bei in der Krise zurückgehenden Löhnen den Konsumstandard aufrecht erhalten zu können: Zins und Tilgung stiegen trotz steigender Verschuldung kaum oder gingen sogar zurück.

Die etwas besser verdienenden US-Bürger zogen ihr verbliebenes Geld teilweise wieder aus dem Aktienmarkt zurück und machten die Erfahrung, dass man bei tiefen und weiter sinkenden Zinsen ausgesprochen günstig in Immobilien investieren und diese dann – bei trendmäßig steigenden Preisen – später gegebenenfalls hochprofitabel verkaufen kann. Ein anhaltender Bauboom kam ins Rollen. Die gestiegenen Immobilienpreise in den USA (Anstieg um 65 % seit 1997) brachte viele Eigenheimbesitzer auf den Gedanken, ihr Eigenheim mit neuen bzw. höheren Grundschulden zu belasten, um auf diese Weise ihre laufenden Konsumbedürfnisse besser finanzieren und erweitern zu können (Fed-Report, Seite 4).

Begünstigt und intensiviert wurde diese Entwicklung durch die Praxis in den angelsächsischen Ländern, dass Hypothekendarlehen zu variablen (laufend anzupassenden) Zinsen ausgereicht werden und die Banken intensiv für Umschuldung und Darlehensausweitungen (angesichts stark steigender Immobilienpreise) warben. Bei vielen Kreditnehmern führte das zu einem äußerst hochriskanten Verhalten: Sie begannen, Hypothekendar-

lehen für ihren laufenden Konsum zu nutzen, d.h. ihr Vermögen zu konsumieren. Offensichtlich fragten sie sich nicht mehr, was bei steigenden Zinssätzen wohl passieren würde, wenn nicht nur das laufende Einkommen nicht mehr durch zusätzliche zinsgünstige Darlehen zur Konsumausdehnung scheinbar erhöht werden kann, sondern wenn es zudem nur noch zu geringeren Anteilen konsumiert werden kann, weil die Zinszahlungen auf die ausgeweiteten Darlehen steigen.

Insgesamt mündete das in einen erheblichen **Anstieg der Verschuldung** der US-Privathaushalte (hier Bruttoschulden ohne Saldierung mit Vermögen). Während diese Privatverschuldung von 1991 bis 1999, gemessen am Bruttoinlandsprodukt der USA, von 60 % auf 65 % stieg, brachte die kurze Zeit bis Ende 2004 einen regelrechten Sprung in der Verschuldung bis auf annähernd 85 %. Dieser Anstieg fiel in den USA weitaus brisanter aus als etwa im Euro-Land, wo seit 1999 ein vergleichbarer Anstieg von "nur" 48 % auf 55 % zu verzeichnen ist (EZB, S. 50).

Die im Durchschnitt scharf ansteigende Verschuldung betrifft die US-amerikanischen Haushalte natürlich nicht gleichmäßig. Der renommierte US-amerikanische Verteilungsforscher Wolff analysierte die Entwicklung des **Nettovermögens** (also Bruttovermögen abzüglich Verschuldung) und stellte eine – zumindest aus europäischer Sicht – extreme **Ungleichverteilung** für 2001 fest (Wolff, 2004). Das reichste 1 % aller Haushalte besitzt 33 % des gesamten Nettovermögens US-amerikanischer Privathaushalte. Das sind rund 1 Mio. Haushalte, von denen jeder im Schnitt 12-facher Millionär ist. Die reichsten 20 % besitzen zusammen 84 % des Nettovermögens, die untersten 60 % zusammen nur 4 %. Zudem stellte Wolff fest, dass seit 1983 nur die reichsten 20 % ein bedeutendes Vermögenswachstum erreichten; die untere Hälfte konnte zusammen in diesem Zeitraum nur gerade eben den nominalen Vermögenswert erhalten (konnte also nicht einmal die Inflationsverluste ausgleichen). In vielen Fällen verbirgt sich dahinter ein nicht ausreichendes Einkommen, um Reserven für Notfälle oder das Alter anzusammeln.

Da das Vermögen bei den mittleren und unteren Schichten vorwiegend aus hypothekengebundenen Eigenheimen besteht, ist die Vermögenskonzentration beim reinen Finanzvermögen ohne Eigenheime noch extremer. Hier konnten die reichsten 10 % rund 86 % des Vermögenszuwachses von 1983 bis 2001 auf sich konzentrieren. Bereits die zweitreichste 10%-Schicht konnte am Zuwachs des Finanzvermögens amerikanischer Haushalte mit nur 9 % nur noch unterdurchschnittlich teilhaben.

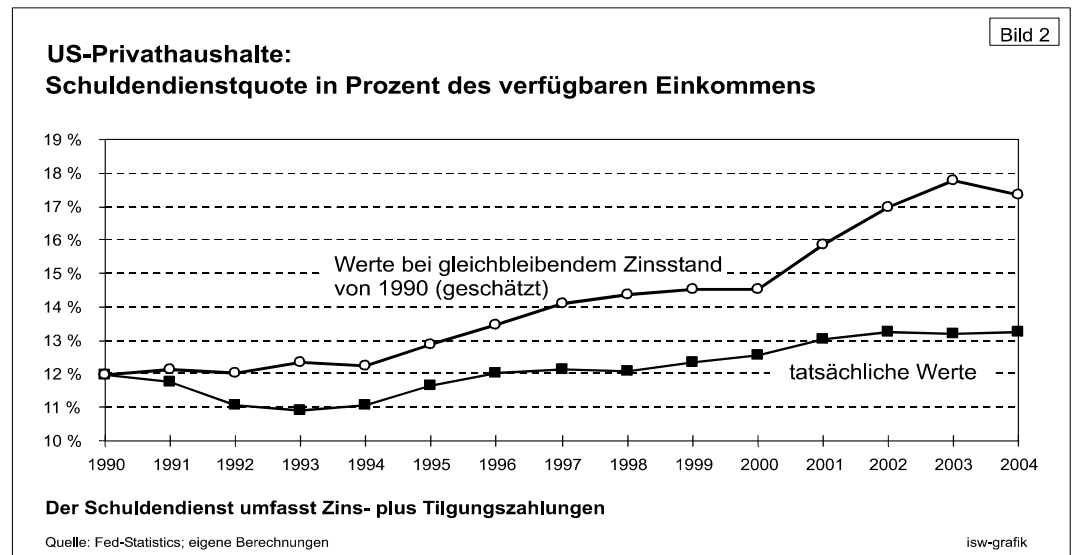
Als **Fazit** kann man festhalten, dass die relativ hohe Konsumnachfrage der US-Haushalte in den letzten Jahren zu einem wesentlichen Teil auf Blauäugigkeit beruhte: So wie viele in den 90er Jahren davon ausgingen, dass der New-Economy-Boom mit seinen Depotgewinnen ewig weiter gehen würde, so verließen sich viele in den letzten Jahren darauf, dass die Zinsbelastung auch bei laufend steigender Verschuldung ewig niedrig bleiben würde. Als weitere Ursache für die hohe Konsumnachfrage = geringe Sparquote darf die steigende Einkommensungleichheit nicht vergessen werden, die es vielen Haushalten gar nicht ermöglicht, nennenswert zu sparen.

Bekannter als die Verschuldung der Privathaushalte ist die Verschuldung des **US-Staatshaushaltes**. Während die Regierung Clinton in acht Jahren – allerdings in der unproblematischen New-Economy-Boom-Zeit – aus einem Defizit einen Überschuss im Staatshaushalt machte, ging Bush den umgekehrten Weg. Hohe Steuersenkungen, vor allem an die Gut- und besser Betuchten, wurden begründet mit der Notwendigkeit einer Wirtschaftsankurbelung und eines Rückzuges des Staates aus der Wirtschaft. Auf der Ausgabe Seite kamen dagegen nach dem Anschlag vom 11.9.2001 riesige Aufwendungen für die äußere und innere Aufrüstung und für die bekannten Kriege hinzu. Mit diesen Maßnahmen konnte ein Strohfeuer-Aufschwung entfacht werden, der einige Jahre anhielt und jetzt zum Erlöschen kommt. Finanziell ist er nicht wiederholbar, so dass im Endeffekt das jährliche Defizit des Bundesstaates auf ein Niveau von 3 % des US-Inlandsproduktes stieg; hinzu kommen noch die öffentlichen Defizite der Einzelstaaten und Kommunen, die zusammen allerdings in einer deutlich geringeren Größe liegen dürften.

Anders als die Privathaushalte und der Staat, leidet der **Unternehmenssektor** in den USA **nicht** unter einer Verschuldungskrise. Nachdem die Profitraten in der Krise 2000 bis 2002 schmerzhaft aber kurz einbrachen, haben sie sich mittlerweile wieder auf Langzeitrend stabilisiert. Zum ersten Mal mindestens seit Beginn der 90er Jahre können die Produzierenden Unternehmen ihren gesamten Investitions- und Anlagebedarf voll aus ihren eigenen Überschüssen finanzieren, ohne dafür Kredite aufnehmen zu müssen (Fed-Report, S. 10). Die Profite des Finanzsektors (Banken, Versicherungen usw.) haben sich seit längerem als sogar noch viel schneller wachsend als die der Produzierenden Unternehmen herausgestellt. Der Unternehmenssektor ist in den USA der einzige Sektor, der nennenswert spart – ein verrücktes Ergebnis, gemessen am üblichen Mechanismus, nach dem die Ersparnisse der Haushalte über Bankanlagen und Bankkredite an die Unternehmen gehen, die damit Sachinvestitionen finanzieren.

## 4. Steigende und kritische Zinsempfindlichkeit in den USA

In den letzten 15 Jahren änderte sich die Belastung der US-Privathaushalte durch Zins- und Tilgungszahlungen von 12,0 % des verfügbaren Einkommens der Haushalte in 1990 über 12,3 % in 1999 auf 13,2 % in 2004 (siehe Bild 2). Aufgrund der Zinssenkungen auf einen historisch kaum da gewesenen Tiefstand fiel der Anstieg dieser Belastung bei weitem geringer aus, als die Verschuldungszunahme selbst. Wäre das Zinsniveau von 1990 – das damals auch schon eher etwas unter dem Langzeitdurchschnitt lag – nicht laufend weiter gefallen (insbesondere in den letzten Jahren), sondern in etwa konstant geblieben, dann läge die Schuldenbelastung der Haushalte heute nicht bei 13,2 %, sondern in der Größenordnung von 18 % des verfügbaren Einkommens (siehe Bild 2).



In den früheren Jahren und Jahrzehnten war es üblicherweise und tendenzmäßig so, dass der Staat ein mäßiges Defizit machte, das teils aus den US-internen Ersparnissen der Privaten finanziert wurde (wie auch in der BRD usw.) und teils (mal mehr, mal weniger) durch Verschuldung im Ausland. Heute hat sich – wie dargestellt – die private Vermögens- und Verschuldungslage drastisch geändert. Die ärmeren Schichten der US-Gesellschaft, also drei Viertel, haben immer weniger Geld, um Staatsanleihen zu kaufen, und für die Reichen gibt es lukrativere Anlagen als relativ schlecht verzinsten Staatsanleihen. Infolgedessen wird das Staatsdefizit zunehmend von ausländischen Anlegern finanziert (etwa von der japanischen Zentralbank, die ihre Währungsreserven in US-Bonds anlegt). So verdreifachte sich der Anteil des Auslandes an der Finanzierung des gesamten aufgelaufenen US-Staatsdefizites von 15 % Ende der 80er Jahre auf heute 45 % (IMF, S. 12).

Die zunehmende Verschuldung des Staates und der Haushalte führen eine ernsthafte Konsequenz mit sich: Die Zinsempfindlichkeit des gesamten US-Wirtschaftsgebäudes ist heute drastisch höher als früher. Wären die Zinssätze doppelt so hoch, wie sie heute tatsächlich sind – das entspräche dann ziemlich hohen, aber in der Vergangenheit durchaus schon erreichten Zinssätzen – dann wäre die Zinsbelastung für die Privaten und den Staatshaushalt doppelt so hoch und damit wohl kaum mehr tragbar. Bei den Privaten könnte eine solche erhöhte Belastung wohl nicht mehr durch Neuschulden oder irgendwelche Anpassungen aufgefangen werden. Eine massive Verarmung, ein massiver Konsumeinbruch und also eine massive Nachfragekrise wären die Folgen. Im Staatshaushalt würde das laufende Defizit auch ohne Berücksichtigung der vorgenannten kritischen Nachfrage- und Einkommensentwicklung allein schon durch eine Zinsverdoppelung um die Hälfte steigen. Die Abhängigkeit von der Bereitschaft des Auslandes, das US-Defizit zu finanzieren, würde also noch gewaltig weiter steigen. Diese Situation müsste eigentlich als höchst alarmierend empfunden werden.

## 5. Dollarkurs auf Crashkurs – wie weiter?

Seit Sommer 2004 hat der US-Federal Reserve Board den Leitzins in bisher 7 Schritten von 1,0 % auf 2,75 % erhöht. Das hat den Dollarkurs bisher kaum stabilisiert; stattdessen ist er, wie an den starken Kursschwankungen zu sehen ist, intensiverer Spekulation unterworfen. Eine Zinserhöhung seitens der US-Fed, die den Dollarverfall stoppen soll,

müsste also offensichtlich sehr massiv ausfallen. Sie müsste schon weh tun bzw. umgekehrt anreizend auf die Nicht-US-Wirtschaftssubjekte wirken: Von 2001 bis 2004 fiel der Dollarkurs im gewichteten Verhältnis zu den wichtigsten Handelspartner-Währungen laut US-Fed um mehr als 7 % im Jahresdurchschnitt (siehe Bild 1). Eine sanfte Zinserhöhung um jährlich vielleicht 1 bis 2 % kann einen Verfall um 7 % jährlich natürlich nicht ausgleichen und daher nicht stoppen. Allenfalls kann sie ihn etwas bremsen.

Eine Umfrage unter 67 Zentralbanken hatte zum Ergebnis, dass zwei Drittel von ihnen gegen Ende 2004 den Dollaranteil an ihren Währungsreserven verringerten, zwar um nicht viel, aber "die Begeisterung für den Dollar ist offenbar abgekühlt", wie die Autoren betonen (LMD, März 2005). 2003 hatte der Dollar immer noch einen Anteil von 64 % an den Devisenreserven der Welt (in 2000: 67 %), während der Euro von gut 16 % auf knapp 20 % zulegen (FTD, 24.2.2005).

Japan, China und die ötreichen Länder sind die Länder mit den höchsten Dollarreserven und gleichzeitig die Länder, die in den letzten Jahren am schnellsten Dollarreserven akkumulierten. Die japanische Zentralbank hat – vor der chinesischen – die weltweit höchsten Währungsreserven im Wert von 820 Mrd. Dollar, davon 720 Mrd. in der Währung Dollar (SZ, 13.12.2004). China folgt mit 600 Mrd. (davon 70 % in der Währung Dollar), Taiwan mit 240, Korea mit 200, Indien mit 130, Hongkong mit 120 Mrd. Dollar Währungsreserven. Im Jahr 2003 finanzierten die Zentralbanken zwei Drittel des US-Leistungsbilanzdefizites (FAZ, 4.1.2005), der Rest wurde von privaten Gläubigern egebracht. In 2004 finanzierten allein die ostasiatischen Zentralbanken schon 80 % des US-Defizites; private ausländische Investoren in US-Staatsanleihen fanden sich angesichts des Dollar-Kursrisikos kaum noch. Die Finanzierung des US-Defizites wird also heute schon von Privaten als nicht mehr lukrativ erachtet; sie beruht praktisch vollständig auf währungspolitischen, währungsstrategischen und natürlich machtpolitischen Überlegungen. Die US-Regierung setzt darauf, "too big to fail" zu sein: Niemand kann es sich leisten, das Weltgeld Dollar scheitern zu lassen.

Würde sich die japanische Regierung zum Verkauf eines größeren Teils ihrer Dollarreserven entschließen, dann würde das den Dollarkurs ins Bodenlose. Das wollen auch die Japaner nicht: zum einen, weil durch die Yen-Aufwertung der japanische Export sich entsprechend verteuern und damit zurück gehen würde, zum anderen, weil dann die restlichen Dollarreserven in Japan erheblich entwertet würden. Auch beim aktuellen gemächlichen Dollarverfall leidet die Reservenbewertung. So muss der deutsche Finanzminister Eichel in diesem Jahr auf die Überweisung des Bundesbank-Gewinnes für seinen Haushalt (übliche Höhe: 5 Mrd. Euro aufwärts) verzichten, da nach der Abwertung der Dollar-Währungsreserven in der Bundesbank-Bilanz kein Gewinn mehr bleibt.

Heute kann sich der Dollarkurs nur deshalb halbwegs halten, weil vor allem Japan und China ihre eigenen Währungen im Vergleich zum Dollar möglichst niedrig bewertet haben wollen. Also kaufen ihre Zentralbanken Dollars und schaffen damit Dollar-Nachfrage. Das Motiv liegt darin, dass beide Volkswirtschaften stark vom Export in die USA abhängig sind (viel mehr noch als etwa die deutsche): die japanische Wirtschaft ist seit vielen Jahren schwer angeschlagen; die chinesische Wirtschaft ist mit ihren extrem hohen Akkumulationsraten ein ganz besonders scharfes Konjunkturcrash-Risiko eingegangen, für den Fall, dass die volkswirtschaftlichen Proportionen – Investitionen und Konsum, Investitionen und Sparen, Geldversorgung und Finanzierung – anfangen auseinander zu klaffen.

Diese Situation ist in höchstem Maß instabil. Sie gleicht dem Ritt auf dem Tiger. Kleine Störungen, oder auch die Weiterentwicklung der Opportunitätskosten der Dollarstützung (was bringt und was kostet die Dollarstützung für Japan, für China usw.) können dem Weltfinanzierungssystem und damit auch der Welt-Realwirtschaft schwer voraussehbare Erschütterungen zufügen.

Der Schlüssel für die Lösung liegt bei der US-Wirtschaftspolitik:

- Nur theoretisch besteht die Möglichkeit eines Zinserhöhungsprogrammes, das den Dollarkurs stabilisiert: Es wäre konventionelle Wirtschaftspolitik. Sie würde die Nettoschuldner und die Hypothekenschuldner in den USA vielfach in Richtung Bankrott treiben und infolgedessen eine Bankenkrise riskieren; das würde neben der Finanzkrise einen Konsumeinbruch und damit eine Realwirtschaftskrise provozieren; aufgrund der Lokomotivenfunktion der US-Wirtschaft würde sich dieses Krisenszenario weltweit ausbreiten.
- Offensichtlich spielt die US-Regierung auf Zeit. Mit kleinen Zinserhöhungen will sie den Dollarverfall verzögern und hofft, dass der niedrigere Kurs die preisliche Konkurrenzfähigkeit der US-Unternehmen auf dem Weltmarkt so weit stärkt, dass sie durch einen rasanten Exportaufschwung das Defizit in der Handelsbilanz, und damit also auch in der Leistungsbilanz, schließen können. Das dürfte illusionär sein: Es dauert

beträchtliche Zeit (Jahre), bis sich ein aktueller Kostenvorteil in eine breite und nachhaltige Exportmarkt-Dominanz umwandelt. Zudem wäre es angesichts der aktuellen Abwärts-Dynamik schon eine große Leistung, die weitere Verschlechterung der Handelsbilanz zu stoppen. Das allein würde den Dollar aber noch lange nicht sanieren.

- Es wären durchaus Maßnahmen denkbar, die die Ungleichgewichte verringern und eibnen könnten, allerdings haben sie unter den gegebenen machtpolitischen Verhältnissen keinerlei Chancen auf Realisierung: Eine Beendigung der Kriegszüge und Besetzungen, der Hochrüstungspolitik nach innen und außen, der imperialistischen Aktivitäten weltweit könnte Hunderte Milliarden jährlich einsparen. Und eine höhere Besteuerung der US-Konzerne könnte deren überreichliche Liquidität abschöpfen und damit den Staatshaushalt sanieren helfen.

Skepsis und Besorgnis sind angebracht.

Franz Garnreiter

---

Quellen:

BIZ – Bank für internationalen Zahlungsausgleich: 74. Jahresbericht, Juni 2004

EZB – Europäische Zentralbank: Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen, Monatsbericht März 2005 (über: [www.bundesbank.de/ezb/](http://www.bundesbank.de/ezb/))

Fed-Report The Federal Reserve Board: Monetary Policy Report to the Congress, February 2005 (über: [www.federalreserve.gov/boarddocs/](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/))

Fed-Statistics – The Federal Reserve Board: Statistics: Releases and Historical Data (über: [www.federalreserve.gov/releases/](http://www.federalreserve.gov/releases/))

IMF – International Monetary Fund: Global Financial Stability Report, April 2005 (über: [www.imf.org/](http://www.imf.org/))

Wolff – Edward N. Wolff: Changes in Household Wealth in the 1980s and 1990s in the U.S., April 2004

FAZ 4.1.2005: Die Notenbanken finanzieren Amerikas Leistungsbilanzdefizit

FTD Financial Times Deutschland 24.2.2005: Euro gewinnt in Asien Marktanteile

LMD – Le Monde diplomatique, deutsche Ausgabe: Bushs schwacher Dollar, März 2005

SZ 13.12.2004: The Dollar's Decline Tests the Nerve of Asia's Bankers, Beilage aus der New York Times

SZ 11.4.2005: Before the Fall, Beilage aus der New York Times

---

isw-konjunkturberichte erscheinen viermal jährlich auf der internet-Seite des isw e.V. ([www.isw-muenchen.de](http://www.isw-muenchen.de))

isw – institut für sozial-ökologische wirtschaftsforschung e.V.

Johann-v.-Werth-Str. 3, 80639 München, fon 089/130041 fax 089/1689415

email: [isw\\_muenchen@t-online.de](mailto:isw_muenchen@t-online.de)