

Fokus Volkswirtschaft

Nr. 44, 5. Februar 2014

Die Problematik außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte

Autor: Dr. Martin Raschen, Telefon 069 7431-2434, research@KfW.de

Deutschland steht mit seinem hohen Leistungsbilanzüberschuss am Pranger, ähnlich wie andere Länder. Aber auch Defizitländer werden kritisiert. In den Jahren vor Ausbruch der globalen Finanzkrise 2008 stiegen die Leistungsbilanzungleichgewichte weltweit wieder einmal stark an. Eine ähnliche Entwicklung ging der Schuldenkrise im Euroraum voraus. Inzwischen herrscht Konsens, dass diese Ungleichgewichte als Warnsignal nicht ernst genug genommen wurden, obwohl sie schon lange als potenzielles Krisensymptom bekannt sind. Dennoch sind Defizite nicht per se schlecht und Überschüsse nicht per se gut. Ein Defizit kann durchaus entwicklungsfördernd sein. Allerdings sind die notwendigen Bedingungen dafür restriktiv und vielfach nicht erfüllt. Somit lautet die Lehre aus der jüngsten Vergangenheit dann am Ende doch wieder hohe Ungleichgewichte abzubauen bzw. zu vermeiden. Hierbei spielen die Marktkräfte eine wichtige Rolle, es ist jedoch auch wirtschaftspolitisches Handeln gefragt. Über die richtige Strategie, wie auch über die Ursachen des Problems entscheidet der Einzelfall. In der Expertendiskussion gehen die Meinungen teilweise erheblich auseinander.

Ungleichgewichte als Krisenindikator ?!

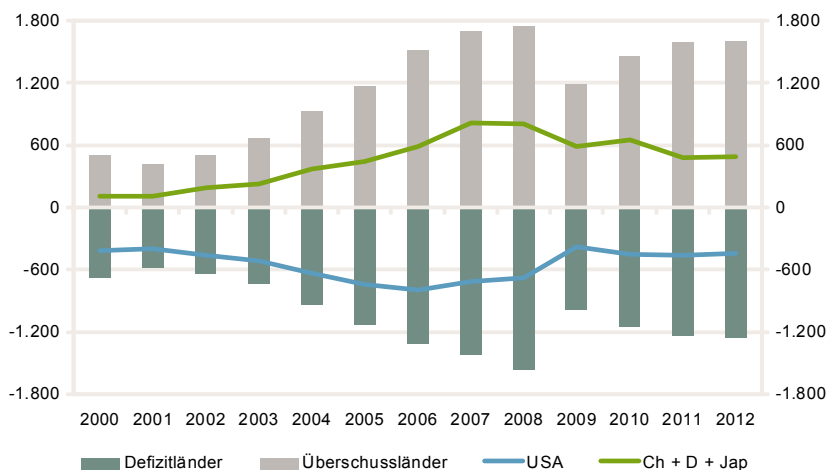
Die außenwirtschaftlichen Transaktionen eines Landes werden in der Zahlungsbilanz erfasst. Da die Zahlungsbilanz formal immer ausgeglichen ist (jedem Warenausgang aus einer Volkswirtschaft steht ein Zahlungseingang gegenüber), stellt die Diskussion um außenwirtschaftliche Ungleichgewichte auf Teilbilanzen

ab, insbesondere auf die Leistungsbilanz.¹

Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite hat es immer gegeben. Nach der Jahrtausendwende haben die Ungleichgewichte global enorm zugenommen. Im Zeitraum 2001–2008 stieg das kumulierte globale Leistungsbilanzdefizit der Defizitländer von 587 Mrd. USD auf 1.562 Mrd. an, der Überschuss der Überschussländer von 418 Mrd. USD auf 1.751 Mrd. (siehe Grafik 1) – dass der Saldo nicht Null ist, ist ein statistischer Fehler.² Im Jahr 2008, als die globale Finanzkrise ausbrach, wiesen die USA, Spanien, Italien, Griechenland und Frankreich die höchsten absoluten Leistungsbilanzdefizite auf, allein die USA verantworteten 44 % des globalen Gesamtdefizites. Leistungsbilanzdefizite sind auch in vielen ärmeren Entwicklungsländern³ zu beobachten, wenn auch deren kumuliertes Defizit mit 8 % des globalen Defizites (2008) weltwirtschaftlich keine allzu große Bedeutung hat. Die höchsten absoluten Überschüsse hatten 2008 China, Deutschland und Japan (auf diese drei Länder entfielen zusammen 46 % des Gesamtüberschusses), Saudi Arabien und Russland.

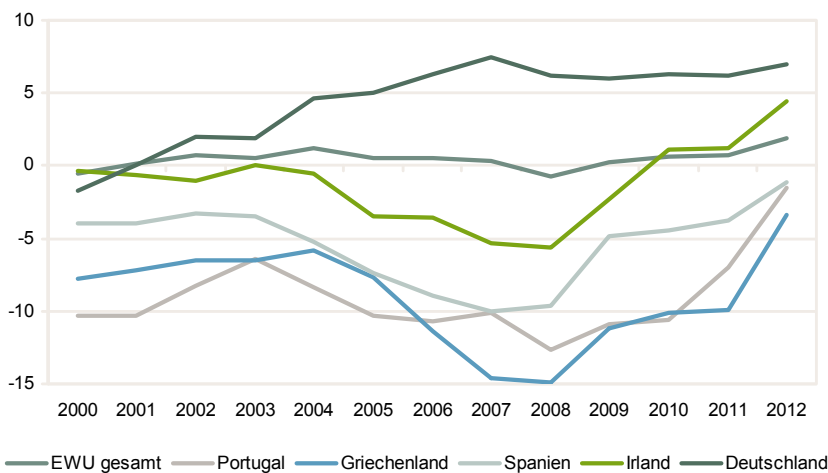
Um zu erkennen, welche Bedeutung ein Leistungsbilanzsaldo für ein einzelnes Land hat, wird der Saldo in Relation zum jeweiligen BIP gesetzt. Hierbei stehen China (+7,5 %), Deutschland (+5,9 %) und die USA (-5,2 %, jeweils Durchschnitt 2004–2008) besonders im Fokus, da diese Länder sowohl sehr große Volkswirtschaften als auch – wie gezeigt – hohe absolute Leistungsbilanzsalden haben. Zu beachten ist allerdings, dass diese großen Länder beim Indikator Leistungsbilanzsaldo / BIP keineswegs Extremfälle sind. Die Höchstwerte haben hierbei kleine Inselstaaten bzw. Entwicklungsländer mit Defiziten von bis zu 30 %; diese Länder sind jedoch wirtschaftlich unbedeutend. Oft sind dort die Defizite auch strukturell bedingt, sie können also nicht mit „konventionellen“ makroökonomischen Maßnahmen (vor allem Fiskal- und Wechselkurspolitik) in überschaubarer Zeit sinnvoll abgebaut werden. Die Rangliste der Überschussländer wird von Ölexporteurs mit Werten von bis zu 47 % angeführt; ihre Überschüsse

Grafik 1: Globale Leistungsbilanzsalden (in Mrd. USD nominal)



Quelle: IWF, eigene Berechnung.

Grafik 2: EWU: Leistungsbilanzsaldo / BIP (in Prozent)



Quelle: IWF, eigene Berechnung.

sind weltwirtschaftlich sehr wohl relevant (siehe Seite 1 Saudi Arabien).

Für die Ländergruppe der Europäischen Währungsunion (EWU) als Gesamtheit war der Leistungsbilanzsaldo im Vorfeld der Schuldenkrise im Euroraum eher unauffällig. Wie Grafik 2 zeigt, schwankte der Saldo für die EWU zwischen einem leichten Defizit und einem leichten Überschuss. Dahinter stehen jedoch erhebliche Divergenzen der einzelnen EWU-Mitgliedsländer. Den Peripherieländern Portugal, Griechenland, Spanien und Irland mit einem stark zunehmenden Defizit steht insbesondere Deutschland als die größte EWU-Volkswirtschaft mit einem hohen Überschuss gegenüber. 2010 ging innerhalb der EWU die Bandbreite des Indikators Leistungsbilanzsaldo / BIP von +8,2 % (Luxemburg) bis -10,6 % (Portugal).

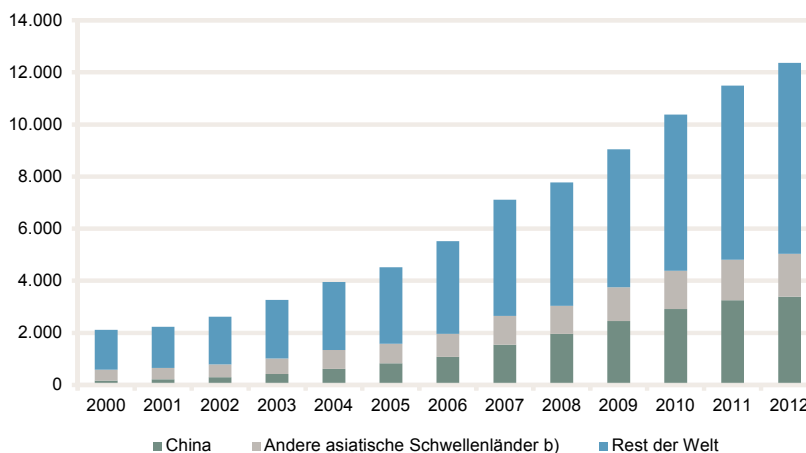
Die Wirtschaftsgeschichte liefert noch viele andere Beispiele, in denen Leistungsbilanzungleichgewichte zu makroökonomischen Krisen geführt haben: so etwa die Asienkrise 1997/98, die mexikanische Tequila-Krise 1994/95 oder die Russlandkrise 1998.⁴ Ein Leistungsbilanzungleichgewicht (insb. ein Defizit) ist daher zu einem anerkannten Indikator für makroökonomische Fehlentwicklungen und im Fall von Defiziten zu einem beachteten Krisenindikator geworden. Um dies verstehen und Lösungsansätze ableiten zu können, muss nach inhaltlichen Zusammenhängen gefragt werden. Dies erfolgt anschließend für die seit Beginn der

2000er-Jahre im Fokus stehenden Länder. In globaler Betrachtung kann es nur Überschussländer geben, wenn es auch Defizitländer gibt. Push- und Pull-Faktoren, die hinter Güter- und Finanzströmen stehen, sind letztlich immer zwei Seiten derselben Medaille.

Hintergründe der Ungleichgewichte in Überschussländern

Der hohe Leistungsbilanzüberschuss Chinas hängt eng mit der Wechselkurspolitik und der daraus resultierenden Zunahme der Währungsreserven zusammen. Weltweit betrachtet sind die Währungsreserven seit 2000 enorm gestiegen, primär verursacht durch China und andere asiatische Schwellenländer (siehe Grafik 3). China allein hält derzeit mit

Grafik 3: Weltwährungsreserven^{a)} (Mrd. USD)



^{a)} Devisen Gold, Sonderziehungsrechte, Reserveposition im IWF.

^{b)} Hongkong, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Singapur, Thailand.

Quelle: Weltbank, eigene Berechnung.

3.500 Mrd. USD 27 % der globalen Währungsreserven. Ausgangspunkt für diese Entwicklung ist die Asienkrise. 1997/98 erlebten asiatische Schwellenländer u. a. eine gravierende Abwertung; sie konnten ihre Währungen angesichts geringer Währungsreserven nicht verteidigen.⁵ Die Krisenländer mussten sich in ihrer Not an den IWF wenden, der ihnen ein Austeritätsprogramm auferlegte, das nicht nur unpopulär, sondern auch wirtschaftspolitisch umstritten war. Nachdem die Krisenländer wirtschaftlich wieder Tritt gefasst hatten, erhöhten sie systematisch ihre Währungsreserven, um vom ungeliebten IWF unabhängiger zu werden. Bewerkstelligt wurde dies durch Devisenmarktinterventionen: die Zentralbanken schöpften einen Teil des Netto-Devisenzuflusses aus den Exportgeschäften ab und stellten ihn nicht für Importe zur Verfügung. Diese Politik führte zu einer Unterbewertung der Währungen, besonders ausgeprägt in China⁶. Entsprechend laut kritisierte die übrige Welt, allen voran die USA, die chinesische Strategie als *Beggar-my-Neighbour*-Politik.

Eine solche Wechselkurspolitik hat einen engen Bezug zu einem Leistungsbilanzüberschuss, da sie Exporte fördert und Importe zurückdrängt. Ergebnis ist allerdings auch eine Fehlallokation von Produktionsfaktoren und eine Verzerrung der Wirtschaftsstruktur. Die über lange Zeit erhebliche Unterbewertung des Renminbi bewirkte in China eine zu star-

ke Expansion der Exportwirtschaft sowie importsostituierender Produktionsbereiche, die ohne die Wechselkursverzerrung nicht wettbewerbsfähig wären. Ein Thema sind auch chinesische Importbeschränkungen und Exportsubventionen. Die Handelspartner Chinas klagen über Protektionismus, der weniger über Zölle erfolgt (China ist WTO-Mitglied), sondern vor allem über nicht-tarifäre Handelshemmnisse und die Förderung heimischer Unternehmen.⁷ Allerdings führt dieser Protektionismus nicht automatisch zu Leistungsbilanzüberschüssen. Stattdessen verzerrt er in erster Linie die Import- und Exportstruktur, die Handelsbilanz kann gleichwohl ausgeglichen sein.

Im Mittelpunkt der Diskussion der chinesischen Leistungsbilanzüberschüsse steht somit der durch die Zentralbank gesteuerte Wechselkurs. Das Gegenstück zu den Überschüssen sind Kapitalexporte, die die Zentralbank tätigt und insbesondere in den USA anlegt.

Diese Sicht der Dinge wird nicht von allen Experten geteilt. Insbesondere in den USA wurde eine andere These vertreten, prominent vorgetragen etwa vom ehemaligen Fed-Chef Bernanke. Danach gebe es in China und anderen Überschussländern eine Sparschwemme („global saving glut“), die die eigentliche Ursache des hohen Kapitaltransfers (vor allem in die USA) sei. Argumentiert wird dabei mit der in China sehr hohen gesamtwirtschaftlichen Sparquote (S) von rund 50 % des BIP, die die Investitionsquote (I) übersteigt. Für diese These spricht zum einen, dass die hohen Preise von Importgütern (aufgrund der Unterbewertung des Renminbi) den Konsum unterdrückt haben. Zum anderen zwingen die Verhältnisse viele Chinesen, mehr zu sparen als sie eigentlich wollen.⁸ Im übrigen ergibt sich allerdings das $S > I$ auch zwangsläufig aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung, wenn ein Land einen Leistungsbilanzüberschuss hat.

Die Ursachen des hohen **deutschen Leistungsbilanzüberschusses** werden sehr kontrovers diskutiert. Viele Forscher verweisen auf die vergleichsweise moderate Lohnentwicklung, die Deutschland in den 2000er-Jahren einen Preisvorteil innerhalb der EWU verschafft und ein ho-

hes Exportwachstum zur Folge hatte. Die stagnierenden Löhne bedeuteten eine geringe Kaufkraft und Inlandsnachfrage, was auch den Anstieg der Importe bremste. Für diese Lohnentwicklung seien im Übrigen nicht nur die Tarifvertragsparteien verantwortlich, sondern auch die Politik. So sei die Lohnmoderation auch eine Folge der Arbeitsmarktreformen der Agenda 2010. Der stagnierende private Konsum erkläre sich des Weiteren durch die Erhöhung der Umsatzsteuer von 16 auf 19 % im Jahr 2007 sowie den bisherigen Verzicht auf einen allgemeinen gesetzlichen Mindestlohn. Die Politik zeichne schließlich auch für die schwache Staatsnachfrage in Deutschland verantwortlich.

Kritiker dieser Denkrichtung argumentieren, bei einer Betrachtung nicht nur des letzten Jahrzehnts in Deutschland, sondern der Zeit ab 1990 ergebe sich ein ganz anderes Bild. Die deutsche Vereinigung habe in den 1990er-Jahren einen ökonomischen Schock ausgelöst. In den neuen Bundesländern sei die Arbeitslosigkeit erheblich gestiegen, verursacht durch die Währungsumstellung zu einem fragwürdigen Kurs, die schnelle Übernahme des westdeutschen Sozialsystems sowie eine zu hohe Lohnsteigerung. Zusammen mit schon vorher bestehenden Fehlanreizen im Sozialsystem habe dies in Gesamtdeutschland zu einem niedrigen Wirtschaftswachstum und einer hohen Sockelarbeitslosigkeit geführt, die selbst in konjunkturell einigermaßen guten Jahren nicht abgebaut wurde, sondern immer weiter anwuchs. Die Anfang der 2000er-Jahre eingeleitete Lohnmoderation und die Agenda 2010 hätten die Fehlentwicklungen und die Überbewertung der D-Mark beim Start der Währungsunion korrigiert und einen Wirtschaftsaufschwung ermöglicht. Als Ursache der hohen deutschen Leistungsbilanzüberschüsse wird aber gleichwohl auch von Vertretern dieser Argumentation die schwache Inlandsnachfrage anerkannt. In der Tat sind seit ca. 2000 die Investitionen (Staat und Unternehmen) in Relation zum BIP deutlich gesunken, bis zum Beginn der globalen Finanzkrise gilt dies auch für den Konsum. Dies hat die Importnachfrage gedämpft.

In **Japan** war der Leistungsbilanzüberschuss vor dem Jahr 2008 primär eine Folge hoher Erträge aus den umfangreichen Direkt- und Portfolioinvestitionen im Ausland (Überschuss in der Einkommensbilanz). Außerdem verzeichnete Japan aufgrund einer Lohndeflation den geringsten Anstieg der Lohnstückkosten innerhalb der OECD, und der Yen wertete ab 2004 real deutlich ab. Dies führte zu einem Überschuss auch in der Handelsbilanz, wenn dieser auch kleiner als in China und Deutschland war.

Überschussländer der besonderen Art sind die **Ölexportländer**. Wie dargelegt gehört Saudi Arabien zu den größten Überschussländern. Andere Ölexporteure haben zwar absolut kleinere, in Relation zum BIP aber gewaltige Leistungsbilanzüberschüsse (Brunei 47 %, Libyen 39 %, Kuwait 37 %, Saudi Arabien immerhin auch sehr hohe 24 %, jeweils Durchschnitt 2004–2008). Der globale Wirtschaftsboom bis 2008 bescherte den Ölexporturen eine Zunahme des Förder- und Exportvolumens sowie einen starken Anstieg des Ölpreises (von 18 USD / Barrel 1999 auf 97 USD 2008). Da diese Länder einen sehr kleinen Binnenmarkt haben, konnten sie den erheblichen Einkommensanstieg nicht absorbieren, sodass Leistungsbilanzüberschüsse und Kapitalexporte zwangsläufig waren.

Somit bleibt festzuhalten, dass die Leistungsbilanzüberschüsse auf jeweils unterschiedliche Faktoren zurückzuführen sind. Eine Gemeinsamkeit haben die Überschussländer allerdings: der Problemdruck ist dort weitaus geringer als in den Defizitländern. Defizitländer sind von Solvenz- und Liquiditätskrisen bedroht. Derartige existenzielle Sorgen müssen sich Überschussländer nicht machen. Gleichwohl sollten sie das Thema aus zwei Gründen nicht auf die leichte Schulter nehmen. Erstens sitzt ein Überschussland beim *Default* eines Schuldners in einem Defizitland natürlich mit im Boot. Zweitens können Überschüsse wie dargelegt mit Fehlentwicklungen in der eigenen Volkswirtschaft einhergehen, die das Überschussland im eigenen Interesse korrigieren sollte.

Hintergründe der Ungleichgewichte in Defizitländern

Zur Bewertung des Leistungsbilanzdefizites der **USA** muss zunächst deren besondere weltwirtschaftliche Rolle beachtet werden. Der Dollar ist die wichtigste internationale Handels- und Reservewährung. Er hat sich hierfür u.a. dadurch qualifiziert, dass er in ausreichender Menge verfügbar ist. So waren die schon seit Jahrzehnten bestehenden US-Leistungsbilanzdefizite aus Sicht der übrigen Welt über lange Zeit nicht nur hinnehmbar, sondern sogar ausdrücklich erwünscht, weil nur so genügend Dollar in den internationalen Umlauf kamen, um den enormen Anstieg des Welthandels abwickeln zu können.

Ende der 1990er- / Anfang der 2000er-Jahre änderte sich dies. Die bis dahin recht hohe Konjunkturpolitik brach ab. Das US-Leistungsbilanzdefizit stieg erheblich an, von 140 Mrd. USD 1997 (1,6 % / BIP) auf 800 Mrd. USD 2006 (5,8 % / BIP). Gleichzeitig drehte sich der Saldo im Staatshaushalt: aus einem Überschuss im Zeitraum 1998–2000 wurde ein bis auf 1.860 Mrd. USD 2009 rasant steigendes Defizit (13 % / BIP). Als Reaktion auf die schwache Konjunktur ging die Fed Anfang der 2000er-Jahre zu einer lang anhaltenden geldpolitischen Expansion über. Dies sowie der dargestellte steigende Kapitalzufluss aus Schwellenländern bewirkten in den USA eine massive Zinssenkung (siehe Grafik 4). Die Kombination aus niedrigen Zinsen und einer Liquiditätsausweitung kam einerseits dem Staat bei der Finanzierung seines Budgetdefizites zugute. Andererseits heizte dies auch den privaten Konsum an. Besonders augenfällig war der Immobilienboom: das (unkritische) Vertrauen in fortgesetzt steigende Immobilienpreise und in dauerhaft niedrige Zinsen sowie erhebliche Schwächen der Finanzmarktaufsicht verbunden mit fragwürdigen Finanzierungsmechanismen der Banken (Subprime, Pervertierung des Verbriefungskonzeptes) fachte die Immobiliennachfrage an und führte zu einer Preisblase. Als die Fed zur Abwehr von Inflationsgefahren die geldpolitischen Zügel anzog und die Zinsen stiegen, schlug die Stimmung um. Das Platzen der Immobilienblase 2007 löste die globale Finanzkrise aus. Die massiven

Kapitalzuflüsse, die das Spiegelbild der US-Leistungsbilanzdefizite sind, haben maßgeblich zu diesen Entwicklungen beigetragen, zumal die (ohnehin geringe) US-interne Ersparnis noch weiter zurückgegangen war.

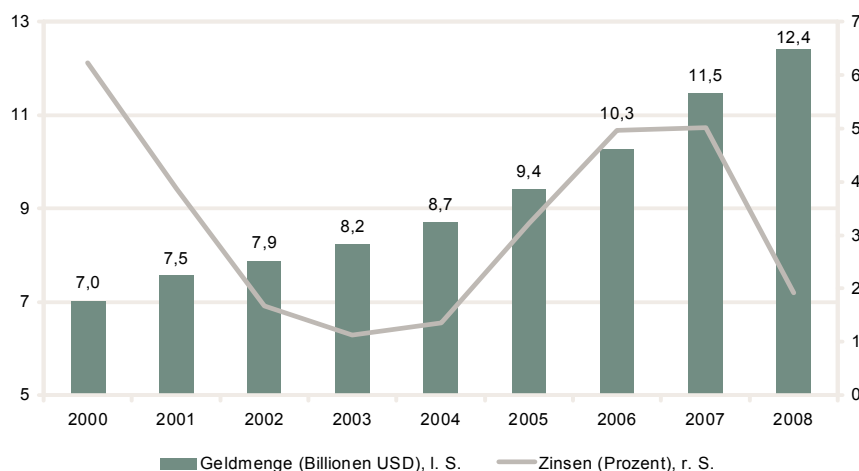
Bemerkenswert ist, dass die USA auch in den Jahren nach 2007 ein Leistungsbilanzdefizit von rund 450 Mrd. USD pro Jahr haben. Obwohl die globale Finanzkrise in den USA ihren Ursprung nahm und die dortigen Fehlentwicklungen in das allgemeine Bewusstsein gedrungen sind, ist die übrige Welt weiterhin zu derart hohen Finanztransfers in die USA bereit. Trotz aller Bauchschmerzen werden die USA offensichtlich weiterhin als sicherer Hafen für Finanzanlagen betrachtet, hohe Dollerquoten in den Portfolien der Anleger garantieren Liquidität.

In den **EWU-Peripherieländern** Griechenland, Irland, Portugal und Spanien haben die zunehmenden Leistungsbilanzdefizite in den Jahren vor der Krise unterschiedliche Hintergründe. Ein exzessiver privater Konsum ist in allen vier Ländern festzustellen, ermöglicht durch ein starkes Wachstum der Löhne, die deutlich schneller stiegen als die Produktivität, was die internationale Wettbewerbsfähigkeit schmälerte. In Irland und Spanien bildete sich auch eine Immobilienblase. In Griechenland und Portugal kam eine hohe Staatsverschuldung hinzu. Natürlich gilt auch für die EWU-Peripherieländer die Feststellung, dass

diese Faktoren nur zum Tragen kommen konnten, weil andere Länder bereit waren, die steigenden Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren. Verschiedene Aspekte spielten hier zusammen. Zunächst dürfte die Möglichkeit nationaler Zahlungsbilanzkrisen für den Fall einer Währungsunion weit gehend ausgeschlossen worden sein, bzw. Investoren ließen sich von der völlig ungefährlichen Lage der Gesamt-EWU-Leistungsbilanz blenden. Des Weiteren hatten Banken weltweit ein zu geringes Risikobewusstsein und gewährten auch Schuldner mit geringer Bonität sehr günstige Kredite. Verführt wurden sie dabei durch Ratingagenturen und die EWU-Instanzen. Ratingagenturen hielten auch für Länder mit offenkundigen Fehlentwicklungen an guten Bewertungen fest. Die EWU-Instanzen machten keine Anstalten, die im Stabilitäts- und Wachstumspakt z. B. bei übermäßiger Staatsverschuldung vorgesehenen Sanktionen anzuwenden. Dies ließ Investoren annehmen, ein klammes Schuldnerland werde im Fall des Falles von anderen Euroländern Hilfe erhalten.

Von den betrachteten 66 ärmeren **Entwicklungsländern** (*Low income and lower middle income Countries*) hatten 52 im Referenzjahr 2008 ein Leistungsbilanzdefizit, das in der Hälfte dieser Länder sogar sehr hoch war (>10 % / BIP). Ärmere Entwicklungsländer hängen in besonderem Maße von volatilen Nahrungsmittel- und Rohstoffpreisen sowie

Grafik 4: USA: Geldmenge^{a)} und Zinsen^{b)}



^{a)} Geldmenge in der Abgrenzung M 2 (Bargeld, Sichteinlagen, Termineinlagen bis zwei Jahre).
^{b)} Federal Funds Effective Rate.

Quelle: Weltbank, Fed.

vom Wetter (Landwirtschaft) ab, vielerorts ist die Sparquote niedrig und der Finanzsektor kaum entwickelt, limitierte Staatsbudgets und schlechte wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen hemmen die Entwicklung. Leistungsbilanzdefizite resultieren insofern bei diesen Ländern mehr als in anderen Ländergruppen aus dem hohen Einfluss externer, nicht beeinflussbarer Faktoren. Ebenso spielt vielerorts ein übermäßiger Staatskonsum eine Rolle. Schließlich signalisieren die Defizite aber auch das Bemühen kapitalarmer Länder, die wirtschaftliche Entwicklung durch Nettokapitalimporte zu beschleunigen. Auf diesen Aspekt wird im folgenden Abschnitt näher eingegangen.

Ein Leistungsbilanzgleichgewicht kann durchaus gut sein

Dass hohe Defizite mit Krisen assoziiert werden, zeigen nicht nur die Europäerländer, sondern auch viele ärmere Entwicklungsländer, die in den 1970er- bis 1990er-Jahren eine massive Schuldenkrise erlebt hatten und nur durch einen weit reichenden Schuldenerlass wieder eine Entwicklungsperspektive erlangten. Allerdings ist ein Leistungsbilanzdefizit keineswegs automatisch ein Vorbote einer Krise, sondern es kann durchaus entwicklungsfördernd sein. In Entwicklungsländern ist Kapital ein besonders knapper Produktionsfaktor, so dass dort die Kapitalrendite potenziell hoch ist.

Die tatsächlichen Gegebenheiten in Entwicklungsländern verdienen in dieser Hinsicht aber kaum gute Noten. Der Kapitalimport muss einen Wachstumsschub auslösen, der die inländische Produktion auf ein anhaltend höheres Niveau hebt. Dann kann der Schuldendienst in den Folgejahren ohne Wohlfahrtsverlust geleistet werden, und das Land kann sogar längerfristig mit einem Leistungsbilanzdefizit leben, da die Gläubiger angesichts der hohen Wachstumsdynamik bereit sind, dem Land weitere Kredite zu geben. Die von der genannten Schuldenkrise geplagten ärmeren Länder hatten genau an dieser Stelle ein massives Problem: ihr Wachstum war zu schwach, und die Gläubiger hatten kein Vertrauen, dass sich dies ändern werde.

Wie dargelegt wird der Kapitalimport in

Entwicklungsländern vielfach nicht investiv verwendet, sondern dient dem privaten und staatlichen Konsum. Soweit dem Land ausländische Direktinvestitionen zufließen, muss genau hingeschaut werden. Nicht jede Direktinvestition erhöht die aggregierten Investitionen. Wenn es sich lediglich um Übernahmen handelt (*Mergers and Acquisitions*), werden die Einnahmen der Alteigentümer möglicherweise nicht investiert, sondern konsumiert. Erst recht gilt dies für Portfolioinvestitionen. *Greenfield Investments* sind demgegenüber sicherlich investitionssteigernd. Die Wachstumswirkung von Direktinvestitionen hängt u. a. von den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen ab. Diese haben sich zwar in ärmeren Entwicklungsländern verbessert, die Reformagenda ist aber noch lang. Schließlich ist zu berücksichtigen, dass der Schuldendienst in konvertibler Währung erfolgen muss. Da Entwicklungsländerwährungen tendenziell abwerten, steigt diese Belastung, und der Wachstumsbeitrag der Investition muss umso höher sein, um dies tragen zu können. Zusammenfassend gibt es also keine allgemeingültige Grenze zwischen „guten“ und „problematischen“ Leistungsbilanzdefiziten. Allerdings steigt das Risiko, je größer das Defizit und je schwächer das Wirtschaftswachstum ist.

Immerhin entspricht bei den meisten ärmeren Entwicklungsländern die Fließrichtung den Erwartungen: Kapital fließt aus kapitalreichen Industriestaaten in die Entwicklungsländer („downhill“). Es gibt jedoch wie dargestellt auch die umgekehrte Fließrichtung („uphill flows“). Zu den Kapital exportierenden Ländern gehören China und Ölexporture, in den Jahren vor der globalen Finanzkrise aber z. B. auch Brasilien, Thailand und Malaysia. Die vielbenutzte Vokabel „aufstrebende Schwellenländer“ sollte nicht darüber hinweg täuschen, dass China und andere Schwellenländer noch einen erheblichen Entwicklungsabstand zu den Industriestaaten haben. So ist etwa China zwar inzwischen zur zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt aufgestiegen, sein Pro-Kopf-Einkommen beträgt gleichwohl nur 5.680 USD (2012), verglichen mit 50.120 USD in den USA. Der weitere Ausbau des heimischen Kapitalstocks ist also auch für Schwellenländer unverändert wichtig.⁹

Kapitalexporte aus Schwellen- und Industrieländern werden z. T. auch mit dem Demografieargument gerechtfertigt. Richtig ist, dass Deutschland, Japan und auch China bereits auf dem Weg in eine alternde Gesellschaft sind. Diese Länder sehen sich mittel- und langfristig mit einem Rückgang des Potenzialwachstums und des Pro-Kopf-Wachstums konfrontiert, da die Erwerbsbevölkerung schrumpft. Ob allerdings die richtige Antwort hierauf lautet, zur Finanzierung zukünftiger Renten im Ausland einen Kapitalstock aufzubauen, sollte genau überlegt werden. Eventuell wären eine Erhöhung der Erwerbsquote, Investitionen in Bildung sowie Maßnahmen zur Beschleunigung des technischen Fortschritts, aber auch Zuwanderung probatere Alternativen.

Die Korrektur von Ungleichgewichten sollte nicht nur den Marktkräften überlassen werden

Schon die erläuterten Ursachen von Überschüssen und Defiziten machen klar, dass Ungleichgewichte kein unabwendbares Schicksal sind und der Marktmechanismus durchaus eine Korrektur herbeiführen kann, vor allem über Veränderungen des Wechselkurses, der Inflationsraten und der Zinsen. Beim freien Spiel der Kräfte führt ein Leistungsbilanzüberschuss zu einer Währungsaufwertung, die auf Exportsenkung und Importbelebung hinwirkt und den Überschuss abbaut, analog umgekehrt im Defizitland. Hinzu kommt, dass Kapitalanleger des Überschusseslandes die Lage im Defizitland bei einem hohen Defizit zunehmend kritischer beurteilen und entsprechend immer weniger zur Finanzierung des Defizits bereit sind oder nur zu höheren Zinsen. Führt eine Überhitzung des Konsums zu Engpässen und Inflation, verschieben sich schließlich auch die relativen Preise, mit Rückwirkungen auf Angebot und Nachfrage.

Dieses theoretische Idealbild hat jedoch wie gezeigt im Vorfeld der jüngsten Krisen nicht der Realität entsprochen. China hat lange Zeit durch seine Wechselkursmanipulation den Marktmechanismus entscheidend ausgehebelt, Zinsen und Kapitalmärkte wurden hoch reguliert. Durch die globale Dominanz des US-Dollars gab und gibt es auf dem Markt für internationale Finanzanlagen

zu wenig Wettbewerb. Die vielfach bestehenden Twin-Defizite bedeuten, dass sich ein wichtiger Marktakteur – der Staat – in seinen Wirtschaftsaktivitäten zu wenig von Marktsignalen leiten ließ, sondern darauf vertraute, dass seine Bonität unangefochten Bestand haben wird. In der EWU kommt entscheidend hinzu, dass aus der Perspektive eines einzelnen Mitgliedslandes der Wechselkurs als Korrekturmechanismus entfällt. Dies ließ eine Wachstumsillusion entstehen. Die Eurokrisenländer haben schmerzlich erfahren, dass das Platzen dieser Blase zu abrupten Korrekturen führt, die nicht nur diejenigen bestrafen, die sich „falsch“ verhalten haben (Staat, Immobiliensektor, überhöhte Löhne), sondern die auch gesunde Unternehmen und Banken wie auch andere EWU-Mitgliedsländer in Mitleidenschaft ziehen. Andere Länder mit eigener Währung erleben überschießende Reaktionen, panikartige Wechselkursänderungen, die fundamental nicht gerechtfertigt sind. Derartige Anpassungen sind nicht nur korrigierend, sondern auch zerstörerisch, sie kommen zu spät und führen zu hohen volkswirtschaftlichen Kosten. Das Jahr 2009 zeigt dies mit bedrückender Deutlichkeit: die globalen Ungleichgewichte gingen zwar erheblich zurück (siehe Grafik 1), die Welt stürzte jedoch in die stärkste Rezession seit der Weltwirtschaftskrise der 1920er-Jahre.

Der seit 2009 zu beobachtende Wiederanstieg der globalen Ungleichgewichte (siehe Grafik 1) könnte zu der Schlussfolgerung verleiten, die Korrektur sei offenbar nur von kurzer Dauer gewesen und die früheren Probleme lebten wieder auf. Dies trifft jedoch nicht zu bzw. man muss genauer hinschauen. Die Detailanalyse verdeutlicht den Einfluss sowohl konjunkturzyklischer Faktoren als auch struktureller Reformen. Das Leistungsbilanzdefizit der USA ist deutlich niedriger als vor 2009, die EWU-Krisenländer sind im Zuge tief greifender Reformen auf dem Weg zu ausgeglichenen Leistungsbilanzen, Japans Überschuss sinkt durch hohe Energierohstoffimporte nach dem Abschalten der Atomkraftwerke. China hat seine Währung sukzessive aufwerten lassen, der Anstieg der Währungsreserven hat sich stark verlangsamt und der Leistungsbilanzüberschuss geht zurück. Dass die globalen Ungleichgewichte

trotzdem wieder gestiegen sind, liegt insbesondere an zunehmenden Defiziten einiger Schwellenländer (Indien, Indonesien, Südafrika etc.) sowie an anhaltend hohen oder sogar steigenden Überschüssen in Deutschland und anderen Industrieländern.

So lautet das Fazit, dass die erlebten Krisen der letzten Zeit bei einem Wirken der Marktkräfte einerseits zweifellos kleiner gewesen wären, dies aber andererseits alleine nicht ausreicht, sondern es auch wirtschaftspolitischer Korrekturen bedarf, um Ungleichgewichte abzubauen bzw. präventiv zu begrenzen.

Wirtschaftspolitische Korrektur von Ungleichgewichten

In den **Überschussländern** kann eine Stärkung der Binnennachfrage über eine induzierte Importbelegung zu einer ausgeglicheneren Leistungsbilanz führen. Die Wirtschaftspolitik kann dies befördern, indem sie etwa die Einkommensverteilung durch Steuer- und Sozialpolitik zu Gunsten der Lohneinkommen verändert. Weiterhin würde eine Förderung des Dienstleistungssektors den Übergang von der Produktion handelbarer zu nicht-handelbaren Gütern erleichtern (Instrumente Gründung und Besteuerung von Dienstleistungsunternehmen). Besonderes Fingerspitzengefühl erfordert das Thema Fiskalpolitik. Auch in etlichen Leistungsbilanzüberschussländern ist Haushaltskonsolidierung ein Ziel. Allerdings dämpft dies kurzfristig die Gesamtnachfrage. Deshalb mahnt z. B. der IWF, der hier früher ein Hardliner war, Länder, die es sich leisten können (z. B. Deutschland) zu einer Konsolidierung mit Augenmaß. Zu den wirtschaftspolitischen Korrekturen gehört im Fall Chinas auch die Abkehr von der interventionistischen Wechselkurspolitik, die wie erwähnt bereits im Gang ist.

Eine besonders heftige Debatte wird über den Leistungsbilanzüberschuss **Deutschlands** geführt. Zum Abbau des deutschen Überschusses auf eine Dämpfung der Exporte hinzuwirken wäre fragwürdig. Die hohen deutschen Exporte sind ein Zeichen von Wettbewerbsfähigkeit und Produktivität. Stattdessen muss in Deutschland der bedenkliche Trend rückläufiger Investitionen umgekehrt werden, und dies nicht nur aus

dem Blickwinkel der Leistungsbilanz. Die Erhöhung der staatlichen Investitionen ist vordringlich, damit der öffentliche Kapitalstock nicht weiter verfällt. Durch eine Verbesserung der Rahmenbedingungen könnte und sollte der Staat auch die Unternehmensinvestitionen unterstützen (Standortattraktivität). Schließlich dürften die gewissen Lohnsteigerungen der letzten Zeit zusammen mit der Schaffung vieler neuer Arbeitsplätze den privaten Konsum in Deutschland beleben. All dies würde auch die Importnachfrage erhöhen. Ohnehin schrumpft der relative Kostenvorteil Deutschlands innerhalb der Eurozone aufgrund der kostensenkenden drastischen Strukturreformen und fallenden Löhne in den EWU-Krisenländern.

In **Überschuss- wie Defizitländern** sind Finanzmarktreformen vordringlich. Zu erreichen sind eine Stärkung von Aufsicht, Regulierung und Einlagensicherung sowie klare Regeln zur Sanierung oder Abwicklung von Banken (zur Vermeidung von *Moral Hazard*). Diese Themen werden zwar primär im Zusammenhang mit der Schuldenkrise im Euroraum diskutiert, sie haben aber auch einen Bezug zu den globalen Ungleichgewichten. Verstärkte wirtschaftspolitische Beachtung verdienen in beiden Ländergruppen auch die Portfolioinvestitionen. Sie sind volatil und oftmals sehr „stimmungsanfällig“, und sie können ein erhebliches Volumen annehmen.¹⁰

Defizitländer haben vielfach Twin-Defizite, entsprechend ist dort Haushaltskonsolidierung ein zentraler Punkt. Zur Stärkung der Exportsektoren und der internationalen Wettbewerbsfähigkeit kann der Staat entscheidende Beiträge leisten. Zu nennen sind hier die Abkehr von überbewerteten Wechselkursen, der Abbau von Handelsrestriktionen, die Verbesserung der wirtschaftlichen Infrastruktur, Bildungsinvestitionen und allgemein Fortschritte im *Governance*-Bereich. Daneben kann eine Stärkung des Finanzsektors und eine Förderung privater Ersparnis (u. a. durch mehr Geldwertstabilität) die Abhängigkeit von Kapitalimporten zur Investitionsfinanzierung mindern. In vielen Defizitländern ist auch eine zurückhaltende Lohnpolitik oder sogar Nominallohnsenkung ange-sagt. Zwar fällt dies primär in die Zu-

ständigkeit der Tarifvertragsparteien, der Staat spielt aber auch hier als großer Arbeitgeber wie auch durch die Gestaltung der Arbeitsmarktpolitik eine wichtige Rolle.

Diese Medizin ist für Defizitländer schwer verdaulich, ihre Verabreichung ist politisch heikel und auch wirtschaftlich brisant, da in der kaum vermeidbaren Anpassungsrezession u. a. die Schuldentragfähigkeit beeinträchtigt wird. Gleichwohl ist die Medizin zur Korrektur länger andauernder gravierender Fehlentwicklungen unumgänglich. Dass sie wirken kann, zeigt die jüngste Verbesserung der Wirtschaftslage in den Europe-riperieländern, die ihrer Bevölkerung in Zeiten einer massiven Wirtschaftskrise Budgetkürzungen, Entlassungen und sinkende Löhne zugemutet haben und jetzt langsam die Früchte dieser schmerzhaften Maßnahmen zu ernten beginnen.

In der **EWU** ist die wirtschaftspolitische Korrektur von Leistungsbilanzungleichgewichten wie erwähnt insofern schwierig, als die einzelnen Mitgliedsländer keine eigene Währung haben und keine autonome Geldpolitik betreiben können. Wichtige marktmäßige Korrekturmechanismen für Ungleichgewichte kommen somit in der EWU nur eingeschränkt zum

Tragen. Ferner hat die jüngste Vergangenheit die Problematik verdeutlicht, die sich aus dem Nebeneinander einer einheitlichen Geldpolitik und der Nichtvergemeinschaftung anderer Politikfelder, insbesondere der Fiskalpolitik, ergibt. Dies hatte man zwar bei der Definition des EWU-Ordnungsrahmens durchaus gesehen, hielt jedoch die betreffenden Disziplinierungsmaßnahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes für ausreichend. Als Reaktion auf die Krise hat die EU inzwischen mit dem „Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht“ (VMU) ein neues wirtschaftspolitisches Steuerungselement eingeführt. Einer von zehn Indikatoren ist der Leistungsbilanzsaldo: als Warnsignal gilt ein Überschreiten des Intervalls $-4\% / +6\%$ (in Relation zum BIP als gleitender Dreijahresdurchschnitt). Jenseits dieser Werte prüft und bewertet die EU-Kommission die Situation. Wenn die Kommission und der Ecofin-Rat ein „übermäßiges Ungleichgewicht“ feststellen und der Mitgliedsstaat keinen überzeugenden Korrekturmaßnahmenplan vorlegt, kann eine finanzielle Sanktion verfügt werden. Wie dieses Instrument angewandt wird, bleibt abzuwarten. Im November 2013 hat die EU-Kommission eine Analyse des deutschen Leistungsbilanzüberschusses angekündigt. Dies sollte jedoch nicht in ei-

ne Sanktion münden, hat doch die EU-Kommission 2011 bei der Einführung des VMU erklärt, anders als bei einem Defizit sei im Fall eines übermäßigen Überschusses eine Sanktion ausgeschlossen, weil dies kein Anlass zur Besorgnis um das reibungslose Funktionieren der EWU sei.

Fazit

Ein Land, das seine wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen verbessert und damit Exporterfolge einfährt, gehört nicht an den Pranger gestellt. Es sei denn, die betreffenden Instrumente werden gezielt auf Kosten anderer Länder eingesetzt. Ebenso können Leistungsbilanzdefizite und Verschuldung im Ausland unbedenklich, ja sogar sinnvoll sein, wenn und soweit sie wachstumswirksam genutzt werden. Allerdings haben die Erfahrungen der letzten Jahre schmerzlich gezeigt, dass diese Bedingungen vielfach nicht erfüllt waren. So lautet die Schlussfolgerung, außenwirtschaftliche Ungleichgewichte nicht per se zu verteuern, sondern wachstumsförderlicher zu sein und diese frühzeitig zu korrigieren, um auch zukünftig aus grenzüberschreitenden Handels- und Finanzströmen größtmöglichen Nutzen für alle Beteiligten zu ziehen. ■

¹ Die Leistungsbilanz besteht aus der Handelsbilanz (Warenaustausch), der Dienstleistungsbilanz (Dienst- und Faktorleistungen), der Einkommensbilanz (z. B. Zinsen) und der Übertragungsbilanz (unentgeltliche Leistungen).

² Die genannten Zahlen basieren auf IWF-Statistiken. Da praktisch alle Länder der Welt IWF-Mitglieder sind, müsste die globale Leistungsbilanz eigentlich einen Saldo von Null aufweisen. Die faktische Divergenz zwischen Überschüssen und Defiziten wirft somit Zweifel an der Datenkorrektheit auf. Der IWF führt dieses Phänomen vor allem auf folgende Faktoren zurück: (i) Unzulänglichkeit der statistischen Erfassungssysteme, insbesondere in Entwicklungsländern; (ii) unterschiedliche Bewertung im Export- und Importland (Wechselkurse u. a.); (iii) aufgrund langer Transportwege wird ein Warenstrom vom Exportland in diesem, vom Importland aber erst im nächsten Jahr erfasst; (iv) Einkommenstransfers werden z. T. bewusst falsch gemeldet (z. B. zur Steuervermeidung im Falle von Steueroasen).

³ Als ärmere Entwicklungsländer werden bei dieser speziellen Fragestellung die von der Weltbank gebildeten Ländergruppen *Low Income Countries* und *Lower Middle Income Countries* verstanden, also Länder mit einem Pro-Kopf-Einkommen bis 4.085 USD. Zwischen diesen Ländern und den Industriestaaten (*High Income Economies*) stehen die *Upper Middle Income Countries*, zu denen Schwellenländer wie China, Indien, Brasilien etc. gehören, deren Situation sich beim Thema Leistungsbilanzungleichgewichte anders darstellt als für die ärmeren Entwicklungsländer.

⁴ Die russische Leistungsbilanz dieser Zeit war offiziell weitgehend ausgeglichen. Allerdings war die russische Zahlungsbilanzstatistik wegen massiver Kapitalflucht kaum aussagefähig.

⁵ Es ist hier kein Raum, die vielfältigen Ursachen der Asienkrise darzulegen. So muss der Hinweis genügen, dass der Absturz der Währungen durch eine Vielzahl von Fehlentwicklungen ausgelöst wurde, wozu auch eine fragwürdige Wechselkurspolitik gehört. Durch Devisenmarktinterventionen wurde in den Monaten vor Ausbruch der Krise der Wechselkurs gegenüber dem USD stabilisiert, was eine tendenziell zunehmende Überbewertung der jeweiligen Währungen bewirkte. Somit war eine Abwertung zwar unumgänglich, immerhin hätte aber ein größerer Puffer an Währungsreserven eine gewisse Abfederung und zeitliche Streckung dieser Anpassung ermöglicht.

⁶ China hat diese Wechselkursstrategie verfolgt, obwohl es gar kein Asien-Krisenland war. Aber die chinesische Führung hatte sehr genau beobachtet, welche Folgen es haben kann, wenn man durch geringe Währungsreserven verletzlich ist. Außerdem war der Aufbau hoher Währungsreserven für China ein Mittel, um seinen Anspruch zu untermauern, ein *Global Player* zu sein.

⁷ Die Organisation *Global Trade Alert*, ein unabhängiger Beobachtungsdienst für Handelspolitik, führt China als Land mit starken Handelsbeschränkungen. Allerdings ist China nicht nur „Täter“, sondern gleichzeitig auch „Opfer“ von Protektionismus anderer Länder.

⁸ Bisher können sich nur wenige Chinesen vor elementaren Lebensrisiken wie Krankheit, Alter und Arbeitslosigkeit über eine Versicherung schützen, sondern sie sind gezwungen, gegen diese Risiken durch Konsumverzicht / Ersparnisbildung vorzusorgen.

⁹ Die üblicherweise erwartete Fließrichtung des Kapitals gründet sich allerdings nicht nur auf der Einteilung der Welt in „reiche“ und „arme“ Länder, sondern auch auf die Annahme, dass die Kapitalproduktivität in den armen Ländern höher ist. Dies ist aber nicht automatisch der Fall. Trotz eines niedrigen Kapitalstocks kann die Kapitalpro-

duktivität eines armen Landes gering sein, z. B. aufgrund einer schlechten Wirtschaftspolitik. Das Land hat es dann selber in der Hand, durch Verbesserung der Rahmenbedingungen für die „richtige“ Fließrichtung zu sorgen.

¹⁰ KfW Economic Research wird sich demnächst in einem gesonderten Papier mit diesem Thema befassen.