

Umweg nach Deutschland

Presseartikel von Hans-Werner Sinn, Wirtschaftswoche, 03.02.2014, Nr. 6, S. 38

DENKFABRIK | Woher stammen unsere Leistungsbilanzüberschüsse und welche Rolle spielen dabei die Rettungsmilliarden an südeuropäische Krisenstaaten? Die Ökonomen Hans-Werner Sinn (ifo) und Marcel Fratzscher (DIW) haben darüber in der WirtschaftsWoche einen Disput geführt. Hier die abschließende Analyse. Von Hans-Werner Sinn.

Der Befund ist eindeutig: Die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse haben sich von den Ländern der Euro-Zone auf Drittländer verlagert. Was ist der Grund? Für mich liegt er darin, dass die Euro-Rettungsgelder aus der Druckerpresse der EZB und aus den Fonds zunehmend nicht mehr allein der Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite der Südländer dienten, sondern diesen Ländern die Schuldentilgung gegenüber Drittländern ermöglichten, deren Anleger aus den Krisenländern zurück in die Heimat flohen. Die geretteten Gläubiger boten die Euro, die sie so erhielten, auf dem Devisenmarkt an und verliehen ihr Kapital anderweitig. Das senkte den Euro-Kurs immerhin um etwa 13 Prozent von 2008 bis 2012. Die billigen Euro wurden sodann von den Käufern deutscher Waren aufgenommen und nach Deutschland überwiesen, was den deutschen Exportboom gegenüber den Drittländern erklärt.

TRÄGE WIE EIN DAMPFER

Marcel Fratzscher, der Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung, bestreitet einen solchen Zusammenhang. Er weist darauf hin, dass es 2013 wieder einen privaten Kapitalfluss in die Krisenländer gab, dass also in diesem Jahr gar keine Schulden mehr zurückgezahlt wurden.

Doch das ist kein überzeugendes Gegenargument, denn Leistungsbilanzsalden sind träge wie ein Ozeandampfer. Sie vergrößern sich zwar nach einer Abwertung, wie sie der Euro während der Krise erlebte, aber sie tun dies nur zögerlich. Kurzfristig reagieren sie sogar anomal, weil eine Abwertung zunächst die Importe verteuert, ohne dass Export- und Importmengen reagieren. Erst mit zeitlicher Verzögerung kommt es zu steigenden Export- und fallenden Importmengen. Es können ein paar Jahre vergehen, bis die Mengeneffekte die Verteuerung der Importe überkompensieren und die Leistungsbilanz sich aufgrund einer Abwertung verbessert. Es ist, als ob der Dampfer erst ein Stück zurücksetzt, wenn der Kapitän den Vorwärtsgang einlegt. Aus diesem Grunde spüren wir erst jetzt den vollen Effekt der Euro-Abwertung während der Krise, die Deutschland außerhalb der Euro-Zone eher mehr neue Kunden brachte, als innerhalb der Euro-Zone verloren gingen.

Hätte es die Kapitalflucht in Drittländer nicht gegeben, doch genauso viele Rettungskredite, dann hätte der Euro nicht abgewertet, und ein größerer Teil der Rettungskredite wäre zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite der südlichen Euro-Länder verwendbar gewesen. Die Verlagerung des deutschen Exportüberschusses in Drittländer hätte dann so nicht stattgefunden.

Das von Fratzscher zitierte Ende der Kapitalflucht aus Südeuropa ist maßgeblich auf die kostenlose Versicherung beim Kauf von Staatspapieren durch das OMT-Programm der EZB und den Versicherungsschutz der Bankenunion, konkret den möglichen Einsatz von ESM-Mitteln für die Bankenrekapitalisierung, zurückzuführen. Der Versicherungsschutz hat 2013 wieder zu einer Aufwertung des Euro von gut drei Prozent geführt. Aber das konnte sich wegen der Trägheit der Leistungsbilanz und ihrer kurzfristig anomalen Reaktion noch nicht in einer Verringerung des deutschen Leistungsbilanzsaldo mit Drittländern zeigen. Es könnte sich in den kommenden Jahren aber zeigen, wenn die Schutzprogramme aufrechterhalten werden.

KOSTENLOSER SCHUTZ

Eine Anmerkung noch zu den Target-Salden. Dass sie, wie Marcel Fratzscher betont, seit dem Herbst 2012 zurückgingen, lag zum einen am kostenlosen Versicherungsschutz. Wenn das private Kapital in die Krisenländer zurückkommt, wird mehr Geld dorthin überwiesen, was die Target-Salden sinken lässt und es den dortigen Notenbanken ermöglicht, den Geldverleih aus der Druckerpresse entsprechend zurückzunehmen. Zum anderen liegt es an öffentlichen Rettungsaktionen wie dem Kauf von Wertpapieren durch die Notenbanken anderer Staaten (SMP-Programm) oder der Vergabe von fiskalischen Krediten (EFSF, ESM usw.) durch andere Länder. Jeder Euro, den der Europäische Stabilitätsschirm ESM in ein Krisenland überweist, reduziert den dortigen Target-Saldo um einen Euro. In der Tat ist die Auszahlung der fiskalischen Rettungskredite in manchen Ländern der Hauptgrund für den Rückgang der Target-Salden. Wegen der Substituierbarkeit zwischen Target-Krediten und fiskalischen Krediten habe ich bei meiner Argumentation zu den Leistungsbilanzsalden stets von den öffentlichen Krediten insgesamt und nicht etwa nur von den Target-Krediten geredet. Die öffentlichen Kredite an die Krisenländer lagen bei weit über 1000 Milliarden Euro. Sie erklären die Persistenz des deutschen Exportüberschusses trotz Ausbruch der Finanzkrise und speziell auch die Verlagerung dieser Überschüsse in Drittländer.

Dass wir so tolle Waren haben und zufällig in Asien und Amerika so viel zusätzliche Dynamik entstand, dass das Wegbrechen

Südeuropas kompensiert wurde, wie Fratzscher meint, mag für die unmittelbare Akzeptanz bei Laien die gefälligere Argumentation sein. Die Erklärung ist aber ein wenig billig - zumal es für die zusätzliche Dynamik keine Anhaltspunkte gibt.

Hans-Werner Sinn ist Präsident des ifo Instituts und Ordinarius an der Ludwig-Maximilians-Universität in München.