Leistungsbilanz ist keine Zielgrösse

Leistungsbilanzsalden sind zwar wichtige Indikatoren, doch sie steuern zu wollen – etwa in der EU –, wäre ineffizient. Am Ursprung von Fehlentwicklungen standen ein Mangel an wirtschaftspolitischer Glaubwürdigkeit und ein Versagen der Finanzmärkte. **DIRK NIEPELT**

Vor dem Hintergrund der Staatsschuldenkrise haben die Länder der Europäischen Union nicht nur den Stabilitäts- und Wachstumspakt reformiert, sondern ihn auch um ein gesamtwirtschaftliches Überwachungsverfahren ergänzt. Ziel dieses Verfahrens ist es, wirtschaftliche Ungleichgewichte frühzeitig zu erkennen, um Massnahmen zu ihrem Abbau ergreifen zu können. Besonderes Augenmerk soll dabei auf Leistungsbilanzdefizite und -überschüsse gelegt werden. Dies wird mit dem Argument begründet, dass es ohne Defizite in der Peripherie, die durch Überschüsse in anderen EU-Ländern finanziert wurden, gar nie zu Konsum- und Immobilienbooms und dem anschliessenden Kollaps gekommen wäre.

Dieser Fokus auf Leistungsbilanzsalden ist gerechtfertigt. Denn neben öffentlichen Finanzierungsdefiziten war es in der Tat auch private Auslandverschuldung (mit deutlichen länderspezifischen Unterschieden), die unmittelbar oder mittelbar zum Anstieg der Staatsschuldenquote in den Krisenländern geführt hat. Übereilt ist jedoch die Schlussfolgerung, dass Leistungsbilanzsalden mit fiskalpolitischen und ähnlichen Instrumenten beeinflusst werden sollten, sobald gewisse Grenzwerte überschritten werden. Das Risiko zukünftiger Krisen würde durch solche Massnahmen nicht nachhaltig und effizient verringert.

Positive oder negative Leistungsbilanzsalden eines Landes spiegeln sich im Auf- oder Abbau von Auslandvermögen. Wenn eine entwickelte Volkswirtschaft mit alternder Bevölkerung Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftet, so investiert sie im gleichen Ausmass Ressourcen im Ausland und nutzt dabei die Anlagemöglichkeiten auf dem internationalen Kapitalmarkt. Im Gegenzug finanziert ein Land mit relativ guten Wachstumsaussichten oder vielen jungen Arbeitskräften, das eine defizitäre Leistungsbilanz aufweist, den Aufbau des Kapitalstocks und die Glättung der Konsumausgaben über die Zeit mit ausländischen Mitteln. Sowohl Überschuss- als auch Defizitländer profitieren also grundsätzlich von der Möglichkeit, Auslandvermögen auf- oder abzubauen. Eine Begrenzung von Leistungsbilanzsalden schränkt diese Möglichkeit ein.

Am Problem packen, nicht am Symptom

Die Bewertung von Leistungsbilanzüberschüssen oder -defiziten als problematisch kann sich demnach nicht allein auf die Höhe dieser Salden stützen. Sie muss vielmehr überzeugend darlegen, dass die Überschüsse oder Defizite direkte negative Auswirkungen auf andere wirtschaftspolitisch bedeutsame Grössen haben. Ist dies nicht der Fall, können hohe Leistungsbilanzsalden zwar Ausdruck tiefer liegender Probleme sein, die sich auf Markt- oder Politikversagen in anderen Bereichen zurückführen lassen; eine sachgerechte Korrektur muss dann aber am eigentlichen Problem ansetzen und nicht an seinem Symptom.

Verursachen hohe Leistungsbilanzdefizite negative Externalitäten? Argumente, die diese Vermutung stützen, betonen unter anderem die Rolle finanzieller Instabilität aufgrund hoher Auslandverbindlichkeiten infolge ausgeprägter oder dauerhafter Leistungsbilanzdefizite. Doch das Ausmass finanzieller Instabilität hängt nicht nur von der Höhe dieser Verbindlichkeiten, sondern auch von ihrer Struktur und dem Verhältnis zu den vorhandenen Vermögenswerten ab, und diese Struktur ist weitgehend unbeeinflusst von Leistungsbilanzdefiziten. Darüber hinaus ist generell fraglich, ob die vermuteten Externalitäten tatsächlich erheblich sind und über Landesgrenzen hinweg wirken. Hier sind Zweifel angebracht, und solange sie nicht ausgeräumt sind, erscheint ein wirtschaftspolitisches Eingreifen mit dem Ziel der Steuerung von Leistungsbilanzsalden ineffizient und unverhältnismässig, besonders wenn es auf supranationaler Ebene geschieht.

Die europäische Währungspolitik hat im Grossen und Ganzen Glaubwürdigkeit bewiesen.

Hinzu kommt, dass eine solche Steuerung kontraproduktive Nebenwirkungen hätte und mit erheblichen Umsetzungsproblemen konfrontiert wäre. So würde die Zielsetzung einer Verringerung von Leistungsbilanzdefiziten nicht nur dazu einladen, protektionistische Massnahmen in Form von Zöllen auf Güterimporten oder Steuern auf Kapitalimporten zu ergreifen, sondern sie zwänge auch zu rascheren und weiter gehenden Anpassungsprozessen auf Arbeits- und Produktmärkten. Schliesslich würde die genannte Zielsetzung auch an politische Grenzen stossen, wie sie Olivier Blanchard, Chefökonom des Internationalen Währungsfonds, kürzlich für Spanien dargestellt hat. Nach Blanchards Einschätzung hätte es extrem restriktiver fiskalpolitischer Massnahmen bedurft, um das Leistungsbilanzdefizit Spaniens im Vorfeld der Krise auf ein «normales» Mass zu begrenzen. Diese Massnahmen hätten zu einer schweren Rezession geführt und waren daher politisch nicht mehrheitsfähig.

Während Leistungsbilanzsalden sich somit kaum als wirtschaftspolitische Zielgrösse eignen, sind sie wichtige Indikatoren und können besonders auf Formen des Markt- oder Politikversagens hindeuten. Klare Anzeichen für derartiges Markt- und Politikversagen lassen sich im Vorfeld der Krise im grenzüberschreitenden Finanzierungsgeschäft ausmachen. Hier trafen Finanzintermediäre, die wegen vielschichtiger Fehlanreize die gebotene Vorsicht vermissen liessen, auf ein wirtschaftspolitisches Umfeld, das der Erwartung Vorschub leistete, grenzüberschreitende Solvenzprobleme würden im Ernstfall sozialisiert.

Ein Mangel an wirtschaftspolitischer Glaubwürdigkeit und ein Versagen der Finanzmärkte, das teilweise auf die-

sen Mangel zurückgeführt werden kann, standen am Anfang der Entwicklungen, die zu hohen Leistungsbilanzdefiziten und Krisen in der europäischen Peripherie geführt haben. Erfreulicherweise sind diese beiden Ursachen in den letzten Jahren zumindest teilweise beseitigt worden. So hat die europäische Währungspolitik trotz einzelner fragwürdiger Entscheide im Grossen und Ganzen Glaubwürdigkeit bewiesen und Hoffnungen auf eine «einfache» monetäre Lösung der Schuldenkrise eine Abfuhr erteilt.

Finanzmärkte sind kritischer geworden

Dies schlägt sich in deutlichen Zinsdifferenzen für europäische Staatsschuldner nieder, wie sie im Prinzip wünschenswert sind – auch wenn Exponenten nationaler Regierungen Unterschiede bei der Schuldnerqualität in Abrede stellen. Und Fehlanreize bei Finanzintermediären wurden durch erste Schritte zur Stärkung der Eigenverantwortlichkeit – Stichwort Kapital- und Liquiditätsanforderungen sowie Massnahmen zur Begrenzung der Too-big-to-fail-Problematik – korrigiert. Die Finanzmärkte haben trotz konfuser politischer Signale und Missdeutung der Schuldenkrise als einer «Eurokrise» auf diese veränderten Rahmenbedingungen reagiert und zu einer kritischeren Einschätzung der Kreditwürdigkeit europäischer Schuldner zurückgefunden. In der Folge haben sich die Konditionen für private grenzüberschreitende Finanzierungen deutlich verschlechtert.

Doch nach wie vor harren gravierende Probleme ihrer Lösung. Zum einen sind private Kapitalströme in Länder der Peripherie angesichts weit verbreiteten Pessimismus zum Teil gänzlich versiegt. Dies hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass Unsicherheit über den Status von Altschulden besteht. Zum anderen sind zwischenstaatliche Finanzierungshilfen und Zahlungsströme innerhalb des Zentralbanksystems an die Stelle privater Kapitalflüsse getreten. Diese Hilfen und Ströme basieren auf optimistischen Annahmen über die künftige wirtschaftliche Entwicklung, wie sie u. a. im grosszügigen Umgang mit Sicherheiten bei geldpolitischen Operationen des europäischen Zentralbanksystems zum Ausdruck kommen. Rechtfertigen lässt sich dieses Vorgehen zwar teilweise damit, dass ein Überschiessen der privaten Kapitalflüsse kompensiert werden soll; befriedigen jedoch kann es nicht.

Dass die Finanzmärkte im Vorfeld der Krise eine zentrale ihnen zugedachte volkswirtschaftliche Aufgabe nicht erfüllten – nämlich für eine effiziente Allokation knappen Kapitals zu sorgen –, ist besorgniserregend. Wenn sich dieses Scheitern erneut abzuzeichnen begänne, dann wäre es an der Zeit, grundsätzlich zu hinterfragen, ob die Finanzmärkte im Zusammenspiel mit den europäischen Institutionen ihre gesellschaftliche Rolle wahrnehmen können.

Dirk Niepelt ist Direktor des Studienzentrums Gerzensee der Schweizerischen Nationalbank und Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bern.

MARK DITTLI
Chefredaktor
zum Thema
Marktsignale

Vorbeben

Spaniens Zehnjahreszinsen erreichten am Donnerstag 5,5%. Innerhalb von drei Tagen waren sie um mehr als dreissig Basispunkte gestiegen. Die Kosten, um fünfjährige spanische Staatsanleihen mit Credit Default Swaps zu versichern, verteuerten sich um 10% auf 433 Basispunkte. Ähnliches, auf leicht niedrigerem Niveau, war im Markt für italienische Bonds zu beobachten. Am Freitag beruhigte sich die Situation ein wenig; es kursierte das Gerücht, die Europäische Zentralbank habe ihr Staatsanleihen-Kaufprogramm reaktiviert.

Anleger tun gut daran, die Signale am europäischen Bondmarkt sehr genau im Auge zu behalten (vgl. das Euro-Krisenbarometer, Seite 29). Die Aktienrally der vergangenen Monate ruht nämlich im Wesentlichen auf drei Pfeilern: auf den überraschend robusten Konjunkturdaten in den USA, auf der Hoffnung, dass China nicht hart landen wird, sowie auf der Annahme, dass die Eurokrise für längere Zeit in den Hintergrund verbannt wurde.

Dass Europas Peripheriestaaten bereits wieder für Risk-off-Episoden an den Börsen sorgen, hätte eigentlich nicht sein sollen. Keine vier Wochen sind vergangen, seit die EZB das Bankensystem mit der LTRO-2-Aktion mit 520 Mrd. € geflutet hat. Hatte LTRO 1 ab Ende Dezember die Bondrenditen Spaniens und Italiens jedoch noch deutlich zu senken vermocht, schien die zweite Tranche den Weg an den Bondmarkt bereits nicht mehr zu finden.

Nach der Umschuldung Griechenlands herrscht rund um die Eurozone eine fragile Ruhe. Alle Marktteilnehmer wissen eigentlich, dass Griechenland verloren ist und dass keine der Probleme der anderen Peripheriestaaten gelöst sind. Sie alle hoffen bloss, die EZB habe dermassen viel Geld geschüttet, dass die ärgsten Risse im Gemäuer für einige Zeit überkleistert wurden und die Party noch eine Weile länger dauern kann. Wer investieren und nicht bloss spekulieren will, sollte auf diese Hoffnung allerdings kein Geld verwetten.