



# Globale Ungleichgewichte

Wo liegen die größten Anpassungslasten?

Gefördert vom Auswärtigen Amt

Jürgen Matthes / Gero Kunath / Samina Sultan

Köln, 19.06.2026

**IW-Report 28/2026**

Wirtschaftliche Untersuchungen,  
Berichte und Sachverhalte



## Herausgeber

**Institut der deutschen Wirtschaft Köln e. V.**

Postfach 10 19 42

50459 Köln

Das Institut der deutschen Wirtschaft (IW) ist ein privates Wirtschaftsforschungsinstitut, das sich für eine freiheitliche Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung einsetzt. Unsere Aufgabe ist es, das Verständnis wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Zusammenhänge zu verbessern.

## Das IW in den sozialen Medien

LinkedIn

[@Institut der deutschen Wirtschaft](#)

Instagram

[@IW\\_Koeln](#)

## Autoren

### Jürgen Matthes

Leiter Internationale Wirtschaftspolitik,

Finanz- und Immobilienmärkte

[matthes@iwkoeln.de](mailto:matthes@iwkoeln.de)

0221 – 4981-754

### Gero Kunath

Economist für China, Schwellenländer

und Fachkräftesicherung

[kunath@iwkoeln.de](mailto:kunath@iwkoeln.de)

0221 – 4981-568

### Dr. Samina Sultan

Senior Economist für europäische

Wirtschaftspolitik und Außenhandel

[sultan@iwkoeln.de](mailto:sultan@iwkoeln.de)

0221 – 4981-312

Die in dieser Studie enthaltenen Aussagen geben ausschließlich die Auffassung der Autoren wieder.

DOI: 10.67087/12.21268

## Weitere Studien des Instituts der deutschen Wirtschaft finden Sie unter

[www.iwkoeln.de](http://www.iwkoeln.de)

In dieser Publikation wird aus Gründen der besseren Lesbarkeit regelmäßig das grammatische Geschlecht (Genus) verwendet. Damit sind hier ausdrücklich alle Geschlechteridentitäten gemeint.

## Stand:

Juni 2026

# Inhaltsverzeichnis

<b>Zusammenfassung .....</b>	<b>3</b>
<b>1 Einleitung: Zur Relevanz globaler Ungleichgewichte.....</b>	<b>5</b>
<b>2 Empirische Bestandsaufnahme.....</b>	<b>7</b>
2.1 Darstellung der Komponenten der Zahlungsbilanz für Deutschland .....	7
2.2 Internationaler Ländervergleich.....	10
2.2.1 Komponenten der Leistungsbilanz .....	10
2.2.2 Netto-Auslandsposition: Gläubiger- oder Schuldnerstatus .....	12
2.3 Gesamtwirtschaftliche Ersparnis und Investitionen als Determinanten.....	13
2.3.1 Gesamtwirtschaftliche Sicht .....	13
2.3.2 Finanzierungssalden der Wirtschaftssektoren.....	14
<b>3 Wie problematisch sind die Ungleichgewichte? .....</b>	<b>16</b>
3.1 USA .....	16
3.2 Deutschland.....	18
3.3 Euroraum und EU .....	20
3.4 China.....	22
<b>4 Relevanz des Wechselkursregimes in China .....</b>	<b>25</b>
4.1 Einleitung: Chinas Wechselkursregime in der Kritik.....	25
4.2 Indikatoren und Indizien für eine substantielle Unterbewertung des Yuan.....	26
4.3 Reale Aufwertung von Euro und US-Dollar gegenüber dem Yuan seit 2020 .....	30
4.4 Entwicklung in den EU-Mitgliedstaaten ohne Euro.....	34
4.5 Schätzung der makroökonomischen Effekte einer Aufwertung des Yuan .....	35
4.6 Die mögliche Rolle des Renminbis als Reservewährung .....	40
<b>5 Fazit und Handlungsempfehlungen.....</b>	<b>42</b>
<b>6 Anhang.....</b>	<b>46</b>
6.1 Zahlungsbilanz und Interpretation .....	46
6.1.1 Komponenten der Zahlungsbilanz .....	46
6.1.2 Relevante Zahlungsbilanz-Zusammenhänge und deren Interpretation .....	47
6.2 Entwicklung der jährlichen Leistungsbilanzsalden im Zeitverlauf ab 2000.....	48
6.3 Entwicklung in den EU-Mitgliedstaaten ohne Euro.....	49
<b>Abstract.....</b>	<b>51</b>
<b>Abbildungsverzeichnis.....</b>	<b>53</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>54</b>

## Zusammenfassung

Die globalen Ungleichgewichte haben in den letzten Jahren zugenommen. Das gilt vor allem für den zuletzt deutlich gestiegenen Leistungsüberschuss Chinas und das höhere Leistungsbilanzdefizit der USA. In der EU und im Euroraum ist eher eine Seitwärtsbewegung auf moderat hohem Niveau festzustellen, zuletzt mit sinkender Tendenz. Der lange hohe Leistungsüberschuss Deutschlands hat seit 2020 und am aktuellen Rand auch deutlich abgenommen. Auch bei der Beurteilung der strukturellen und wirtschaftspolitischen Ursachen zeigen sich ähnliche Unterschiede zwischen den betrachteten Ländern, an denen alle jeweiligen Regierungen gemeinsam ansetzen müssen, um die gestiegenen globalen Ungleichgewichte zu mindern:

- **EU und Euroraum** bewegen sich in den letzten Jahren in die richtige Richtung mit Blick auf die Hauptursache des Leistungsbilanzüberschusses, die in einer zuvor mangelnden Investitionstätigkeit liegt. Das gilt etwa für den Corona-Aufbaufonds, der vor allem gemeinschaftlich finanzierte Investitionen in die digitale und grüne Transformation fördert. Private Investitionen werden stärker angereizt durch aktuell laufende Bürokratiereformen der EU sowie eine ernsthafte Initiative wichtiger Mitgliedstaaten für eine Spar- und Investitionsunion. Hier kommt es auf eine konsequente Umsetzung dieser Vorhaben an. Auch der Draghi-Bericht zeigt vielfältige Wege zur Steigerung von privaten und öffentlichen Investitionen vor, denen EU und Mitgliedstaaten freilich noch stärker folgen sollten.
- **Deutschland** hat zwar weiterhin einen relativ hohen Leistungsbilanzüberschuss. Doch sowohl dessen merklich sinkende Tendenz als auch die deutliche Steigerung der staatlichen Investitionen weisen klar in die richtige Richtung, wobei auf eine effektive Umsetzung zu achten ist. Zudem sollte die Bundesregierung die begonnenen Reformen für eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und für mehr private Investitionsanreize noch verstärken.
- In den **USA** ist der Handlungsbedarf dagegen anhaltend hoch. Es geht vor allem um die Reduzierung des Staatsdefizits, etwa durch eine Stärkung der Staatseinnahmen, da hier die wesentliche Ursache des hohen Leistungsbilanzdefizits liegt. Importzölle sind dagegen keine geeignete Maßnahme zur nachhaltigen Minderung des Leistungsbilanzdefizits. Aufgrund der deutlich höheren Nettoauslandsverschuldung kommen sogar erste Sorgen vor einer potenziellen Finanzkrise auf, da die Finanzierungsstruktur der Auslandsschuld fragiler geworden ist und die erratische Politik der US-Administration für Verunsicherung sorgt.
- In **China** ist der Handlungsbedarf am größten, vor allem weil der Leistungsbilanzüberschuss zuletzt deutlich gestiegen ist und weil die Politik den weiter gestiegenen großen Reformanforderungen bislang, wenn überhaupt, nur in zaghaften Ansätzen nachkommt. Zudem ist das Ausmaß des nötigen Rebalancing in China immens, vielfältig und systemisch.

Das Währungsmanagement der chinesischen Zentralbank spielt ebenfalls eine relevante und teils noch unterschätzte Rolle für den hohen und weiter steigenden Leistungsbilanzüberschuss Chinas. Denn Chinas Währung gilt als deutlich unterbewertet, was Exporte fördert, Importe und Konsum dagegen mindert. Das Ausmaß der Unterbewertung wird auf zwischen 20 und 30 Prozent geschätzt, was einen Aufwertungsbedarf von 25 bis 43 Prozent impliziert. Doch die Gründe dafür werden oft nicht ausreichend klar benannt. Die wesentliche Ursache für die Unterbewertung des Yuan ist weniger seine moderate nominale Abwertung gegenüber dem Euro im Jahr 2025, sondern vor allem die mangelnde Reaktion des Yuan auf sehr stark gestiegene Preisdivergenzen seit 2020. In den Jahren 2021 und 2022 stiegen die industriellen Erzeugerpreise in Europa und den USA infolge von Lieferkettenengpässen während der Coronakrise stark an; in der EU zusätzlich auch aufgrund der Energiekrise, was in China deutlich weniger der Fall war. Dieser weitgehend exogene Kostenschock hat industrielle Produkte aus dem Euroraum im Vergleich zu chinesischen Industriewaren im Zeitraum zwischen Januar 2020 und Januar 2025 um über 40 Prozent verteuert. Das ist ein in der Wirtschaftshistorie

ungewöhnlich großes Ausmaß. Parallel zu dieser massiven Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit europäischer Produkte hat das Handelsbilanzdefizit gegenüber China erwartungsgemäß stark zugenommen und es kam vor allem für die Exportnation Deutschland zu erheblichen Anteilsverlusten gegenüber China auf dem Weltmarkt.

In Reaktion auf die immensen Preisdivergenzen und den steigenden chinesischen Leistungsbilanzüberschuss hätte der Yuan deutlich aufwerten müssen, wenn sich der Wechselkurs am Markt frei und flexibel bilden könnte. Das ist jedoch nicht der Fall, weil die chinesische Zentralbank den Wechselkurs steuert, indem sie den Yuan eng am US-Dollar orientiert. Damit hat China die normale Anpassungsfunktion des Wechselkurses an Ungleichgewichte bei Kosten und Zahlungsbilanz weitgehend ausgeschaltet und sich anhaltende Kostenvorteile gesichert, mit denen chinesische Exporte überall auf der Welt unfaire Preisvorteile gegenüber europäischen Produkten genießen. Preisnachteile von rund 40 Prozent lassen sich mit betriebswirtschaftlichen Effizienzmaßnahmen und wirtschaftspolitischen Reformen hierzulande nur geringfügig mindern. Durch die gestiegenen Defizite im Handel mit China sowie vor allem durch die Anteilsverluste auf den globalen Exportmärkten trägt der zu erheblichen Teilen unfaire Konkurrenzdruck Chinas damit maßgeblich zur De-Industrialisierung in Europa und Deutschland bei.

Vor diesem Hintergrund wurde die Wirkung einer substanziellen Aufwertung des Yuan gegenüber seinen Handelspartnern mit dem makroökonomischen Global Economic Model von Oxford Economics simuliert. Wie bei jeder Modellschätzung sind die Ergebnisse mit Vorsicht zu interpretieren, bieten jedoch eine grobe Orientierung. In Reaktion auf eine Yuan-Aufwertung von 43 Prozent kommt es in China zu einem Rebalancing: Der Handelsbilanzüberschuss sinkt, während der private Konsum zunimmt, vor allem weil Importpreise und Zinsen in der Simulation sinken. Nach einem kurzen Einbruch der realen Wirtschaftsleistung im ersten Jahr kommt es zu einem Rebound, sodass der Rückgang des realen BIP-Niveaus im Jahr 2028 gegenüber dem Basisszenario nur noch auf rund 0,2 Prozent geschätzt wird. Diese leichte Einbuße lässt sich durch fiskalische Maßnahmen Chinas wie Konsumgutscheine oder Einkommen- beziehungsweise Verbrauchsteuersenkungen weiter vermindern. Demgegenüber nimmt das reale BIP-Niveau im Euroraum, Deutschland, Frankreich und den USA im Jahr 2028 gemäß der Simulation einer 43-prozentigen Aufwertung jeweils zwischen 0,2 und 0,3 Prozent gegenüber dem Basisszenario zu. Kumuliert über die Jahre 2026 bis 2028 ergibt sich daraus für Deutschland eine höhere reale Wirtschaftsleistung von schätzungsweise gut 40 Milliarden Euro in Preisen von 2025.

Die EU und Deutschland sollten daher versuchen, auf China einzuwirken, damit es die nötigen Reformen für ein Rebalancing vornimmt. Dazu gehört neben einer deutlichen Währungsaufwertung auch eine Verminderung der industriepolitischen Subventionen und deren Umschichtung hin zu einer stärkeren Förderung des privaten Konsums, etwa durch Steuersenkungen und einen Ausbau des Sozialsystems, um die Anreize der privaten Haushalte zum Vorsichtssparen zu mindern. Wenn China darauf nicht mit ausreichender Konsequenz reagiert, sollte die EU Ausgleichszölle erheben, die sich nur gegen ausreichend nachgewiesene chinesische Wettbewerbsverzerrungen durch Subventionen und die Yuan-Unterbewertung richten, sofern Importe aus China die Produktion in Europa bedrohen. Mit fairen Wettbewerbsvorteilen Chinas muss die europäische Wirtschaft zurechtkommen; dabei sollte die heimische Politik durch die oben genannten Reformen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit unterstützen. Richtig kalibrierte Ausgleichszölle sind kein Protektionismus, sondern sollen lediglich wieder faire Wettbewerbsbedingungen herstellen, also ein Level-Playing Field. Damit sind sie im Sinne einer globalen Ordnungs- und Wettbewerbspolitik ein Ersatzinstrument für eine nicht existente starke globale Wettbewerbsbehörde.

# 1 Einleitung: Zur Relevanz globaler Ungleichgewichte

Das Thema globale ökonomische Ungleichgewichte hat wieder an Bedeutung gewonnen und wurde von der aktuellen französischen G7-Präsidentschaft auf die Agenda gesetzt. Tatsächlich zeigen sich erhebliche Ungleichgewichte beim Blick auf die großen Wirtschaftsnationen (Abbildungen 1.1 a und b):

- So wiesen die USA ein erhebliches Leistungsbilanzdefizit von rund 4 Prozent des BIP im Jahr 2025 auf, das trotz der Zollpolitik der US-Administration noch höher ausfiel als in den Vorjahren.
- Chinas Warenhandelsüberschuss hat 2025 mit rund 1,2 Billionen US-Dollar ein Rekordniveau erreicht, was den Leistungsbilanzüberschuss auf 3,7 Prozent des BIP hat ansteigen lassen und damit auf das höchste Niveau seit 2010 (siehe auch Anhang Kapitel 6.2 für die jährlichen Angaben seit dem Jahr 2000).
- Auch Deutschland erzielt signifikante Überschüsse im Warenhandel und damit in 2025 auch einen deutlichen Leistungsbilanzüberschuss von 4,4 Prozent des BIP, allerdings zuletzt mit klar rückläufiger Tendenz.
- Geringere, aber dennoch nennenswerte Leistungsbilanzüberschüsse verzeichnen die Europäische Union (EU) und der Euroraum (EA) mit Werten von 2,4 und 1,6 Prozent des BIP.
- Das liegt auch daran, dass andere EU-Staaten wie Frankreich eine ausgeglichene Leistungsbilanz haben.
- In absoluten Größen stechen das Leistungsbilanzdefizit der USA in Höhe von über 1.100 Milliarden US-Dollar und der sehr stark gestiegene Überschuss Chinas von 730 Milliarden US-Dollar hervor. Die EU steuert gut 500 Milliarden US-Dollar bei, der Euroraum knapp 290 Milliarden US-Dollar. Ohne Irland, dessen Daten stark von multinationalen US-Firmen verzerrt sind, sind es nur knapp 230 Milliarden US-Dollar.

Mit Blick auf die Frage, ob die G7 auf diese Ungleichgewichte reagieren sollten, kommt es darauf an, ob sie als „übermäßig“ oder in anderer Hinsicht problematisch angesehen werden können. Diese Einschätzung ist auch insofern relevant, da die USA am 11. März 2026 eine Untersuchung nach Abschnitt 301 des US-Handelsgesetzes von 1974 initiiert haben, die Handelsbilanzüberschüsse und Überkapazitäten in China, der EU und weiteren 14 Ländern untersucht mit Blick auf die Frage, ob Gründe für die Erhebung von US-Zöllen vorliegen.

Um Leistungsbilanzungleichgewichte sachgerecht beurteilen zu können, braucht es ein tieferes Verständnis möglicher Ursachen. Diese Kurzstudie leuchtet in den Kapiteln 2 und 3 die komplexen Zusammenhänge in diesem ökonomischen Feld aus (für eine Herleitung der folgenden Ausführungen siehe Anhang Kapitel 6.1). So hängt die Höhe des Leistungsbilanzsaldos eines Landes direkt vom Verhältnis zwischen den gesamtwirtschaftlichen Größen Ersparnis und Investitionen ab. Zudem können Nettokapitalströme die Entwicklung der Leistungsbilanz maßgeblich bestimmen, es kann aber auch umgekehrt sein. Wichtig ist auch, dass anhaltende Leistungsbilanzungleichgewichte relevante Wirkungen auf die internationale Kapitalallokation und auf die Position von Ländern als Gläubiger oder Schuldner haben. So führt ein anhaltender Leistungsbilanzüberschuss über den damit direkt verbundenen Nettokapitalexport zum Aufbau eines Vermögensbestands im Ausland. Umgekehrt bedeutet ein Leistungsbilanzdefizit nicht nur, dass ein Land über seine Verhältnisse lebt (also mehr verbraucht als produziert), sondern auch, dass es „auf Pump“ lebt, weil es zur Finanzierung des Defizits auf Kapitalimporte aus dem Ausland angewiesen ist. Persistente Leistungsbilanzdefizite führen daher zu einer steigenden Verschuldung im Ausland, was im ungünstigen Fall zu einer Zahlungsbilanzkrise mit Kapitalabzug führen kann. Eine Kernaufgabe des Internationalen Währungsfonds (IWF) ist daher das Abwenden solcher Krisen. Das Gleiche gilt für die makroökonomische Überwachung im Euroraum, die im Zuge der Euro-Schuldenkrise eingeführt wurde. In Kapitel 4 geht diese Studie ferner auf die Rolle von Wechselkursen ein und betrachtet dabei vor allem die chinesische Währung, deren geringe Bewertung mit zum hohen Leistungsbilanzüberschuss Chinas beiträgt.

**Abbildungen 1.1a und b: Leistungsbilanzsalden im internationalen Vergleich ausgewählter Länder**

Leistungsbilanzsalden relativ zur Wirtschaftsleistung und in absoluter Höhe



Quelle: IWF (World Economic Outlook)

## 2 Empirische Bestandsaufnahme

### 2.1 Darstellung der Komponenten der Zahlungsbilanz für Deutschland

Zunächst wird der Blick auf die deutsche Zahlungsbilanz gelenkt (Deutsche Bundesbank, 2026a). Damit erschließt sich, wie sich der deutsche Leistungsbilanzüberschuss zusammensetzt und über die Zeit entwickelt hat. Zudem wird deutlich, wie die damit verbundenen Kapitalströme in der Struktur und im Zeitverlauf aussehen.

Die deutsche **Leistungsbilanz** weist über den gesamten Betrachtungszeitraum einen anhaltenden hohen Leistungsbilanzüberschuss in einer Größenordnung zwischen 150 und 300 Milliarden Euro auf (Abbildung 2.1a, schwarze Punkte). Seit 2019 zeigt sich eine sinkende Tendenz, wenngleich unter erheblichen Schwankungen, die auch mit der Corona-Pandemie zusammenhängen dürften. Die Leistungsbilanz setzt sich aus verschiedenen **Komponenten** zusammen (siehe Anhang Kapitel 6.1.1 für Details und Begriffsdefinitionen).

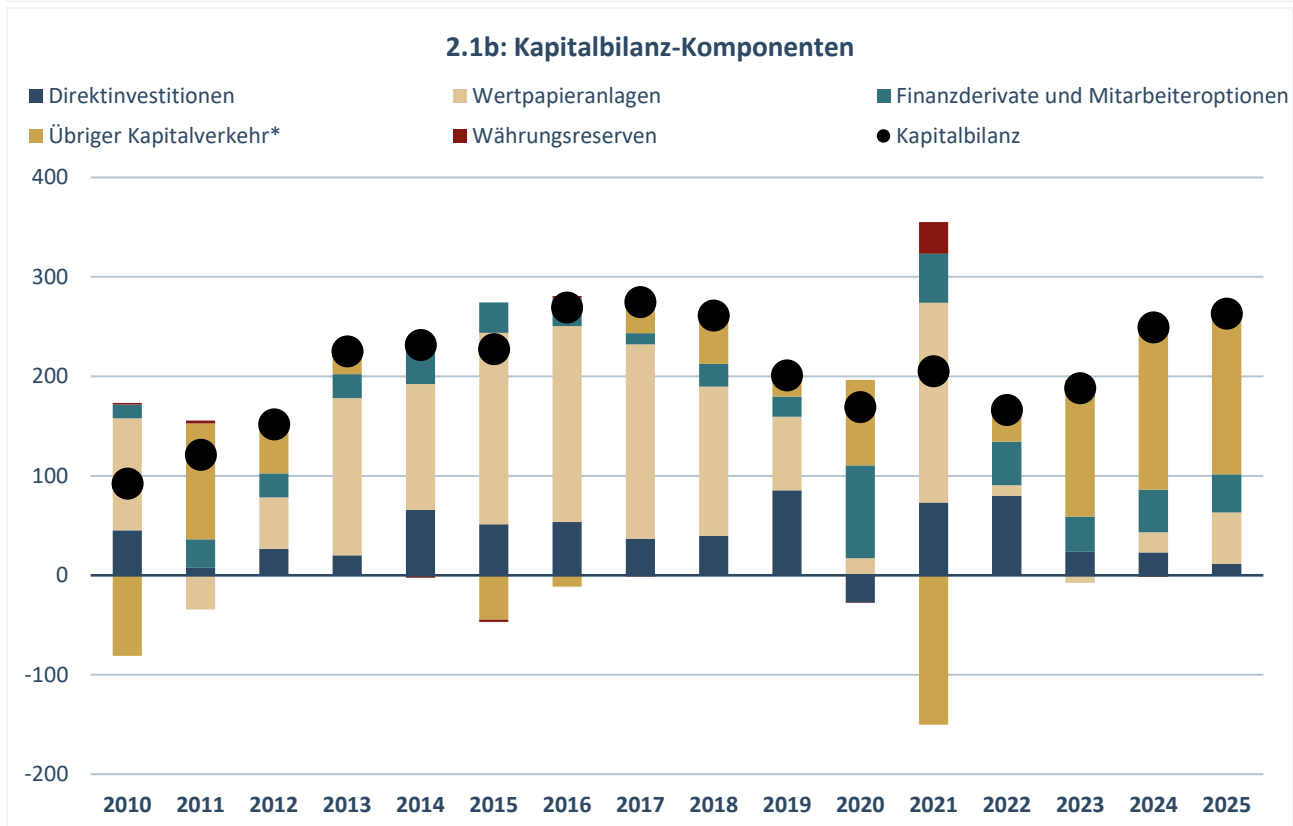
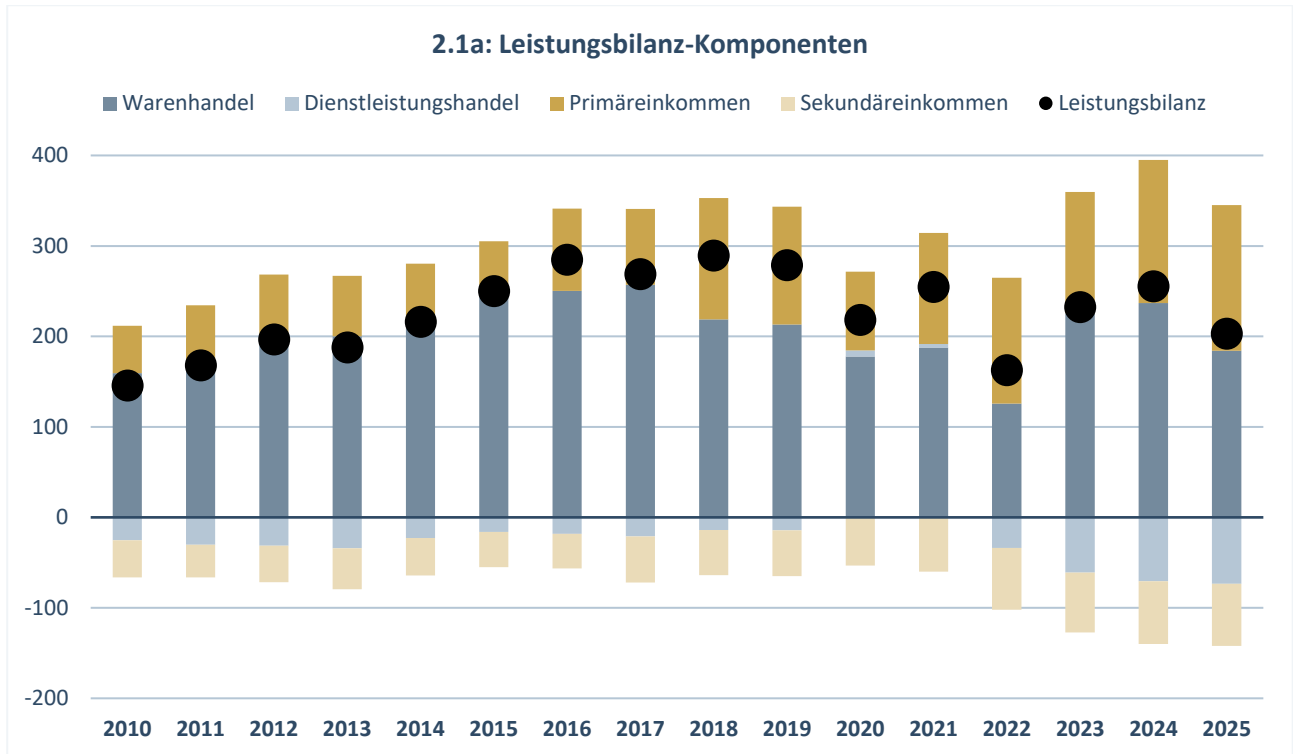
- Im Wesentlichen trägt der positive Saldo im **Warenhandel** zum deutschen Leistungsbilanzüberschuss bei – im Durchschnitt der Jahre ab 2010 liegt der Anteil bei gut 90 Prozent.
- Mit wachsender Tendenz kommt ein positiver Beitrag auch von den **Primäreinkommen**. Dahinter stehen in erster Linie die Vermögenseinkommen, also die Erträge aus den im Zeitverlauf immer weiter gestiegenen deutschen Nettoauslandsvermögen (Abbildung 2.4).
- Allerdings gibt es auch negative Komponenten in der deutschen Zahlungsbilanz. Das sind vor allem die **Sekundäreinkommen**, zu denen beispielsweise die Entwicklungshilfeszahlungen sowie Auslandsüberweisungen von Eingewanderten zählen.
- Aber auch der **Dienstleistungshandel** ist traditionell defizitär und in jüngerer Vergangenheit mit zunehmender Tendenz. Im Jahr 2025 steht einem Warenhandelsüberschuss von 184 Milliarden Euro ein Dienstleistungshandelsdefizit von immerhin 69 Milliarden Euro gegenüber.

Die deutsche **Kapitalbilanz** ist ebenfalls positiv, Deutschland exportiert also per Saldo anhaltend Kapital ins Ausland (Abbildung 2.1b, schwarze Punkte). Die Entwicklung des Kapitalbilanzsaldos weist im Zeitverlauf Ähnlichkeiten mit dem Leistungsbilanzsaldo auf, liegt aber meist auf einem geringeren Niveau (weitere Erläuterungen dazu siehe unten). Beim Blick auf die **Komponenten** der Kapitalbilanz zeigt sich im Betrachtungszeitraum keine Konstanz.

- Bis 2019 spielten bei den Nettokapitalexporten vor allem **Wertpapieranlagen** eine große und teils dominierende Rolle. Mit Ausnahme des Jahres 2021 gilt dies danach nicht mehr.
- Vielmehr hat der Saldo im **übrigen Kapitalverkehr** in diesem Zeitraum die anteilmäßig größte Rolle eingenommen. Ab 2020 prägt insbesondere die Kategorie Unternehmen und Privatpersonen die Entwicklung, ab 2022 auch die monetären Finanzinstitute wie Banken.
- Die **Direktinvestitionen** und die Kategorie **Finanzderivate und Mitarbeiteroptionen** sind bei dieser Saldo-Betrachtung zumeist weniger bedeutsam.
- **Währungsreserven** spielen in aller Regel so gut wie keine Rolle beim Nettokapitalverkehr.

**Abbildungen 2.1a und b: Komponenten der Leistungs- und Kapitalbilanz für Deutschland**

Angaben in Milliarden Euro



Übriger Kapitalverkehr: anderweitig nicht erfasste finanzielle Transaktionen von u. a. Banken, Unternehmen, Staat und Bundesbank; Quellen: Deutsche Bundesbank; Institut der deutschen Wirtschaft

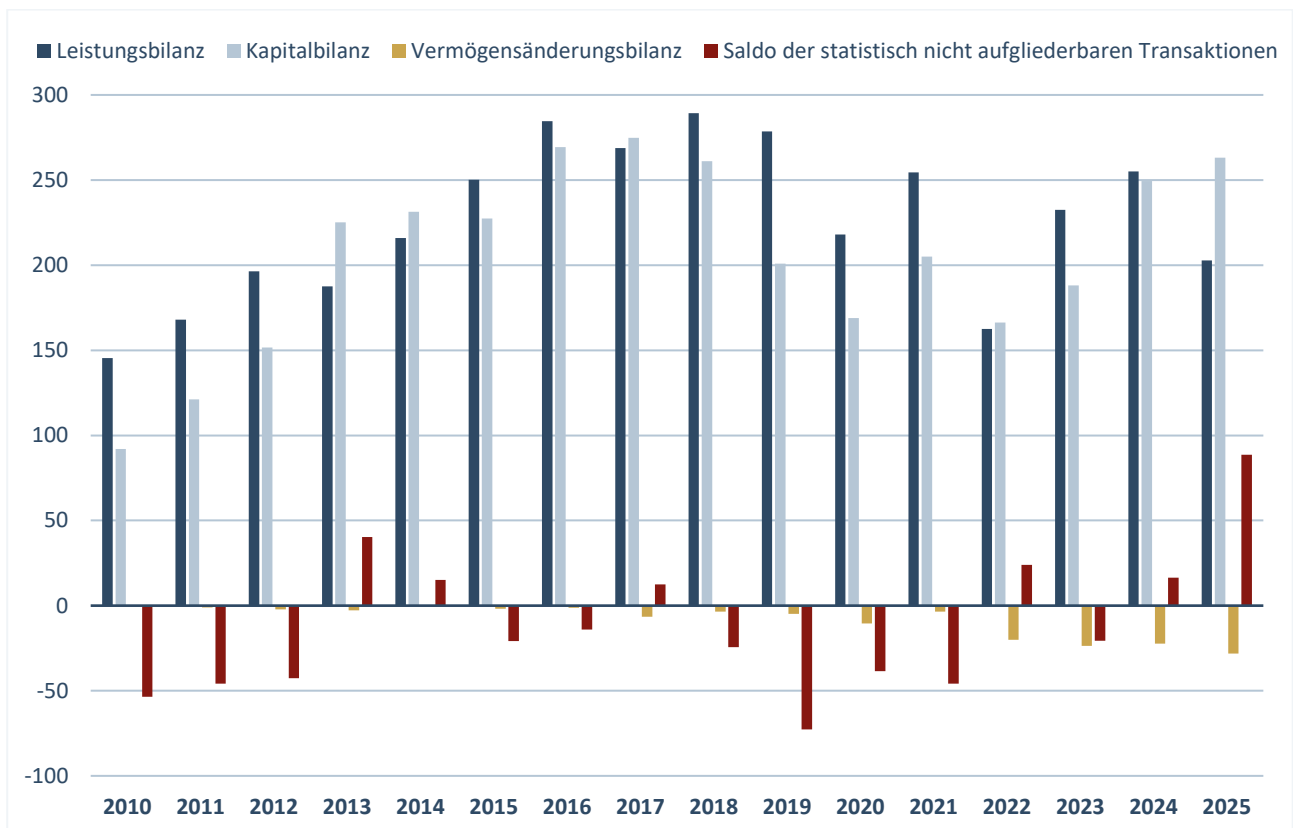
Die Kapitalbilanz ist methodisch das Spiegelbild der Leistungsbilanz (siehe Anhang Kapitel 6.1.2). Doch da Probleme bei der Erfassung der verschiedenen Teilbilanzen und deren Komponenten bestehen und auch die Zurechnung auf einzelne Zeiträume herausfordernd ist, gelingt es in der Praxis in der Regel nicht, die Zahlungsbilanz ohne einen zusätzlichen Eingriff zum Ausgleich zu bringen.

Dabei geht es vereinfacht ausgedrückt darum, dass die Aktivseite (Einzahlungen durch Güterexporte und Kapitalimporte) buchhalterisch eigentlich der Passivseite (Auszahlungen für Güterimporte und Kapitalexporte) entsprechen muss. Diese Bilanzdarstellungsweise drückt letztlich das Gleiche aus, wie die Forderung, dass der Kapitalbilanzsaldo dem Leistungsbilanzsaldo (ergänzt um den Saldo der Vermögensänderungsbilanz) entsprechen muss.

Um dies immer sicherzustellen, gibt es den Posten „Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen“. Abbildung 2.2 macht deutlich, dass diese Schlupfgröße teilweise eine erhebliche quantitative Relevanz hat und Erfassungsprobleme also eine große Bedeutung haben. In der Summe ist der Ausgleich der Zahlungsbilanz damit sichergestellt. Rechnet man zum Leistungsbilanzsaldo den Vermögensänderungsbilanzsaldo hinzu und zieht den Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen ab, kommt man auf den Kapitalbilanzsaldo.

### Abbildung 2.2: Gegenüberstellung von Leistungs- und Kapitalbilanz für Deutschland

Angaben in Milliarden Euro



Quellen: Deutsche Bundesbank; Institut der deutschen Wirtschaft

## 2.2 Internationaler Ländervergleich

Eine Einschätzung dazu, ob Leistungsbilanzungleichgewichte übermäßig sind, erfordert einen tieferen empirischen Einblick für die im Fokus stehenden Länder: USA, China, Deutschland, Frankreich, die EU und der Euroraum. Im Folgenden werden daher wichtige Aspekte der Leistungsbilanzen genauer beleuchtet, in Kapitel 3 werden daraus und aus weiteren Informationen qualitative Schlussfolgerungen gezogen.

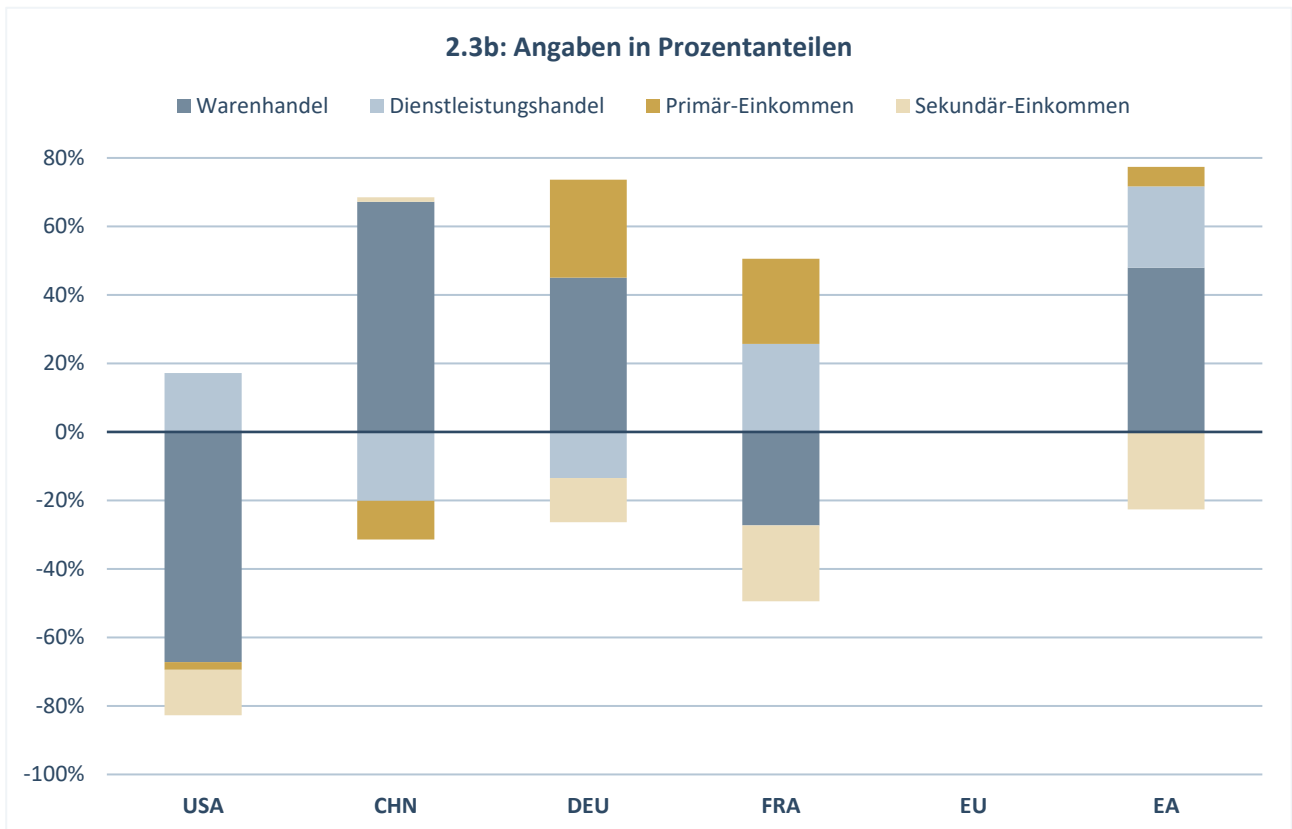
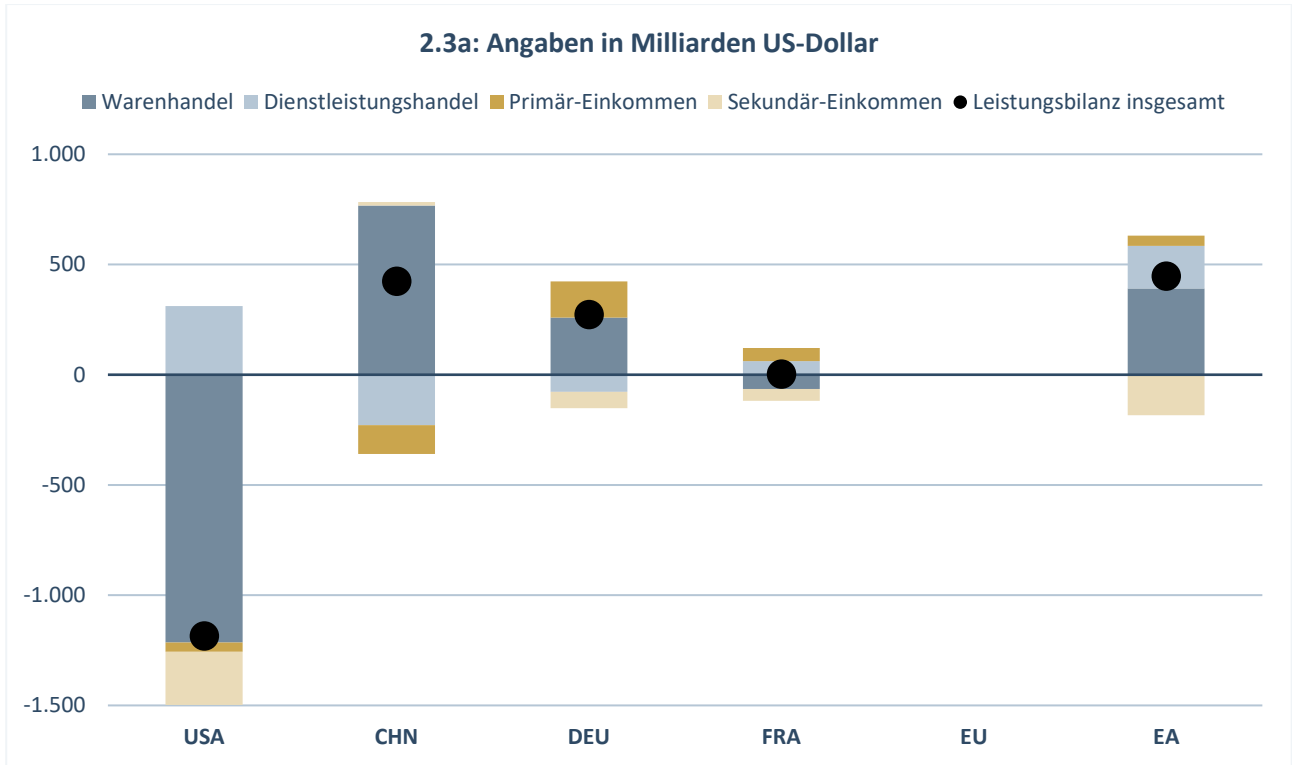
### 2.2.1 Komponenten der Leistungsbilanz

Die Abbildungen 2.3a und b machen mit Blick auf Daten für das Jahr 2024 (neuere Daten waren zum Zeitpunkt der Analyse noch nicht verfügbar) deutlich, dass nicht nur die Leistungsbilanzsalden der betrachteten Länder unterschiedlich ausfallen (siehe auch Abbildungen 1.1a und b), sondern auch die Struktur der Komponenten, was auf divergente Spezialisierungsmuster hindeutet (Abbildungen 2.3a und b):

- Bei den **USA** bestimmt der stark negative Saldo im Warenhandel von über 1.200 Milliarden US-Dollar die Leistungsbilanz im Wesentlichen (Abbildung 2.3a). Auf diese Komponente entfallen rund zwei Drittel des gesamten Leistungsbilanzspektrums (Abbildung 2.3b), also der Summe der Beträge der Leistungsbilanzkomponenten. Im Dienstleistungshandel erzielt die US-Wirtschaft dagegen einen nennenswerten Überschuss, der mit über 300 Milliarden US-Dollar aus globaler Perspektive relativ hoch ausfällt. Die Primäreinkommensbilanz ist nur leicht negativ, was bemerkenswert ist, da die USA aufgrund der anhaltenden Leistungsbilanzdefizite per Saldo hoch im Ausland verschuldet sind (Kapitel 2.2.2). Wie bei Industrieländern üblich, fällt der Sekundäreinkommenssaldo nennenswert negativ aus.
- **Chinas** Leistungsbilanzstruktur ist nahezu diametral anders als die der USA. China weist einen hohen Warenhandelsbilanzüberschuss aus, der gemäß der Außenhandelsstatistik aufgrund anderer statistischer Erfassung noch deutlich größer ausfällt (Kapitel 4.2). Auch bei China macht der Warenhandelsaldo rund zwei Drittel des Leistungsbilanzspektrums aus, was sich auch damit erklärt, dass China für rund 30 Prozent der globalen Produktion steht (Grömling, 2026). Demgegenüber ist der chinesische Dienstleistungshandel deutlich defizitär. Das gleiche gilt für die Primäreinkommen, was verwunderlich ist, da China wegen der anhaltenden Leistungsbilanzüberschüsse eine deutliche Nettogläubigerposition hat (Kapitel 2.2.2). Der Sekundärbilanzsaldo ist leicht positiv, fällt aber kaum ins Gewicht.
- In **Deutschland** ähnelt die Leistungsbilanz (siehe auch Kapitel 2.1) bei den Handelskomponenten strukturell der chinesischen. Auch hier steht ein relativ großer Warenhandelsüberschuss einem Defizit bei der Dienstleistungsbilanz gegenüber. In absoluten US-Dollar-Größen ist der deutsche Überschuss im Warenhandel aber sehr viel geringer als der Chinas. Zudem macht er auch anteilmäßig nur knapp die Hälfte des Leistungsbilanzspektrums aus. Unterschiede zu China gibt es auch bei der Einkommensbilanz. Wie aufgrund der Nettogläubigerposition (Kapitel 2.2.2) zu erwarten, weist Deutschland einen relativ hohen Primärüberschuss auf, während bei den Sekundäreinkommen – wie für Industrieländer üblich – ein Defizit besteht.
- Bei **Frankreich** verteilen sich die Komponenten der weitgehend ausgeglichenen Leistungsbilanz recht gleichmäßig. Defizitär auf moderatem Niveau sind der Warenhandel und die Sekundäreinkommen. Moderate Überschüsse erwirtschaftet Frankreich dagegen bei Dienstleistungen und Primäreinkommen.
- Im **Euroraum** sticht ebenfalls ein deutlicher Warenhandelsbilanzüberschuss hervor, der wie bei Deutschland aber nur knapp die Hälfte des Leistungsbilanzspektrums ausmacht. Anders als bei Deutschland und ähnlich wie bei Frankreich ist der Saldo beim Dienstleistungshandel positiv. Bei den Primäreinkommen ist die Bilanz zwar positiv, aber relativ gesehen in deutlich geringerem Umfang als bei Deutschland. Die Sekundäreinkommensbilanz ist wie erwartet negativ.

**Abbildungen 2.3a und b: Komponenten der Leistungsbilanz im internationalen Vergleich ausgewählter Länder**

Leistungsbilanzsaldo und seine Komponenten in absoluter Höhe und in Relation zueinander im Jahr 2024



Daten für EU nicht ausgewiesen

Quellen: IWF (Balance of Payment Statistics); Institut der deutschen Wirtschaft

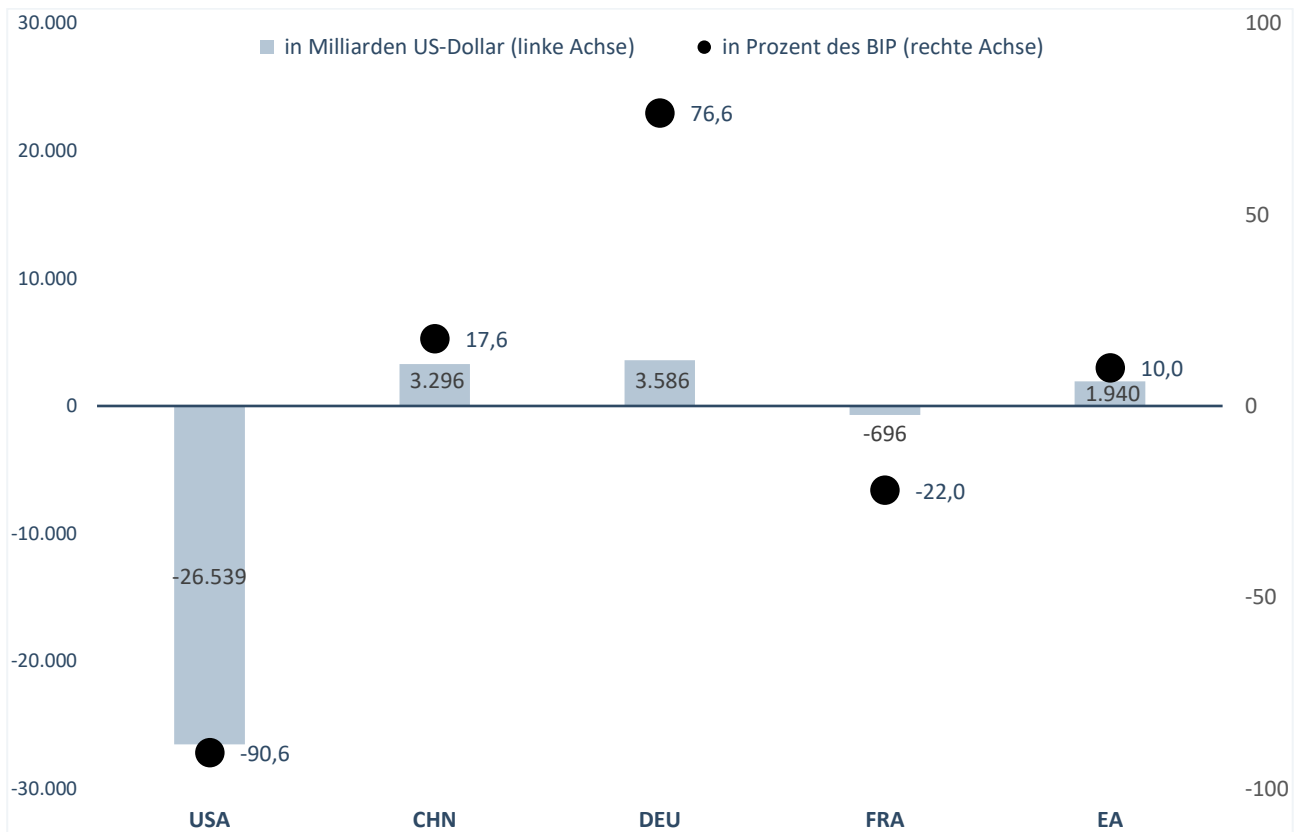
## 2.2.2 Netto-Auslandsposition: Gläubiger- oder Schuldnerstatus

Anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse oder -defizite führen über die damit verbundenen Kapitalströme dazu, dass sich Vermögen oder Schulden im Ausland aufbauen. Das ist sehr relevant, weil die Leistungsbilanzungleichgewichte bei den meisten der hier betrachteten Länder (außer Frankreich) recht persistent und zudem nennenswert hoch ausfallen (Abbildung 6.2b). Daher haben sich teils recht ausgeprägt positive oder negative Netto-Auslandspositionen ergeben, wie Daten des IWF für 2024 zeigen (Abbildung 2.4):

- Die **USA** sind per Saldo mit weit über 26 Billionen US-Dollar im Ausland verschuldet. Das entspricht einem Anteil von über 90 Prozent des BIP.
- **China** hat inzwischen ein Netto-Auslandsvermögen von rund 3,3 Billionen US-Dollar aufgebaut. Der Anteil an der Wirtschaftsleistung beträgt fast 18 Prozent.
- In **Deutschland** fällt der Anteil des Netto-Auslandsvermögens am BIP mit rund 77 Prozent noch deutlich höher aus, nicht zuletzt, weil die deutsche Wirtschaft stärker handelsoffen ist als etwa China und auch weil die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse zeitweise sehr hoch waren. Die Netto-Gläubigerposition entspricht knapp 3,6 Billionen US-Dollar.
- **Frankreich** weist eine Netto-Schuldnerposition in relativ geringer Höhe auf.
- Im **Euroraum** als Aggregat zeigt sich eine leicht positive Nettoauslandsposition.

**Abbildung 2.4: Nettoauslandsposition für ausgewählte Länder**

Nettoauslandsposition in Milliarden US-Dollar und in Prozent des BIP im Jahr 2024



Daten für EU nicht ausgewiesen

Quellen: IWF (International Investment Position und World Economic Outlook); Institut der deutschen Wirtschaft

## 2.3 Gesamtwirtschaftliche Ersparnis und Investitionen als Determinanten

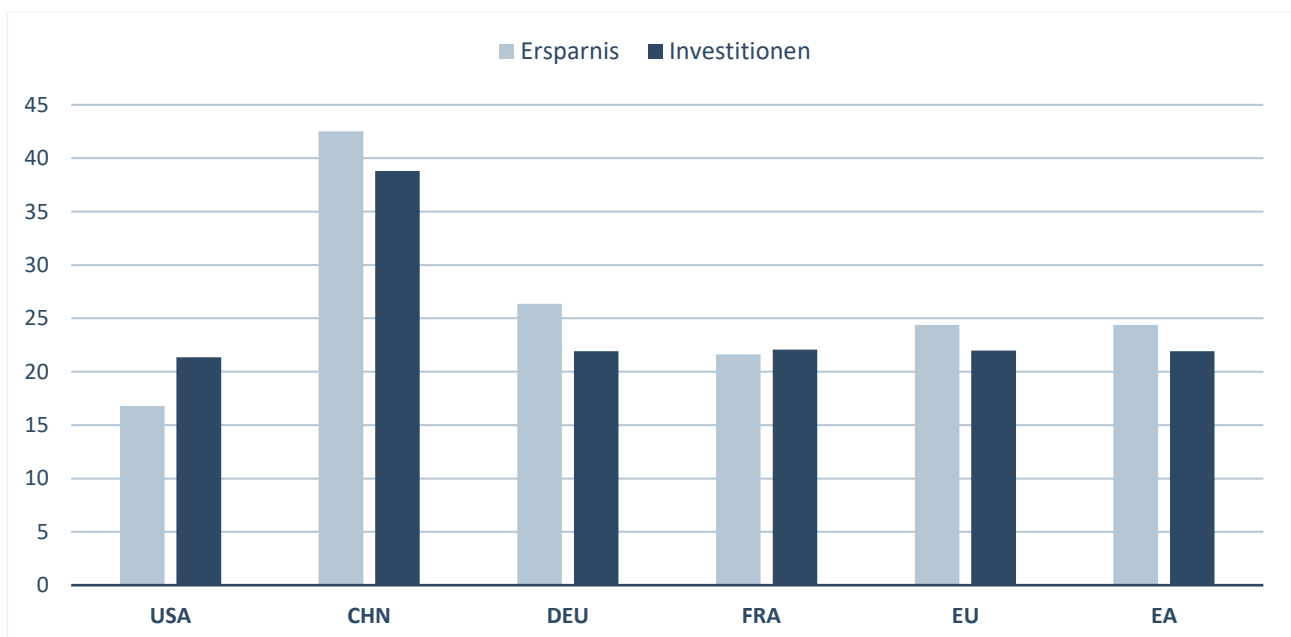
### 2.3.1 Gesamtwirtschaftliche Sicht

Im Prinzip ist die Leistungsbilanz nicht nur das Spiegelbild der Kapitalbilanz, sondern auch der Differenz der gesamtwirtschaftlichen Größen Ersparnis und Investitionen (für Erläuterungen siehe Anhang, Kapitel 6.1.2). Bei einem Ersparnisüberschuss werden – vereinfacht ausgedrückt – im Inland nicht investierte Ersparnisse exportiert und führen zu einem Nettokapitalüberschuss, der mit einem Leistungsbilanzüberschuss einhergeht. Der positive Saldo der Leistungsbilanz ergibt sich auch daraus, dass im betreffenden Land mehr produziert als absorbiert (konsumiert und investiert) wird. Letztlich gelten damit die genannten makroökonomischen Größen Ersparnis, Konsum und Investitionen als wichtige Determinanten der Leistungsbilanz. Der Blick auf Abbildung 2.5 zeigt (mit für 2025 geschätzten IWF-Daten) erneut, dass es erhebliche Unterschiede zwischen den hier betrachteten Ländern gibt:

- So weisen die **USA** gesamtwirtschaftlich ein erhebliches Ersparnisdefizit auf, weil die Ersparnisse im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung deutlich geringer ausfallen als die Investitionen, die sich auf ähnlichem Niveau befinden wie bei den übrigen hier dargestellten Industrieländern.
- **China** weist im Vergleich die mit Abstand höchsten Anteile von Ersparnissen und Investitionen auf, wobei die Ersparnisse mit über 40 Prozent des BIP noch deutlich höher ausfallen als die Investitionen.
- In **Deutschland** sticht der relativ hohe Anteil der Ersparnisse ins Auge, während die Investitionen anteilig auf vergleichbarem Niveau liegen wie in den industriellen Vergleichsländern.
- In **Frankreich** befinden sich Ersparnisse und Investitionen relativ zueinander auf ähnlichem Niveau, die Ersparnisse fallen im Vergleich zu Deutschland und zur EU dagegen relativ gering aus.
- Bei **Europäischer Union** und **Euroraum** zeigt sich in abgeschwächter Form ein ähnliches Bild wie bei Deutschland mit einem Ersparnisüberschuss, wobei der Ersparnisanteil am BIP etwas geringer ausfällt.

#### Abbildung 2.5: Gegenüberstellung von Ersparnis und Investitionen für ausgewählte Länder

Angaben für gesamtwirtschaftliche Ersparnis und gesamtwirtschaftliche Investitionen in 2025\* in Prozent des BIP



Quelle: IWF (World Economic Outlook)

### 2.3.2 Finanzierungssalden der Wirtschaftssektoren

Die verschiedenen institutionellen Sektoren einer Volkswirtschaft – also die Unternehmen, Haushalte und der Staat – sparen und investieren in unterschiedlichem Ausmaß, was sich in deren Nettofinanzierungssalden niederschlägt. Damit tragen die Sektoren unterschiedlich zu den Ungleichgewichten bei, die die Leistungsbilanz länderspezifisch prägen. Die privaten Haushalte sind üblicherweise in erheblichem Ausmaß Nettosparer – das gilt auch in der folgenden Betrachtung. In einer geschlossenen Volkswirtschaft wären sie die Hauptquelle für finanzielle Mittel, die von den anderen Sektoren durch Kredite verwendet werden können. Unternehmen und Banken finanzieren damit ihre Investitionen und der Staat seine Haushaltsdefizite. Allerdings ist es auch denkbar, dass Unternehmen und Finanzinstitute (im Fachterminus: nicht finanzielle und finanzielle Kapitalgesellschaften) selbst ebenfalls mehr sparen als sie investieren. Das Gleiche gilt prinzipiell auch für den Staat, wenn er einen Haushaltsüberschuss erwirtschaften sollte.

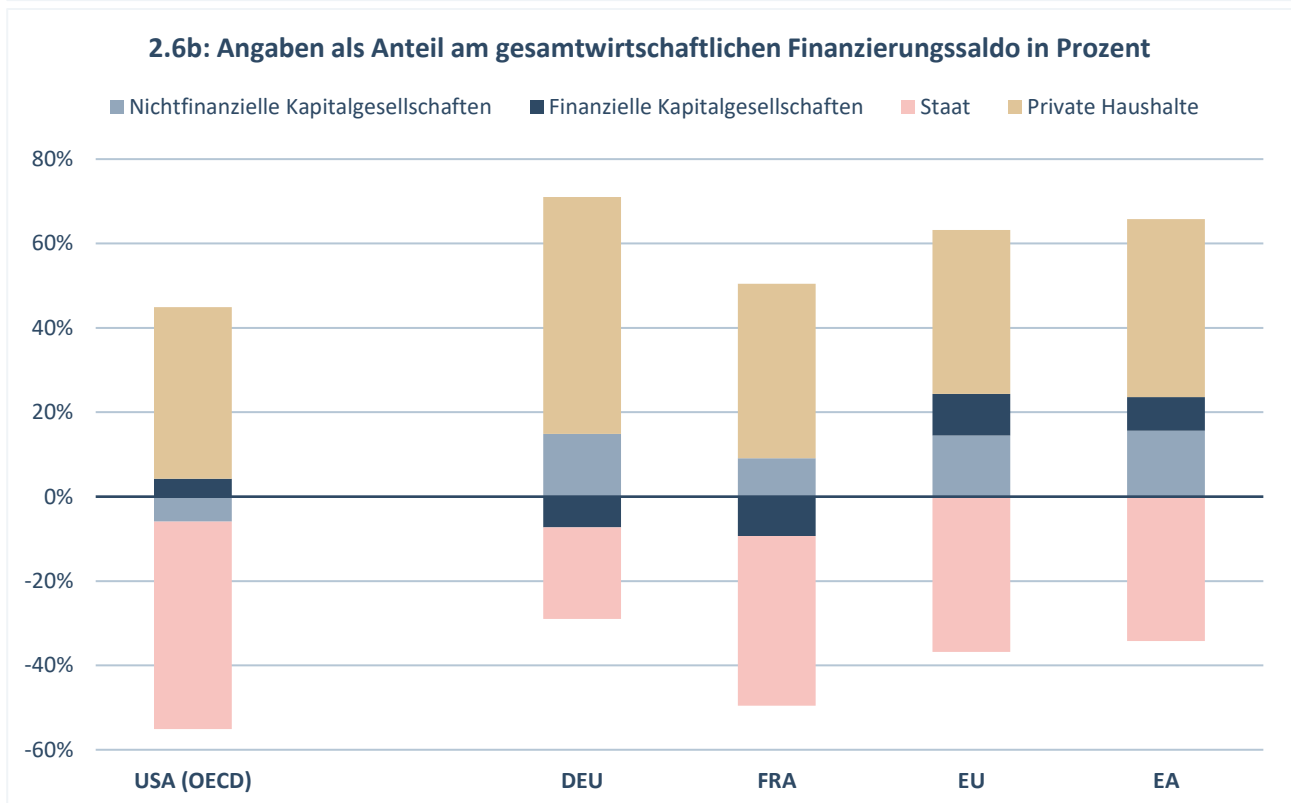
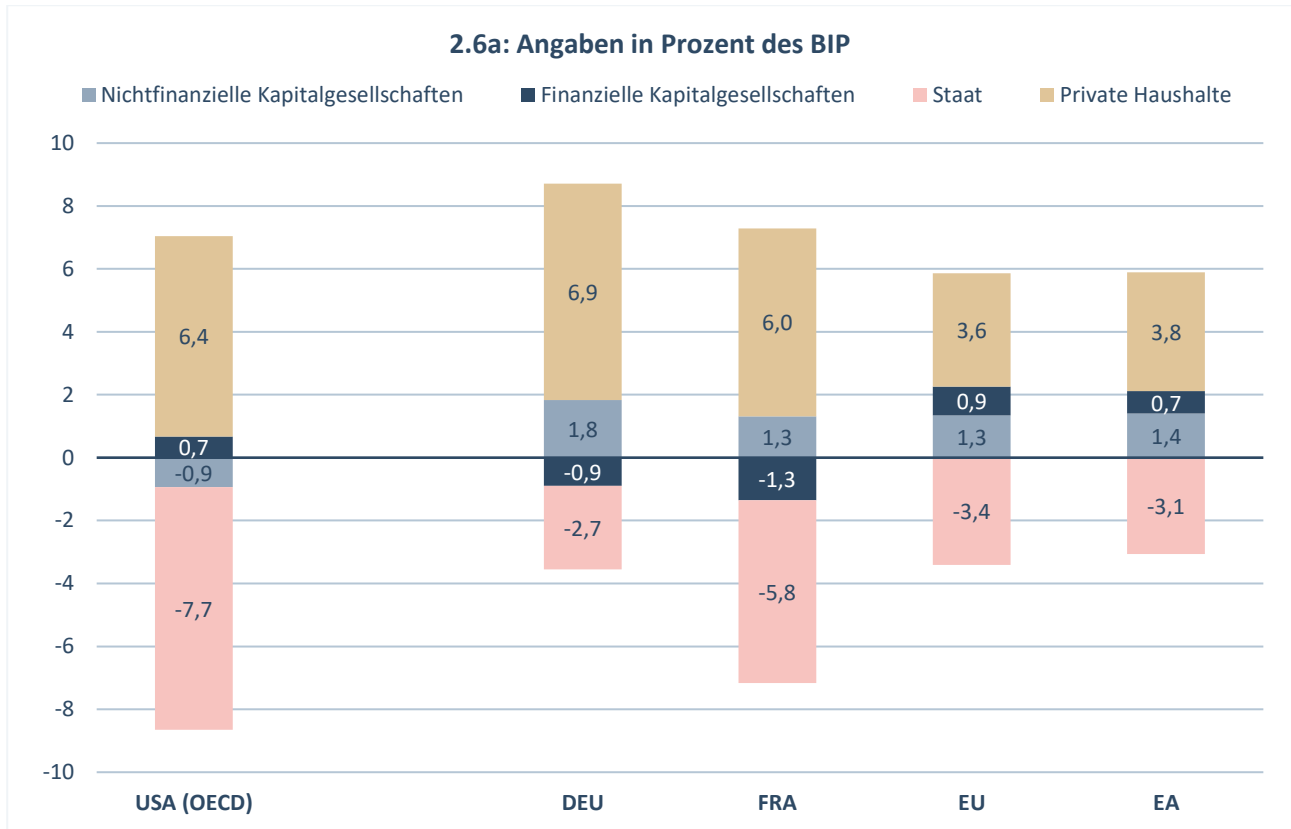
Die Datenlage für einen internationalen Vergleich ist bei den Nettofinanzierungssalden nur mäßig. Ein Vergleich auf einheitlicher Basis ist mit Eurostat-Daten nur für die europäischen Staaten möglich, diese Daten entsprechen für Deutschland auch denen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Auch die OECD weist für einige Länder sektorbezogene Daten in den konsolidierten Annual Financial Accounts aus, diese entsprechen für Deutschland und Frankreich jedoch nicht den Daten von Eurostat und der deutschen Statistik. Für Deutschland, Frankreich und den Euroraum entsprechen die über die Sektoren summierten gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssalden in etwa dem Leistungsbilanzsaldo und der Differenz aus gesamtwirtschaftlicher Ersparnis und Investitionen. Für die EU gibt es Abweichungen, die auf Erfassungsprobleme zurückgehen dürften. Für die USA sind bei der OECD Angaben verfügbar, die für die einzelnen Sektoren auch der nationalen Statistik entsprechen, aber aufgrund von Erfassungsproblemen in der Summe deutlich vom Leistungsbilanzsaldo abweichen und daher mit Vorsicht zu interpretieren sind. Für China liegen aus den einschlägigen internationalen Quellen keine Daten vor.

Mit diesen Einschränkungen ermöglichen die Abbildungen 2.6a und b für 2024 einen interessanten Blick auf die Finanzierungssalden der institutionellen Sektoren als Anteil am BIP und als Anteil am gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo:

- In den **USA** stellen die privaten Haushalte ihre Ersparnisse der Volkswirtschaft per Saldo in Höhe von über 6 Prozent des BIP zur Verfügung – ein relativ hoher Anteil im internationalen Vergleich. Der Anteil am Gesamtsaldo fällt dagegen etwas geringer aus als bei den übrigen Ländern. Das liegt aber vor allem am sehr großen staatlichen Finanzierungsdefizit in Höhe von fast 8 Prozent des BIP. Die übrigen Sektoren tragen dagegen nur relativ wenig zum gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo und damit zum Leistungsbilanzdefizit der USA bei (unter Vorbehalt möglicher Erfassungsprobleme).
- In **Deutschland** ist der Anteil der Nettoersparnis der privaten Haushalte mit fast 7 Prozent am BIP am höchsten. Das staatliche Defizit fällt dagegen relativ gering aus. Bemerkenswert ist noch, dass die nicht-finanziellen Unternehmen anders als in den USA auch in nennenswertem Ausmaß Nettosparer sind, während die Finanzinstitute ein Defizit aufweisen.
- Bei **Frankreich** ist die Struktur der Sektorsalden ähnlich. Der größte Unterschied liegt im großen Defizit des Staates, zudem sparen die privaten Haushalte per Saldo etwas weniger als in Deutschland.
- In der **Europäischen Union** und im **Euroraum** fallen die relativ geringen positiven Beiträge der privaten Haushalte als Anteil am BIP ins Auge, zudem sind die Finanzinstitute hier Nettosparer.

**Abbildungen 2.6a und b: Finanzierungssalden der institutionellen Teilsektoren im Jahr 2024**

Angaben in Prozent des gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldos für das Jahr 2024



Private Haushalte: einschließlich private Organisationen ohne Erwerbszweck; keine Angaben für China; eingeschränkte Vergleichbarkeit, da US-Daten von OECD, Daten für EU-Staaten von Eurostat

Quellen: Eurostat; OECD; Institut der deutschen Wirtschaft

### 3 Wie problematisch sind die Ungleichgewichte?

In Reaktion darauf, dass Frankreich globale Ungleichgewichte als zentrales Thema seiner G7-Präsidentschaft aufgreift, sind eine Reihe von Überblicksstudien entstanden, deren wesentliche Ergebnisse in diesem Kapitel dargestellt werden. Spezifisch für die G7 haben Bai et al. (2026) eine Überblicksstudie zum Thema verfasst, auch mit konkreten Handlungsempfehlungen. Zudem beleuchten Rey et al. (2026) die neuen globalen Ungleichgewichte mit Beiträgen aus verschiedenen Perspektiven mit Schwerpunkten auf den USA und China. Der IWF (2026a) stellt ein theoretisches Modell zum besseren Verständnis von globalen Ungleichgewichten auf. In einem zweiten Schritt werden Szenarioanalysen genutzt, um den Effekt von verschiedenen politischen Maßnahmen auf die globalen Ungleichgewichte zu simulieren. Auf dieser Basis kommen die Autoren zu dem Schluss, dass vor allem makroökonomische und strukturelle Maßnahmen zur Reduzierung der globalen Ungleichgewichte beitragen können. Industriepolitische oder handelspolitische Maßnahmen haben nach Ansicht des IWF einen im Vergleich eher geringeren Einfluss.

Im Folgenden werden für die USA, Deutschland, die EU sowie China knapp die wesentlichen Ergebnisse der neueren Literatur internationaler Organisationen mit aktuellen Einschätzungen zum jeweiligen globalen Ungleichgewicht dargestellt. Eine maßgebliche Quelle sind dabei auch die Artikel-IV-Konsultationen des IWF für das jeweilige Land.

#### 3.1 USA

Der IWF (2026b) begrüßt in seiner Artikel-IV-Konsultation für die USA zwar einerseits das anhaltend starke Wachstum in den USA. Er warnt aber andererseits vor dem persistent hohen fiskalischen Defizit und dem kontinuierlichen Anstieg des Schuldenstands in den USA. Dies fließt in die Bewertung des IWF (2026b) zur Leistungsbilanzposition der USA ein, auf die im Folgenden genauer eingegangen wird:

- Im Vergleich zu den Fundamentaldaten und den optimalen politischen Maßnahmen erachtet der IWF die externe Position des Landes als moderat zu schwach. Als wesentlichen Grund für diese Diskrepanz wird das chronische Staatsdefizit genannt. Hohe Staatsdefizite tragen in der Regel durch höhere Zinsen und – bei guter Bonität – durch höhere Kapitalzuflüsse zu einer Aufwertung des US-Dollars bei und ziehen auch dadurch die Leistungsbilanz nach unten.
- Neben der hohen Staatsverschuldung im Ausland tragen zunehmend ausländische Kapitalzuflüsse in US-Aktien und Unternehmensanleihen zum negativen Auslandsvermögensstatus der USA bei. In diesem Zusammenhang wird darauf hingewiesen, dass es bei den ausländischen Investoren einen Anstieg von Nichtbank-Finanzinstituten zu verzeichnen gibt, deren Risikoprofil sich von dem der Banken unterscheiden könnte. Das Zusammenspiel aus der verschlechterten Nettoauslandsvermögensposition mit der Verschiebung bei der Zusammensetzung der ausländischen Investoren macht die USA nach Einschätzung des IWF potenziell anfällig für externe Schocks.
- Dem ist aus grundsätzlicher Sicht hinzuzufügen, dass Kapitalzuflüsse in die USA dadurch begünstigt werden, dass der US-Dollar als globale Reserve- und Transaktionswährung fungiert und Währungsreserven anderer Staaten insbesondere in US-Staatsanleihen angelegt sind. Dass die USA Nettokapitalzuflüsse und damit ein Leistungsbilanzdefizit aufweisen, hat also mit diesen Push-Faktoren zu tun, aber auch mit den Pull-Faktoren eines hohen Staatsdefizits und einer relativ hohen Attraktivität der US-Wirtschaft für private Investoren.

- Für das Leistungsbilanzdefizit prognostiziert der IWF unter Einbeziehung der Zollerhöhungen und der fiskalischen Maßnahmen im Jahr 2025 (vor allem Steuersenkungen im Rahmen des Working Family Tax Cuts Act) in der mittleren Frist (Projektionen bis 2031) eine Stabilisierung bei 3,5 bis 4 Prozent des BIP. Die private Ersparnis steigt in der Projektion leicht und kann knapp den Anstieg des staatlichen Defizits und der privaten Investitionen ausgleichen.
- Der IWF fordert eine fiskalische Konsolidierung in der Größenordnung von 4 Prozent des BIP über die nächsten Jahre, etwa durch die Einführung einer Mehrwertsteuer. Zusammen mit Anpassungen der Handelspartner könnte dies das Leistungsbilanzdefizit der USA auf 2 Prozent des BIP verringern.

Bai et al. (2026) betonen ebenfalls das hohe staatliche Defizit der USA seit 2019, was die nationale Ersparnis reduziert und die nationale Verschuldung erhöht hat. Gleichzeitig werden erneut die starken Kapitalzuflüsse aus dem Ausland aufgrund des dynamischeren Wachstums der USA und der Präferenz für US-Staatsanleihen und US-Aktien genannt. Zur Bekämpfung des Ungleichgewichts in den USA empfehlen die Autoren ebenfalls eine Reduzierung des staatlichen Defizits. Zudem wird auf den positiven Aspekt von ausländischen Kapitalzuflüssen verwiesen. Da diese nun stärker von Nichtbank-Finanzinstituten kommen, wird empfohlen, die Überwachung von Nichtbank-Finanzinstituten zu stärken. So wäre in diesem Zusammenhang etwa eine bessere Regulierung von Stablecoins ein konstruktiver Beitrag.

Weder di Mauro und Zettelmeyer (2026) argumentieren, dass sich die starke Zunahme des Leistungsbilanzdefizits der USA vor allem aus der hohen Inlandsnachfrage relativ zu der schwachen Auslandsnachfrage in Verbindung mit dem großen Haushaltsdefizit, den steigenden Aktienkursen und dem KI-getriebenen Investmentboom ergibt. Als primäres Instrument, um dieses Leistungsbilanzdefizit anzupassen, nennen sie die Fiskalpolitik im Sinne einer mittelfristigen fiskalischen Konsolidierung. So könnten etwa die indirekten Steuern erhöht werden, um die Einnahmeseite zu stärken. Dazu würde auch eine Anhebung der Progression in der Einkommensteuer beitragen.

Milesi-Ferretti (2026) beschreibt die Entwicklung der Leistungsbilanz der USA und ihrer Nettoauslandsposition im Detail.

- So hat sich die Nettoauslandsposition der USA seit der Finanzkrise stark verschlechtert. Als Grund wird erneut vor allem der signifikante Anstieg von ausländischen Kapitalzuflüssen genannt, die durch die gute Performance von US-Aktien angezogen wurden. Zudem sind die Nettodirektinvestitionen zunehmend negativer geworden. Ferner hat die Aufwertung des US-Dollars den Dollarwert des US-Auslandsvermögens reduziert.
- Den größten Anteil an der Nettoauslandsposition der USA haben ausländische Bestände an US-Staatsanleihen. Ein immer größerer Anteil davon wird von privaten ausländischen Investoren gehalten, während der Anteil im Besitz von ausländischen Zentralbanken rückläufig ist.
- Das Leistungsbilanzdefizit der USA im Zeitraum 2020 bis 2024 wird primär mit der starken US-Gesamtnachfrage relativ zur sonstigen globalen Nachfrage begründet. Die großzügigen fiskalischen Stimuluspakete während und nach der Corona-Pandemie haben dazu wesentlich beigetragen. Gleichzeitig haben die erhofften Produktivitätsgewinne durch KI die Aktienkurse der Tech-Firmen steigen lassen. In der Folge sind auch die Investitionen etwa in Datenzentren gestiegen und der positive Vermögenseffekt der höheren Börsenkurse hat den privaten Konsum befeuert. Auch dadurch sind die Importe stärker gestiegen als die Exporte. Doch durch die gleichzeitige Verbesserung der terms of trade für die USA (durch die reale Aufwertung des Dollar) sind die Effekte auf die Leistungsbilanz abgemildert worden.

- Angesichts der geopolitischen Lage im Zusammenspiel mit einigen der politischen Maßnahmen der jetzigen US-Administration und dem möglichen Platzen der KI-Blase, warnt Milesi-Ferretti (2026) vor dem Risiko eines ungeordneten Rebalancing der USA. Als warnendes Beispiel wird der Anstieg von langfristigen US-Zinsen bei der gleichzeitigen Abwertung des US-Dollars im April 2025 genannt.

### Zwischenfazit

Aus der obigen Literaturübersicht lassen sich demnach **folgende Haupttreiber für die aktuelle Leistungsbilanzposition** der USA ableiten:

- Die Zunahme des fiskalischen Defizits seit 2020.
- Steigende Kapitalzuflüsse aus dem Ausland, insbesondere in US-Aktien und Investmentfonds, die maßgeblich durch die gute Performance der Tech-Unternehmen rund um den KI-Boom getrieben werden und auch zu einer Aufwertung des US-Dollars beigetragen haben.
- Überdurchschnittlich starke Gesamtnachfrageentwicklung im globalen Vergleich, insbesondere getragen durch die hohen KI-Investitionen und Vermögenszuwächse, durch die gute Aktienperformance, die den Konsum unterstützten.
- Das gesamtwirtschaftliche Ersparnis-Investitionsdefizit der USA wird also wesentlich mit geprägt durch die hohe Staatsverschuldung und die dynamischen KI-Investitionen.

Die Studien kommen überwiegend zu dem Schluss, dass die Entwicklung der Zahlungsbilanzsituation der USA mit einem gewissen **Risiko für ein ungeordnetes Rebalancing** verbunden ist. Der Grund dafür ist die Kombination aus

- der höheren Nettoauslandsverschuldung,
- einer fragileren Finanzierungsstruktur (Nichtbank-Finanzinstitute) dieser Verschuldung,
- sowie der erratischen Wirtschafts- und Handelspolitik der derzeitigen US-Administration.

Um die Zahlungsbilanzsituation der USA zu verbessern und das Risiko für ein ungeordnetes Rebalancing zu mindern, werden in der Literatur folgende **Handlungsempfehlungen** gemacht:

- Reduzierung des fiskalischen Defizits durch Stärkung der Staatseinnahmen
- bessere Regulierung der Nichtbank-Finanzinstitute
- dagegen werden Zölle eher als nicht geeignetes Mittel gesehen.

Insgesamt ist der Handlungsbedarf der USA vor allem aufgrund des anhaltend hohen Fiskaldefizits weiterhin groß.

## 3.2 Deutschland

Der IWF (2026c) betont in seiner Artikel-IV-Konsultation vom Februar 2026 für Deutschland die zahlreichen externen Krisen, die das Land in den letzten Jahren wirtschaftlich getroffen haben.

- Zusätzlicher Gegenwind kam dabei von der nachlassenden Auslandsnachfrage. Dies geht zum einen auf das rückläufige Wachstum der Handelspartner zurück, aber zum anderen auch auf das Erodieren der deutschen Exportwettbewerbsfähigkeit in den letzten Jahren. So kommt das deutsche Exportmodell zunehmend unter Druck, auch vor dem Hintergrund der US-Zölle und dem starken Exportstreben Chinas.
- Positiv bewertet der IWF für 2026 die Auswirkungen der Reform der Schuldenregel und die höheren staatlichen Investitionen im Rahmen des Sondervermögens, was das Wachstum in den nächsten Jahren

stimulieren dürfte. Dieses wird dabei vor allem von der heimischen Nachfrage getragen, insbesondere von einem Anstieg des öffentlichen Konsums, mit einem kleineren Anteil des privaten Sektors. Der Leistungsbilanzüberschuss dürfte nach IWF-Prognose in den nächsten Jahren rückläufig sein, von 5,8 Prozent des BIP im Jahr 2024 auf 3,8 Prozent des BIP in 2031. Das geht einher mit einer schwächeren Warenhandelsbilanz, während die Dienstleistungsbilanz davon weniger betroffen sein dürfte.

- Einschränkend ist dabei zu betonen, dass die Stellungnahme des IWF vor dem Irankrieg erstellt wurde, sodass die damit einhergehenden negativen wirtschaftlichen Folgen für Deutschland für 2026 und 2027 noch keinen Eingang in die Bewertung finden konnten.

Die Europäische Kommission (2025) hat die Entwicklung des deutschen Leistungsbilanzüberschusses und die damit einhergehenden Risiken genauer untersucht.

- Trotz stagnierender heimischer Nachfrage ist die deutsche Leistungsbilanz in den letzten Jahren rückläufig, wie auch die Handelsbilanz. Dazu hat auch der stärkere Rückgang beim Dienstleistungshandel (insbesondere Tourismus im Jahr 2024) wesentlich beigetragen. Trotzdem übersteigt der Leistungsüberschuss Deutschlands immer noch signifikant den Wert, den die Fundamentaldaten nahelegen. Nach Schätzung der Europäischen Kommission sollte Deutschlands Leistungsbilanzüberschuss bei 1,2 Prozent des BIP liegen.
- Die schwache heimische Nachfrage ist nach Ansicht der Europäischen Kommission maßgeblich mitverantwortlich für den anhaltend hohen Leistungsbilanzüberschuss in Deutschland. So ist der Nachfragebeitrag der Privathaushalte seit 2019 leicht rückläufig, während die private Ersparnis hoch bleibt. Deutsche Privathaushalte haben die höchste Sparquote unter den Euroländern. Dies dürfte auf verschiedene Faktoren zurückgehen: Kurzfristig wirken die Unsicherheit der Verbraucher und die Stagnation bei den realen Einkommen in diese Richtung. Zudem ist zu ergänzen, dass längerfristig auch die im EU-Vergleich relativ ungünstige demografische Entwicklung in Deutschland einen wichtigen Einfluss ausübt auf den intertemporalen Leistungsbilanzausgleich (Deutsche Bundesbank, 2020). Ebenso sind im Jahr 2024 Unternehmensinvestitionen gefallen. Die Gründe liegen sowohl im schwierigen makroökonomischen Umfeld als auch an Standortfaktoren wie hohen Energie- oder Arbeitskosten. Dagegen ist der Staat seit 2020 ein Nettokreditnehmer, was den Leistungsbilanzüberschuss etwas drückt. Trotzdem bleiben auch die staatlichen Investitionen vergleichsweise gering, was auch daran liegt, dass verfügbare Gelder nicht genutzt werden, etwa aufgrund bürokratischer Hürden oder fehlendem Personal. Positiv bewertet die Europäische Kommission in diesem Zusammenhang die Lockerung der Schuldenbremse für Verteidigungsausgaben sowie das Sondervermögen für Infrastrukturinvestitionen.
- Wesentlicher Treiber für den leichten Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses am aktuellen Rand ist die schwache Exportdynamik. Die Nachfrage großer Drittmärkte ist rückläufig und deutsche Firmen bekommen zunehmend Konkurrenz in den exportrelevanten Sektoren.

Darvas et al. (2026) zeichnen die Entwicklung der Leistungsbilanzposition der EU genauer nach (siehe Kapitel 3.3). Dabei gehen sie auch auf Deutschland als eines der Länder innerhalb der Union mit persistent hohem Leistungsbilanzüberschuss ein. Als wesentlicher Grund dafür wird erneut die hohe Nettoersparnis (Finanzierungssaldo) der Privathaushalte genannt. Diese ist zum einen demografisch bedingt (da Deutschland besonders stark altert), wird aber sowohl mit den Arbeitsmarktreformen in den 2000er Jahren als auch mit bestehenden Investitionshürden erklärt. Gleichwohl wird angeführt, dass sich der hohe Finanzierungssaldo (Leistungsbilanzsaldo) in ökonomischen Modellen nicht allein durch die wirtschaftlichen Fundamentaldaten erklären lässt, gerade auch mit Blick auf mögliche Investitionshemmnisse.

Dem ist aus Sicht der Autoren noch hinzuzufügen, dass ein relativ hoher Warenhandelsüberschuss auch durch die Spezialisierung der deutschen Wirtschaft auf Investitionsgüter und eine hohe nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit bedingt ist, die sich aus einer hohen Qualität und Reputation deutscher Produkte (Made in Germany) ergibt (Busch et al., 2011). Der lange Zeit hohe Leistungsbilanzüberschuss lässt sich sowohl von der Kapitalseite (Ersparnisüberschuss fließt ins Ausland) als auch realwirtschaftlich erklären.

### Zwischenfazit

Aus der obigen Literaturübersicht lassen sich demnach **folgende Haupttreiber für die aktuelle Leistungsbilanzposition** Deutschlands ableiten:

- Als Hauptursache des persistenten Leistungsbilanzüberschusses wird die schwache heimische Nachfrage angesehen. Das betrifft sowohl die Nachfrage der Privathaushalte und der Unternehmen als auch – mit abnehmender Tendenz – die des Staates.
- Auch die hohe private Ersparnis trägt wesentlich dazu bei, nicht zuletzt wegen einer relativ ungünstigeren demografischen Situation in Deutschland, die zu höheren Sparanreizen führt.
- Überwiegend positiv werden die Lockerung der Schuldenbremse sowie das Sondervermögen für Infrastruktur bewertet.

Die Studien sehen in der deutschen Situation vor allem ein **Risiko** für Deutschland selbst. Denn die mangelnde Investitionsbereitschaft hemmt die Wachstumsperspektiven für das Land.

Um die Leistungsbilanz Deutschlands stärker ins Gleichgewicht zu bringen, werden in der Literatur unter anderem folgende **Handlungsempfehlungen** gegeben:

- Mehr staatliche Investitionen, etwa in Infrastruktur oder Digitalisierung,
- Anreize setzen für private Investitionen, etwa durch eine Steuerreform,
- Bürokratieabbau, um die Umsetzung von Investitionen zu erleichtern.

In der Gesamtschau weist Deutschland zwar weiterhin einen relativ hohen Leistungsbilanzüberschuss auf, aber das Niveau nimmt deutlich ab und die Politik bewegt sich mit mehr staatlichen Investitionen in die richtige Richtung und will über Reformen auch Wettbewerbsfähigkeit und private Investitionsanreize erhöhen. Auch wenn dieses Ziel mit mehr Konsequenz verfolgt werden muss, befindet sich Deutschland im Gegensatz zu den USA und China weitgehend auf dem richtigen Weg.

### 3.3 Euroraum und EU

Darvas et al. (2026) gehen der Frage nach, wie sich die EU von einer ausgeglichenen Leistungsbilanz im Jahr 2000 hin zu einem anhaltenden, substantziellen Überschuss entwickelt hat.

- Wesentlich liegt das daran, dass der Leistungsbilanzsaldo in süd- und osteuropäischen Ländern durch einen Rückgang der Investitionen stieg. Diesen Zuwachs konnte der gleichzeitige Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses im Rest der EU nicht ausgleichen. Bei einigen Mitgliedstaaten wie Deutschland war der Überschuss aber auch zwischenzeitlich weiter gewachsen. Der deutsche Überschuss wird dabei überwiegend von der hohen Nettoersparnis der Privathaushalte getrieben, während dieser in den nordeuropäischen Mitgliedstaaten wesentlich auf die hohe Nettoersparnis der Unternehmen zurückgeht.
- Laut Prognose dürfte sich der Leistungsbilanzüberschuss der EU somit auf 2,5 Prozent im Jahr 2025 belaufen. Daran dürfte sich vor dem Hintergrund der derzeitigen Aussichten für die EU beim Wachstum, der

Fiskalpolitik, der demografischen Entwicklung als auch der globalen Entwicklungen auch mittelfristig wenig ändern. Für die globale finanzielle Stabilität wird das jedoch nicht als größere Gefahr erachtet. Aber die geringen Investitionen und die hohe Ersparnis sind durchaus intern für die EU und einzelne Länder strukturell problematisch.

- Als Maßnahmen, um sowohl das Wachstum in der EU anzukurbeln als auch den Leistungsüberschuss zu senken, empfehlen Darvas et al. (2026), Investitionen anzuregen sowie das Investitionsklima zu verbessern, etwa durch Arbeitsmarktreformen oder eine Vertiefung des EU-Binnenmarktes. Zudem legen sie eine Reform der EU-Fiskalregeln nahe, welche staatliche Investitionen begünstigt.

Weder di Mauro und Zettelmeyer (2026) konstatieren, dass die Anpassung für die EU oder den Euroraum in Richtung einer gleichgewichtigen Leistungsbilanz komplexer ist als bei den USA, vor allem aufgrund der Heterogenität der Mitgliedstaaten. Insgesamt sollte laut Berechnungen des IWF und der Europäischen Kommission die EU beziehungsweise der Euroraum den aktuellen Leistungsüberschuss um rund 1,5 Prozent des BIP senken. Dafür eignen sich gemäß der Autoren Maßnahmen zur Steigerung wachstumsfördernder Investitionen am besten. Dazu zählen sie etwa Erleichterungen bei Firmengründungen oder bei der Skalierung von Firmen. Zudem sollten Investitionen in die digitale Infrastruktur oder den Ausbau der erneuerbaren Energien fließen.

Die Europäische Kommission (European Commission, 2026) geht auf die Hauptaspekte der globalen Ungleichgewichte für den Euroraum ein und legt dabei den Fokus auf die Rolle des europäischen Kapitalmarktes.

- Als wesentlicher Treiber für den Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums wird die hohe Ersparnis relativ zu den Investitionen gesehen. Dabei gehen die meisten Ersparnisse auf die Privathaushalte zurück. Diese legen ihre Ersparnisse häufig bei Banken an, die diese wiederum im Ausland investieren, auch mangels entsprechender Investitionsanlagen im Euroraum. So schätzt die Europäische Kommission, dass 2024 etwa die Hälfte aller privaten Ersparnisse durch den Finanzsektor in Vermögenwerte außerhalb der EU fließen. Ein Grund dafür ist auch die Fragmentierung des europäischen Kapitalmarktes. Aber der Abfluss der privaten Ersparnisse ins Ausland schränkt den Zugang europäischer Firmen zu ausreichend Kapital ein, was sich negativ auf ihre Investitionen und Wettbewerbsfähigkeit auswirkt.
- Daher empfiehlt die Europäische Kommission der Eurogruppe, eine echte Spar- und Investitionsunion aufzubauen sowie die Kapitalmarktintegration der EU und die internationale Rolle des Euro zu stärken.

### Zwischenfazit

Aufgrund der Heterogenität innerhalb der jeweiligen Bündnisse ist es schwieriger, die **Haupttreiber für die Leistungsbilanz** auszumachen. Trotzdem lassen sich aus der obigen Literaturübersicht folgende Punkte für die EU/den Euroraum ableiten:

- Der Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums/der EU in den letzten Jahren ergibt sich zum einen aus einem längerfristigen Rückgang der Investitionen in den ost- und südeuropäischen Ländern. Zum anderen wird vor allem die hohe private Ersparnis in Relation zu den Investitionen in einigen Mitgliedstaaten mit Leistungsbilanzüberschuss als Ursache genannt.
- Die europäischen Ersparnisüberschüsse werden – auch wegen mangelnder Investitionsmöglichkeiten und wegen eines fragmentierten Kapitalmarktes – durch das Bankensystem zu einem erheblichen Teil im Ausland angelegt, was wiederum die kapitalflussbezogene Kehrseite des Leistungsbilanzüberschusses ist.

Zu den primären **Handlungsempfehlungen** gehören die Anreizung von produktivitäts- und wachstumssteigernden Investitionen. Dazu zählen sowohl Verbesserungen beim Investitionsklima als auch eine stärkere Integration des Kapitalmarktes in der EU. Zudem kommt es auf die Art der Investitionen an: Insbesondere werden Investitionen in die Digitalisierung, den Ausbau der erneuerbaren Energien und die Energiesysteme genannt.

Die EU bewegt sich diesbezüglich in den letzten Jahren bereits in die richtige Richtung. Das gilt etwa für den Corona-Aufbaufonds, der vor allem gemeinschaftlich finanzierte Investitionen in die digitale und grüne Transformation fördert. Private Investitionen werden durch laufende Bürokratierformen der EU sowie durch eine ernsthafte Initiative wichtiger Mitgliedstaaten für eine Spar- und Investitionsunion stärker angereizt. Auch der Draghi-Bericht zeigt vielfältige Wege zur Steigerung von privaten und öffentlichen Investitionen vor, denen EU und Mitgliedstaaten freilich noch konsequenter folgen sollten. Allerdings dürften die anhaltenden Krisen und geopolitischen Verunsicherungen tendenziell das Vorsichtssparen im Privatsektor erhöhen. Insgesamt erscheint der Leistungsbilanzüberschuss der EU und des Euroraums zwar leicht erhöht, aber wie in Deutschland ist die investitionsorientierte Ausrichtung der Politik richtig, sollte jedoch noch verstärkt werden.

### 3.4 China

Die Entwicklung der chinesischen Leistungsbilanz und des Wechselkurses des Yuan wird in Kapitel 4 aus außenwirtschaftlicher Perspektive beurteilt. Im Folgenden liegt der Fokus daher auf dem **binnenwirtschaftlichen Ungleichgewicht Chinas**.

Dazu betont der IWF (2026d) in seiner Artikel-IV-Konsultation für China folgende Aspekte:

- Die heimische private Nachfrage bleibt weiterhin verhalten, während das Angebots- und Produktionspotenzial durch eine aktive Industriepolitik weiter ausgebaut wird. Durch das strukturelle Überangebot festigt sich die Deflation weiter. Als Risiko wird in diesem Zusammenhang eine weitere Verschärfung der Krise am Immobilienmarkt gesehen. In Kombination mit hoher Verschuldung würde dies die private Nachfrage weiter drücken.
- Der IWF sieht die Transformation hin zu einem stärker konsumgetriebenen Wachstumsmodell als Hauptpriorität. Ein starker fiskalischer Impuls wird in diesem Zusammenhang als maßgeblich erachtet. Dabei sollten vor allem der Konsum und der Immobilienmarkt stärker unterstützt werden. Weniger Mittel sollten dagegen in ineffiziente Investitionen sowie überflüssige industriepolitische Maßnahmen fließen. Zudem sollten die Geldpolitik und der Wechselkurs gelockert werden. Weitere Zinssenkungen werden empfohlen, jedoch nur als Teil eines umfassenderen Maßnahmenpakets, das eine Aufwertung des realen Wechselkurses fördert, um die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte nicht durch eine weitere Abwertung zu verschärfen, die sich durch Zinssenkungen ergeben könnte.
- Zudem braucht es auch strukturelle Reformen, um die Wirtschaft stärker auf den Konsum auszurichten. So könnte etwa durch eine Stützung des Immobiliensektors das Konsumentenvertrauen gestärkt werden, während gleichzeitig durch bessere soziale Absicherung das Vorsorgesparen gesenkt werden könnte. Die nötigen öffentlichen Mittel dafür könnte eine stärker progressiv-gestaltete Besteuerung beisteuern.

Aus Sicht von Weder di Mauro und Zettelmeyer (2026) macht die Kombination aus sehr hohen Ersparnissen bei gleichzeitig hohen Investitionen Chinas Situation außergewöhnlich.

- Für die relativ hohe Ersparnis gibt es eine Reihe von Gründen, wie etwa die unterentwickelte soziale Absicherung oder die demografische Situation. Für die hohe Investitionstätigkeit gibt es auch historisch-politische Gründe. So tendieren Planwirtschaften generell zu hohen Investitionen, um die Industrialisierung voranzutreiben. Im Fall Chinas sind vor allem zwei Instrumente zentral, um die Investitionstätigkeit im Land hochzuhalten: die Kapitalkontrollen und die Wachstumsvorgaben für die Lokalregierungen.
- Zur Frage, warum Chinas Leistungsbilanz- und Handelsbilanzüberschuss in den letzten Jahren weiter angestiegen sind, verweisen die Autoren auf die schwache heimische Nachfrage bei gleichzeitig hohen Wachstumszielen der Regierung. Um diese zu erreichen, setzt China verstärkt auf den Export statt auf die heimische Nachfrage.
- In Ergänzung der Argumentation der Autoren ist hinzuzufügen: Zur stärkeren Bedeutung des Exports als Wachstumsfaktor trägt wesentlich bei, dass die staatlich gelenkte Kreditvergabe seit einigen Jahren weg von Investitionen in den kriselnden Immobiliensektor hin zu einer noch verstärkten Förderung von technologisch anspruchsvollen Industriekapazitäten (new productive forces) gelenkt wurde. Da dies planwirtschaftlich gesteuert und damit weitgehend ohne Beachtung der heimischen Nachfrageentwicklung nach den geförderten Industriegütern erfolgte, sind in einigen Sektoren große Überkapazitäten entstanden. Soweit dafür die heimische Nachfrage fehlt, drängen diese Produkte damit verstärkt als Exporte auf den Weltmarkt.
- Um die binnenwirtschaftliche Nachfrage Chinas zu stärken, werden sowohl strukturelle Maßnahmen (bessere soziale Absicherung oder Fokussierung der Investitionen auf Humankapital oder Dienstleistungen) als auch makroökonomische Maßnahmen (Aufwertung der Währung oder fiskalischer Stimulus im Bereich Sozialausgaben) vorgeschlagen.

Bai et al. (2026) machen für das binnenwirtschaftliche Ungleichgewicht Chinas die Immobilienkrise in den Jahren 2021/2022 mitverantwortlich, die einen Rückgang der Investitionen und einen Anstieg der privaten Ersparnisse nach sich zog. Diese Entwicklung hat den Leistungsbilanzüberschuss des Landes ansteigen lassen. Um Chinas Wachstum ausgeglichener zu gestalten, sollten statt großzügiger Industriepolitik mehr Investitionen in Bildung, Gesundheit oder die Sozialsysteme umgelenkt werden. Die Regionalregierungen sollten Anreize erhalten, den Dienstleistungskonsum zu steigern, statt die Industrieproduktion zu fördern. Der starke und teils aggressive preisliche Wettbewerb unter den chinesischen Unternehmen – insbesondere in Sektoren mit zeitweiligen Überkapazitäten – sollte nach Ansicht der Autoren eingehegt werden, um das mittelfristige Wachstum nicht zu gefährden, das Deflationsrisiko zu senken und die Handelspartner nicht zu verprellen. Zudem sollte die Flexibilität des Wechselkurses erhöht werden.

### Zwischenfazit

Aus der obigen Literaturübersicht lassen sich demnach **folgende Haupttreiber für das binnenwirtschaftliche Ungleichgewicht** in China ableiten:

- hohe private Ersparnis auch infolge des Zusammenbruchs des Immobilienmarktes,
- geringe private Nachfrage und Konsumtätigkeit.

**Risiko:** Bei anhaltender Deflation ist das mittelfristige Wachstum in Gefahr; es könnte zu Überschuldungsproblemen kommen und aufgrund steigender Handelsbilanzüberschüsse droht eine zunehmende Abschottung der Handelspartner.

Um den Leistungsbilanzüberschuss in China zu mindern und die Binnennachfrage zu stärken, werden in der Literatur unter anderem folgende **Handlungsempfehlungen** gemacht:

- Anregung des Konsums über fiskalischen Stimulus,
- bessere soziale Absicherung, um die Vorsorgeersparnis zu reduzieren,
- weniger finanzielle Mittel für industriepolitische Maßnahmen, stattdessen mehr Investitionen in Humankapital, zur Stützung des Immobiliensektors sowie in den binnenorientierten Dienstleistungssektor anstelle des exportorientierten Industriesektors,
- makroökonomische Maßnahmen, wie eine Flexibilisierung des Wechselkurses und eine Aufwertung des Yuan.

Chinas zuletzt hoher Leistungsbilanzüberschuss und die anhaltend großen Reformanforderungen, denen die chinesische Politik bislang nur in zaghafte Ansätzen nachkommt, verdeutlichen, dass der Handlungsbedarf mit Blick auf die globalen Ungleichgewichte bei China mit Abstand am größten ist. Das gilt auch deshalb, weil die Tendenz beim Leistungsbilanzüberschuss zuletzt mit erhöhter Dynamik in die falsche Richtung geht. Bei den USA ist der Handlungsbedarf anhaltend groß, in Europa ist er moderat und wird bereits angegangen. Dagegen ist das Ausmaß an nötigem Rebalancing in China immens und systemisch – sei es zwischen Angebot und Nachfrage, Industrie(politik) und Dienstleistungen oder zwischen Exporten und Importen und damit einem stärkeren außenwirtschaftlichen Gleichgewicht.

## 4 Relevanz des Wechselkursregimes in China

Da die bisherige Analyse ergeben hat, dass der Handlungsbedarf zur Minderung der gestiegenen globalen Ungleichgewichte in China am größten ist und die binnenwirtschaftlichen Perspektiven dabei bereits behandelt wurden, wird hier der Fokus auf die außenwirtschaftlichen Aspekte gelenkt und dabei besonders auf die Rolle des chinesischen Wechselkurses, der von zahlreichen Autoren als Reformbereich identifiziert wird.

### 4.1 Einleitung: Chinas Wechselkursregime in der Kritik

Offiziell verfügt China über ein sogenanntes „managed floating“ Währungsregime (IWF, 2026d). Darunter versteht man, dass Marktbewegungen am Devisenmarkt eine gewisse Rolle bei der Bestimmung des nominalen Wechselkurses haben, also kein grundsätzlich fester Wechselkurs besteht. Doch wird die Währung auch durch staatliche Eingriffe der Notenbank nach wirtschaftspolitischen Zielen gesteuert. In China wird der nominale Wechselkurs des Yuan tendenziell gegenüber einem Währungskorb und de facto vor allem gegenüber dem US-Dollar tendenziell relativ stabil gehalten, wobei die genauen Steuerungsmechanismen intransparent sind. In den vergangenen Jahren – besonders seit der Corona-Pandemie – ist dieses Wechselkursregime Chinas zunehmend in den Fokus der Diskussion um Ungleichgewichte im globalen Handel gerückt. Das gilt aus der bilateralen europäischen Perspektive, aber auch aus multilateraler Sicht.

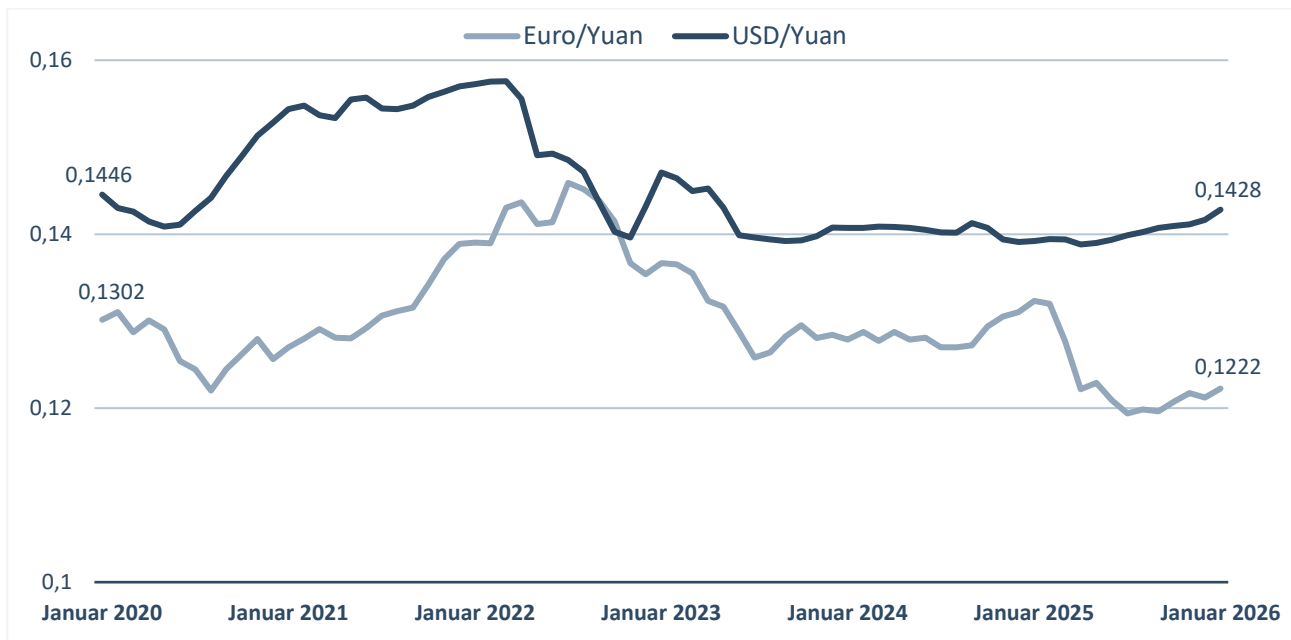
Aus der **bilateralen europäischen Perspektive** stieg das Handelsbilanzdefizit der EU und Deutschland gegenüber China zuletzt auf historische Höchstwerte (Kapitel 4.2). Denn die europäischen Exporte nach China brachen stark ein, während die Importe aus China weiter deutlich zunahmen. Dahinter dürften zwar mehrere Einflussfaktoren stehen, wie etwa die schwache Nachfrage in China, Autarkiebestrebungen und auch die betriebswirtschaftliche Strategie größerer europäischer Firmen, den chinesischen Markt zunehmend mit Produktion vor Ort statt mit Exporten aus Europa zu bedienen. Zudem dürften Umlenkungseffekte durch die zwischenzeitlich sehr hohen US-Zölle auf chinesische Importe dazu beigetragen haben, dass die europäischen Importe aus China besonders in 2025 deutlich zunahmen. Doch die starke Divergenz zwischen der Export-schrumpfung und dem Importanstieg ist sehr ungewöhnlich, denn normalerweise steigen Exporte und Importe in unterschiedlichem Ausmaß. Das spricht für eine erhebliche Veränderung der relativen Preise und der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zulasten der EU im Handel mit China. Damit geraten neben relativen Kostenentwicklungen auf beiden Seiten auch Wettbewerbsverzerrungen in den Blick, die durch sehr hohe chinesische Subventionen (OECD, 2025) und möglicherweise auch durch das Wechselkursregime Chinas bedingt sind.

In dieser Hinsicht ergibt sich ein Anfangsverdacht: Durch die stark gestiegenen europäischen Netto-Importe aus China ist auch die Nachfrage nach chinesischen Yuan gestiegen, da die europäischen Importeure ihre Rechnungen letztlich in der Landeswährung begleichen müssen, auch wenn bei der Zahlungsabwicklung teilweise ein Umweg über den US-Dollar führen dürfte. Somit wäre im Prinzip eine substanzielle Aufwertung des Yuan gegenüber dem Euro in den letzten Jahren zu erwarten gewesen, da der Euroraum ein relevanter Handelspartner Chinas ist. Das gilt im Falle eines flexiblen Wechselkursregimes, bei dem sich der Wert einer Währung durch Angebot und Nachfrage auf dem Devisenmarkt bestimmt. Die Aufwertung des Yuan blieb jedoch aus, es kam im Jahr 2025 sogar zu einer weiteren nominalen Abwertung, weil der Yuan gemeinsam mit dem US-Dollar im Zuge der US-Zollturbulenzen gegenüber dem Euro weiter an Wert verlor (Abbildung 4.1). Diese kontraintuitive Bewegung des bilateralen Wechselkurses ließ größere Zweifel an der Flexibilität

des chinesischen Wechselkursregimes und Vorwürfe einer möglicherweise strategischen Einflussnahme aufgenommen (Matthes, 2025), worauf im Weiteren ausführlicher eingegangen wird (Kapitel 4.2).

#### Abbildung 4.1: Nominaler Wechselkurs des Yuan gegenüber dem Euro und US-Dollar

Euro pro Yuan und US-Dollar pro Yuan



Quellen: Deutsche Bundesbank; Institut der deutschen Wirtschaft

Auch aus der **multilateralen Perspektive** erfuhr der anhaltend niedrige Wechselkurs des Yuan gegenüber dem US-Dollar und anderen Währungen im Jahr 2025 zunehmend an Aufmerksamkeit. Denn der chinesische Warenhandelsbilanzüberschuss mit dem Ausland erreichte mit rund 1,2 Billionen US-Dollar einen Rekordwert. Eine unterbewertete Währung dürfte dazu beigetragen haben, denn sie verbilligt Exporte und verteuert Importe Chinas. Weil gleichzeitig auch der Leistungsbilanzüberschuss Chinas deutlich stieg, hat auch der Internationale Währungsfonds in seinem jüngsten Jahresbericht zu China mehr Wechselkursflexibilität gefordert (IWF, 2026d). Darüber hinaus mehren sich die Stimmen von Experten, die den Yuan für deutlich unterbewertet halten und somit einen deutlichen Aufwertungsbedarf sehen (Sandlund, 2026; Setser/Sobel, 2025).

## 4.2 Indikatoren und Indizien für eine substantielle Unterbewertung des Yuan

Der Wechselkurs eines Landes und sein Leistungsbilanzungleichgewicht können sich gegenseitig beeinflussen. Wie gerade dargestellt, kann eine Währungsabwertung oder eine unterbewertete Währung ein wichtiger Grund für einen Handels- und damit auch einen Leistungsbilanzüberschuss sein. Umgekehrt bewirkt ein solcher Überschuss bei flexiblem Wechselkurs eine Währungsaufwertung und damit eine Ausgleichstendenz. Denn wie erläutert bedeutet ein zunehmender Leistungsbilanzüberschuss eine höhere Netto-Nachfrage nach der eigenen Währung. Mehr Nettonachfrage bedeutet, dass der Preis der heimischen Währung steigen sollte, wenn Kapitalströme nicht in die entgegengesetzte Richtung wirken. Durch eine solche Aufwertung würden Exporte verteuert und Importe verbilligt. Damit wirken Währungsbewegungen Leistungsbilanzungleichgewichten normalerweise entgegen. Flexible Wechselkurse sind also ein im System eingebauter Anpassungsmechanismus, der zurück zum Gleichgewicht drängt.

Bei einem festen oder gemanagten Wechselkurs kann diese Anpassungstendenz unterdrückt werden. Wenn es das Ziel einer Notenbank ist, die Landeswährung stabil zu halten und eine Aufwertung zu verhindern, muss sie die Übernachfrage nach heimischer Währung durch den Kauf der „überschüssigen“ ausländischen Währung vom Markt nehmen. Sie interveniert also am Devisenmarkt bei den Mengen, um eine Aufwertung und damit eine Preisreaktion zu verhindern. Solche Devisenmarktinterventionen schlagen sich üblicherweise in einem Anstieg der ausländischen Währungsreserven in der Bilanz der Notenbank nieder.

Ein klarer Beleg für die These einer strategischen Yuan-Unterbewertung wäre also ein **Anstieg der chinesischen Devisenreserven**, und das besonders in Euro, weil hier das bilaterale Ungleichgewicht am Devisenmarkt besonders stark gestiegen ist. Doch transparente und verlässliche Daten über Chinas Devisenreserven liegen nur begrenzt vor. Zwar gibt es offizielle Daten zu den gesamten chinesischen Devisenreserven, doch diese weisen in mehrfacher Hinsicht Lücken und Unzulänglichkeiten auf.

- So werden sie nicht nach unterschiedlichen Währungen der Partnerländer ausgewiesen. Damit ist nicht festzustellen, ob die chinesischen Devisenreserven in Euro – wie vermutet – in den letzten Jahren stark gestiegen sind.
- Zudem versteckt China seit längerer Zeit Devisenreserven im stark staatlich geprägten Bankensystem abseits der Fremdwährungsbilanz der chinesischen Zentralbank (Setser, 2023; 2026).

Der Vorwurf einer möglichen strategischen Einflussnahme der chinesischen Führung mit dem Ziel, eine Aufwertung zu verhindern, kann somit aufgrund mangelnder Datentransparenz nicht stichhaltig belegt werden. Damit bleibt nur die Suche nach plausiblen Indizien für die These der Yuan-Unterbewertung aus der bilateralen und der multilateralen Perspektive.

Aus der **bilateralen Perspektive** gibt es zahlreiche Indizien für eine Unterbewertung des Yuan gegenüber dem Euro:

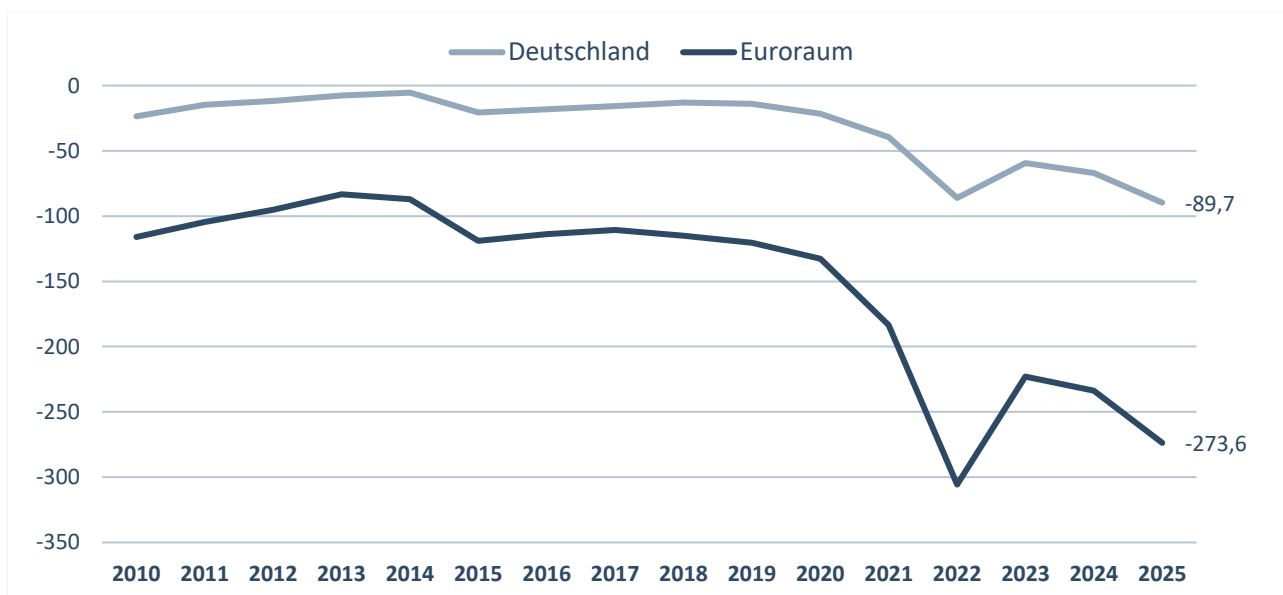
- Massiv gestiegenes Warenhandelsbilanzdefizit (Abbildung 4.2): Seit der Zeit vor der Corona-Pandemie stieg das Defizit vor allem Deutschlands, aber auch das des Euroraums im Warenhandel mit China sehr stark an.
- Im Jahr 2025 lag das Warenhandelsbilanzdefizit Deutschlands gegenüber Chinas nach Angaben des Statistischen Bundesamtes bei knapp 90 Milliarden Euro und damit um rund 540 Prozent höher als im Jahr 2019, als es bereits im Vergleich zu anderen Ländern hoch ausfiel. Es hat sich also mehr als versechsfacht in diesem kurzen Zeitraum. Relativ zum Bruttoinlandsprodukt Deutschlands von 2019 ist das ein enormer Anstieg von mehr als 2 Prozent der Wirtschaftsleistung, der das deutsche Wirtschaftswachstum in diesem Zeitraum also ceteris paribus deutlich gebremst haben dürfte.
- Für die Eurozone stieg das Warenhandelsdefizit gegenüber China zwischen 2019 und 2025 nach Angaben von Eurostat um 127 Prozent auf zuletzt rund 274 Milliarden Euro. Es hat sich also auf das 2,3-Fache erhöht.
- Gleichwohl reagierte der nominale bilaterale chinesische Wechselkurs über den gesamten Zeitraum nicht mit einer Aufwertung. Im Gegenteil: Im Januar 2026 lag der Yuan-Wechselkurs in Euro um 6,1 Prozent niedriger als im Januar 2020, womit der Yuan gegenüber dem Euro sogar abwertete (Abbildung 4.1).

- Divergenz von Exportrückgang und Importanstieg in allen wichtigen Branchen:** Im Jahr 2025 sanken die deutschen Ausfuhren nach China um knapp 10 Prozent, während die deutschen Einfuhren aus China mit rund 9 Prozent weiter zunahmen. Dieses Muster zieht sich mit gewissen Unterschieden durch alle wichtigen Exportbranchen nach China (Matthes, 2026). Hier wirken also offensichtlich nicht nur branchenspezifische, sondern auch allgemein und breit wirksame Einflussfaktoren wie etwa der Wechselkurs. Tatsächlich würde man bei einer starken Yuan-Unterbewertung theoretisch genau eine solche deutliche Divergenz zwischen Exportrückgang und Importanstieg branchenübergreifend erwarten.
- Starke Anteilsverschiebungen zugunsten Chinas auf globalen Exportmärkten in wichtigen Branchen:** Ein unterbewerteter Yuan gegenüber dem Euro wirkt sich weltweit aus. Daher würden chinesische Produkte global künstlich günstiger sein als europäische. Die Folge wären globale Marktanteilsverluste. Auch dies lässt sich in den vergangenen Jahren für zahlreiche wichtige deutsche Exportbranchen beobachten, wie etwa Straßenfahrzeuge, Maschinen, elektrische Ausrüstungen und Chemikalien (Barkin/Williams, 2026). Die Deutsche Bundesbank (2025) zeigt zudem auf, dass Deutschland im Zeitraum 2019 bis 2024 auf seinen wichtigen Exportmärkten dort mehr Marktanteile verloren hat, wo China stärker gewonnen hat. Die klar negative Korrelation war im Zeitraum 2015 bis 2019 noch nicht vorhanden.
- Starke Zunahme der Yuan-Nachfrage am bilateralen Devisenmarkt.** Das zunehmende Warenhandelsbilanzdefizit des Euroraums gegenüber China ist nicht die einzige Determinante des bilateralen Devisenmarktes und damit der Entwicklung der Nachfrage nach Yuan (in Euro). Auch die Überschüsse im Handel mit Dienstleistungen und bei den Primäreinkommen sind mit einzubeziehen. Das gleiche gilt für die Nettokapitalströme, die für den Euroraum zum Teil geschätzt werden müssen. Nimmt man alle diese auf dem bilateralen Devisenmarkt relevant werdenden Zahlungsbilanzkomponenten zusammen, so hat sich die Netto-Nachfrage nach Yuan zwischen 2020 und 2024 um schätzungsweise 125 Milliarden Euro erhöht (Matthes, 2025). Der Yuan hat gleichwohl in diesem Zeitraum nicht gegenüber dem Euro aufgewertet, sondern sogar leicht abgewertet.

Die bilaterale Perspektive reicht jedoch nicht aus, um ein belastbares Urteil über eine mögliche Unterbewertung des Yuan zu fällen. Vielmehr ist hierfür auch und vor allem eine multilaterale Perspektive erforderlich.

**Abbildung 4.2: Saldo im Warenhandel Deutschlands und des Euroraums mit China**

Angaben in Milliarden Euro



Quellen: Destatis; Eurostat; Institut der deutschen Wirtschaft

Aus der **multilateralen Sicht** lassen sich beim Blick auf die Entwicklung des chinesischen Außenhandels zunächst folgende noch kursorische Indizien für eine Yuan-Unterbewertung finden:

- **Zuwachs bei Chinas gesamten Warenexporten trotz US-Zollpolitik:** Chinas gesamte Ausfuhren in die Welt sind trotz der hohen US-Zölle auf chinesische Importe im Jahr 2025 mit 6,1 Prozent weiter deutlich gestiegen.
- **Exporte in die USA offenbar überwiegend weiterhin lohnend:** Obwohl über eine längere Zeit Einfuhrzölle von durchschnittlich rund 50 Prozent galten, sind die US-Einfuhren aus China zwar deutlich gesunken. Aber es lohnt sich offensichtlich weiterhin, viele chinesische Produkte in die USA zu exportieren. Das deutet auf enorme Preisvorteile Chinas hin, die sich neben Effizienzgründen und den Subventionen zumindest teilweise mit einer Yuan-Unterbewertung erklären lassen dürften.
- **Flexible Umlenkung und Neuerschließung anderer Absatzmärkte:** China gelang es offensichtlich mit Leichtigkeit, seine Exporte in andere Märkte zuletzt deutlich zu steigern. Das gilt vor allem für die Ausfuhren nach Asien mit einem Anstieg von 6,7 Prozent im Jahr 2025, aber auch für die Exporte nach Lateinamerika (plus 13 Prozent) und Afrika (plus 3,6 Prozent) (Nationales Statistikbüro Chinas, 2026). Auch hier spielen sicherlich mehrere Ursachen eine Rolle, wozu auch die Unterbewertung des Yuan gehören könnte. In der hier gebotenen Kürze lassen sich diese beiden Vermutungen über die Wechselkursrelevanz für diese Aspekte nur plausibilisieren, aber nicht näher prüfen.

Eine **zentrale Evidenz für die Yuan-Unterbewertung aus multilateraler Sicht ist Chinas hoher und weiter gestiegener Leistungsbilanzüberschuss**. Dies wird inzwischen auch vom IWF als Problem gesehen, nicht zuletzt weil China damit Nachfrage von den Weltmärkten abzieht und Handelsbeschränkungen provoziert. Der IWF hält den chinesischen Leistungsbilanzüberschuss für übermäßig. Diese Einschätzung basiert der Fonds auf den Vergleichsmaßstab eines angemessenen Leistungsbilanzsaldos. Dazu verwendet der Fonds eine etablierte Schätzmethode (External Balance Assessment, IWF, 2023), um länderspezifisch einen strukturellen (konjunkturunabhängigen) Leistungsbilanzsaldo zu schätzen, der von den Fundamentaldaten bei sachgerechter wirtschaftspolitischer Ausrichtung gerechtfertigt ist. Dieser Saldo wird mit dem tatsächlichen Leistungsbilanzsaldo verglichen, der um Konjunkturreffekte bereinigt wird. Daraus ergibt sich möglicherweise eine Abweichung. Dieser CA-Gap (Current Account Lücke) wird vom IWF (2026d) im aktuellen China-Länderbericht auf rund 2,3 Prozent des BIP geschätzt (bei einer Spannweite von 1,7 bis 2,9 Prozent des BIP).

Die übermäßige Höhe des chinesischen Leistungsbilanzüberschusses geht laut IWF (2026d) mit einer unterbewerteten Währung einher. Das Ausmaß der Unterbewertung des realen effektiven Wechselkurses (auf Verbraucherpreisbasis) beziffert der IWF mit einer weiteren Schätzmethode im jüngsten Jahresbericht zu China, der vor Jahresende 2025 abgeschlossen wurde. Ausgehend von einer damaligen Schätzung des chinesischen Leistungsbilanzüberschusses von 3,3 Prozent des BIP geht der IWF von einer allgemeinen Unterbewertung des realen effektiven Wechselkurses der chinesischen Währung von 16,4 Prozent (Spannweite 12,1 bis 20,7 Prozent) aus. Basierend auf dem tatsächlich noch höheren Leistungsbilanzüberschuss von 3,7 Prozent des BIP in 2025 ist eher von einer geschätzten Unterbewertung von 19 Prozent auszugehen (The Economist, 2026).

Es spricht einiges dafür, dass der chinesische Leistungsbilanzüberschuss und damit das Ausmaß der Unterbewertung noch höher ist. Das gilt vor allem aus zwei Gründen (Setser/Sobel, 2025).

- Vor allem auf Basis einer 2022 neu eingeführten Erfassungsmethode (IWF, 2024) fällt der Warenhandelsüberschuss in der Methodik der Zahlungsbilanzfassung (Erfassungsprinzip: Eigentumswechsel von

Waren) deutlich geringer aus als in der Außenhandelserfassung der Zollstatistik (Erfassungsprinzip: Grenzübertritt von Waren). Dahinter steht insbesondere das Phänomen des „factoryless manufacturing“ (IWF, 2024, 101 ff.). Dabei werden nur in China stattfindende Outsourcing-Transaktionen zwischen ausländischen Tochterfirmen und chinesischen Auftragsfertigern in der Zahlungsbilanzstatistik miterfasst, was den Warenhandelsüberschuss Chinas aus methodischen Gründen deutlich mindert. Weil „factoryless manufacturing“ in China eine große und zunehmende Rolle spielt, fällt auch der chinesische Leistungsbilanzüberschuss gemäß der Zahlungsbilanzmethodik deutlich geringer aus, als er gemäß der Zollstatistik ausfallen würde. Wenn es um externe Ungleichgewichte geht, ist jedoch zu fragen, ob „factoryless manufacturing“ den Leistungsbilanzsaldo mindern sollte, da hier lediglich Wertschöpfung und Beschäftigung in China betroffen sind. Es spricht also einiges dafür, bei der Beurteilung von Leistungsbilanzungleichgewichten im Warenhandel eher die Grenzübertrittsmethodik zu verwenden.

- Zudem erscheint – wie schon erwähnt – wenig plausibel, dass China ein Primäreinkommensdefizit aufweist, obwohl das Land mit einer relevant positiven Nettoauslandsposition Nettogläubiger gegenüber dem Ausland ist. Wäre der Primäreinkommenssaldo wie erwartet positiv, würde der Leistungsbilanzüberschuss positiv ausfallen.

Setser und Sobel (2025) gehen unter Berücksichtigung dieser beiden Aspekte eher von einem Leistungsbilanzüberschuss Chinas von um die 5 Prozent des BIP aus. Basierend darauf schätzen sie das Ausmaß der Unterbewertung eher auf rund 30 Prozent.

Damit ergibt die Anwendung der IWF-Methodik eine Spannweite für die Unterbewertung des Yuan von etwa 20 bis 30 Prozent gegenüber allen chinesischen Handelspartnern. Um diese Unterbewertung auszugleichen, wäre damit eine Aufwertung von 25 bis 43 Prozent nötig.

Eine andere theoretisch denkbare Schätzmethode könnte darauf basieren, ein „richtiges“ Bewertungsniveau des Yuan-Wechselkurses anhand eines Vergleichs mit einer „normalen“ Relation zwischen dem gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsniveau und dem Preisniveau zu ermitteln. Da das relative Preisniveau einer Volkswirtschaft im Vergleich zu anderen Ländern bei höherem relativen Produktivitätsniveau tendenziell steigt, ergibt sich ein positiver Zusammenhang zwischen beiden Faktoren, dessen Ausmaß sich durch die Nutzung von Daten zahlreicher Länder schätzen lässt. Fällt das relative Preisniveau in einem Land bezogen auf sein relatives Produktivitätsniveau höher (niedriger) aus als „normal“, wäre von einer Überbewertung (Unterbewertung) auszugehen.

Die Anwendung dieser Methodik auf China erscheint allerdings problematisch. So ist ein gesamtwirtschaftlicher Durchschnitt für China wenig aussagekräftig, da das Land sehr heterogen ist. Relativ hoch entwickelte und produktive Küstenregionen stehen deutlich weniger entwickelten Regionen im Landesinneren gegenüber. Der Handel wird jedoch vorwiegend von den Küstenregionen getragen, die teils als relativ weit entwickelte Industrieländer gelten könnten, mit denen die etablierten Industrieländer in Konkurrenz stehen. Darüber hinaus dürfte es in China wegen erheblicher Zweifel an offiziellen Zahlen zu den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen auch große Probleme bei der Datenqualität eines gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsniveaus geben.

### 4.3 Reale Aufwertung von Euro und US-Dollar gegenüber dem Yuan seit 2020

Für die Bewertung der Frage, ob eine Unterbewertung des Yuan vorliegt, kann auch die Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit von China im Vergleich zu seinen Handelspartnern betrachtet werden.

Zeigen sich hier im Zeitverlauf deutliche Divergenzen, lassen sich daraus Hinweise auf eine Über- oder Unterbewertung ableiten. Wie im Folgenden erläutert wird, ist zwischen einer nominalen und realen Wechselkursentwicklung zu unterscheiden, wobei bei letzterer zusätzlich zur Entwicklung des nominalen Wechselkurses auch die relative Entwicklung von Preisen oder Kosten im Vergleich zu den Handelspartnern berücksichtigt wird. Dies ermöglicht ein vollständigeres Bild der preislichen Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft.

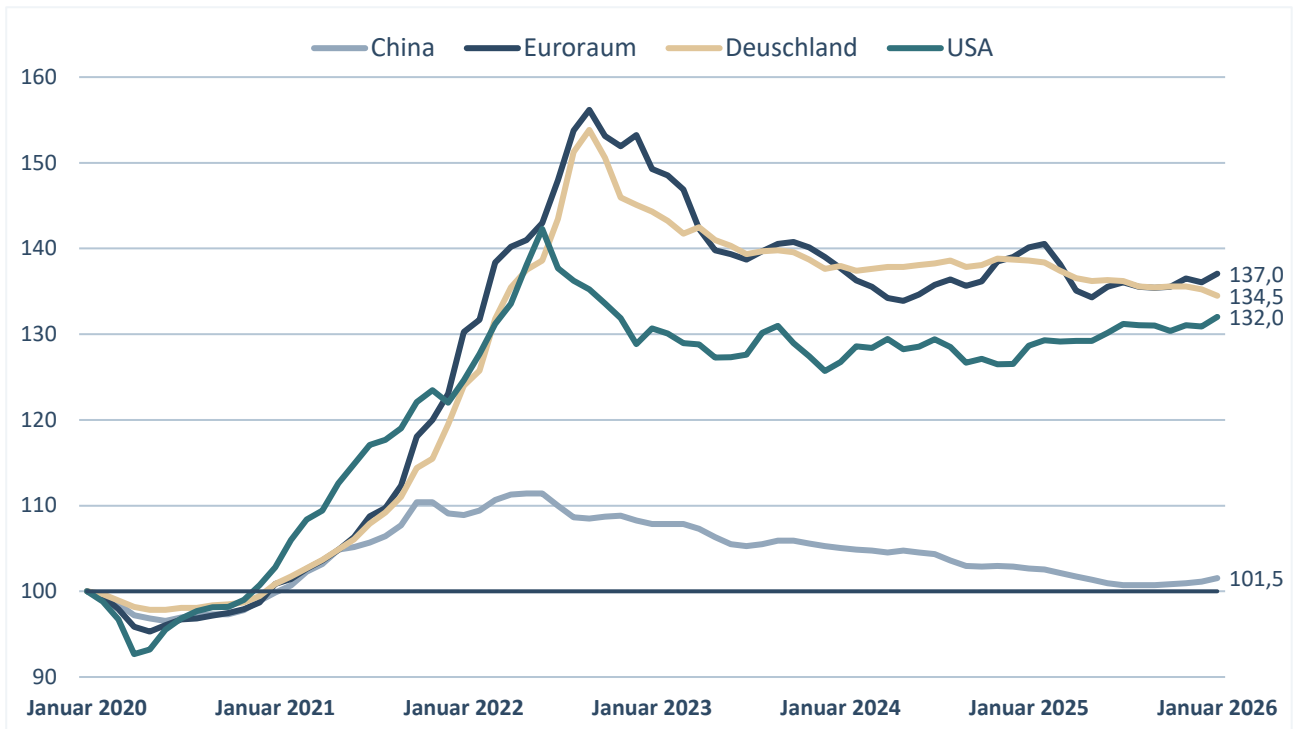
Es stellt sich die Frage, welche Preis- oder Kostenindikatoren verwendet werden sollen, um eine nominale in eine reale Wechselkursentwicklung umzurechnen. Wenn es um die Erklärung von Handelsentwicklungen geht, erscheinen **industrielle Erzeugerpreise** (nachfolgend auch Produzentenpreise genannt) für die heimische Wirtschaft gut geeignet. Sie sind deutlich adäquater als Verbraucherpreise, die eher einen gesamtwirtschaftlichen Blick ermöglichen und auch viele Dienstleistungen einbeziehen, die nicht handelbar sind. Dies gilt auch für gesamtwirtschaftliche Preisindikatoren wie den BIP-Deflator oder den von der Deutschen Bundesbank verwendeten Deflator des Gesamtabsatzes. Demgegenüber sind Erzeugerpreise wesentlich näher am Unternehmensgeschehen in der Industrie, die den Warenhandel wesentlich prägt. Sie sind nicht nur ein Indikator für die Absatzpreise der Industrie, sondern sind auch als Indikator für die Kosten von Vorleistungen für industrielle Käufer sinnvoll. Lohnstückkosten stellen diesbezüglich eine gewisse Alternative dar, decken aber nur den Faktor Arbeit ab. Exportpreise sind auch relativ nah an Erzeugerpreisen, doch haben sie den Nachteil, dass sie einen gestiegenen Kostendruck weniger gut als Erzeugerpreise widerspiegeln, da höhere Kosten bei einem starken internationalen Wettbewerb oft nicht vollständig überwältigt werden können. Wenn Exportpreise weniger stark steigen als der Kostendruck, dürften Unternehmen dies durch verringerte Gewinnmargen auffangen, was ihre Investitions- und Innovationsfähigkeit mindert.

Abbildung 4.3 zeigt zunächst, dass die **Entwicklung der industriellen Erzeugerpreise** in den dargestellten Wirtschaftsräumen seit 2020 stark divergiert. Ins Auge fällt ein sehr starker Anstieg im Euroraum und in Deutschland im Verlauf der Jahre 2021 und 2022. In diesem Zeitraum bewirkten die Lieferkettenengpässe im Zuge der Corona-Pandemie und ab 2022 auch die Energiekrise infolge des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine außergewöhnlich große und weitgehend exogene Kostenanstiege. Dies trifft auch auf die USA zu. Dort nahmen die industriellen Erzeugerpreise in 2021 und 2022 zwar etwas geringer zu, doch im Januar 2026 stiegen sie gegenüber Januar 2020 mit 32 Prozent nur geringfügig weniger als im Euroraum mit 37 Prozent und in Deutschland mit knapp 35 Prozent. In China hingegen zeigt sich nur ein temporärer und deutlich geringerer Anstieg der Erzeugerpreise in den Pandemie Jahren. Am aktuellen Rand liegen diese nur gut ein Prozent über dem Niveau von Anfang 2020. Daraus ergibt sich seit dem Jahresanfang 2020 ein enormer Erzeugerpreisnachteil der genannten Industrieländer gegenüber China von rund einem Drittel.

Die nominale Wechselkursentwicklung des Yuan gegenüber Euro und US-Dollar war bereits in Kapitel 4.1 dargestellt (Abbildung 4.1). Demnach hat der Yuan gegenüber dem Euro und dem US-Dollar nominal leicht abgewertet, was Chinas preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Euroraum und den USA etwas verbessert hat. Wie in Kapitel 4.2 erläutert, wäre eigentlich eine deutliche Yuan-Aufwertung zu erwarten gewesen. Damit hätte der Wechselkurs die starken Kostennachteile von Euroraum und USA deutlich gemindert, wie es bei so großen Preisverschiebungen und den dargestellten erheblichen Wirkungen auf die Zahlungsbilanzen üblich wäre.

**Abbildung 4.3: Divergierende Erzeugerpreise in China, der Eurozone, Deutschland und den USA**

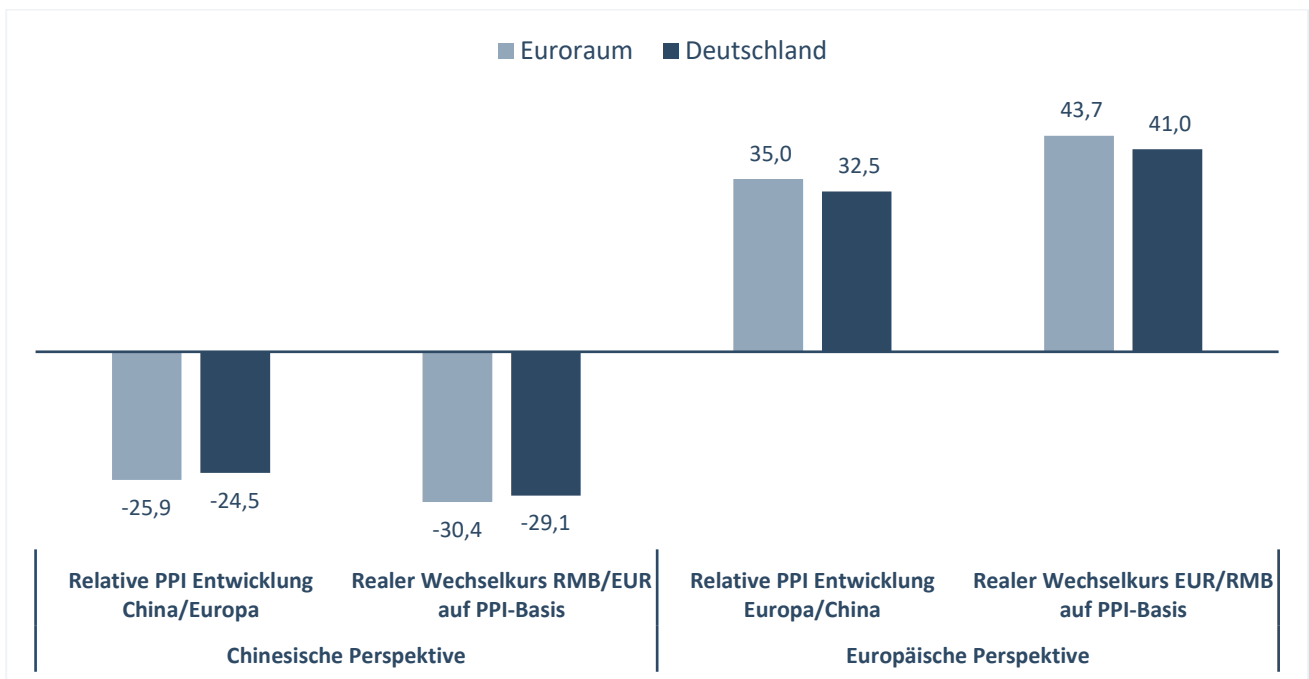
Index der Produzentenpreise in der Industrie, Januar 2020 = 100



Quellen: Eurostat; Nationales Statistikbüro Chinas; Statistisches Bundesamt; U. S. Bureau of Labor Statistics; Institut der deutschen Wirtschaft

**Abbildung 4.4: Reale PPI-Entwicklungen und Veränderung der bilateralen realen Wechselkurse**

Veränderung zwischen Januar 2020 und Januar 2026, in Prozent



Quellen: Destatis; Eurostat; Nationales Statistikbüro Chinas; U. S. Bureau of Labor Statistics; Institut der deutschen Wirtschaft

Aus der relativen Erzeugerpreisentwicklung und der Entwicklung der nominalen Wechselkurse lässt sich die reale bilaterale Wechselkursentwicklung berechnen (Abbildung 4.4). Dies kann aus chinesischer Perspektive (linke Hälfte der Abbildung) oder aus heimischer Sicht (rechte Hälfte) und jeweils bezogen auf Deutschland oder den Euroraum geschehen. Schaut man auf die rechte Hälfte der Abbildung, wird zunächst die relative Erzeugerpreisdivergenz deutlich, die sich aus Abbildung 4.3 ergibt und die die nominale Wechselkursentwicklung noch nicht berücksichtigt. Berücksichtigt man letztere auch und nimmt also Erzeugerpreisdivergenz und die nominale Wechselkursentwicklung zusammen, ergibt sich zwischen Januar 2020 und Januar 2026 eine reale Aufwertung des Euro gegenüber dem Yuan von 43,7 Prozent für den Euroraum und von 41 Prozent aus deutscher Sicht (Abbildung 4.4).

Die Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums in dem relativ kurzen Zeitraum 2021 und 2022 ist sehr groß und ungewöhnlich. Daher erscheint es sinnvoll, sie mit weiteren Indikatoren zu plausibilisieren:

- Bei einer Yuan-Unterbewertung von bis zu 30 Prozent aus multilateraler Sicht (siehe Kapitel 4.2) müsste der Yuan um 43 Prozent aufwerten, um diese Unterbewertung auszugleichen. Diese Größenordnung entspricht grob der realen Euro-Aufwertung gegenüber dem Yuan seit Anfang 2020.
- Der BigMac-Index des Economist vergleicht die Preise eines BigMac in verschiedenen Ländern und ermöglicht damit einen groben Währungsvergleich (The Economist, 2026). Mit Stand Januar 2026 weist der Index eine Unterbewertung des Yuan von 48,1 Prozent gegenüber dem Euro und von 40,2 Prozent gegenüber dem US-Dollar aus. Bereinigt um unterschiedliche Lebensstandards (BIP pro Kopf-Werte) ergibt sich eine Unterbewertung von 43,8 Prozent gegenüber dem Euro und von 25 Prozent gegenüber dem US-Dollar. Dieser Maßstab ist sehr grob, aber auch er zeigt, wie groß die währungsbedingten Preisunterschiede sind.

Es wird zuweilen angeführt, dass die reale Abwertung des Yuan ein Begleitphänomen der Deflation in Chinas Industrie ist und daher eher Ausdruck der Schwäche der chinesischen Wirtschaft. Diese Erklärung greift aber zu kurz. Denn auch einer durch Deflation entstehenden realen Abwertung würde, wenn sich dadurch die Nachfrage nach Yuan auf dem Devisenmarkt erhöht, durch eine nominale Aufwertung entgegengewirkt werden. Der Anpassungsmechanismus Wechselkurs kann und sollte also auch hier wirken. Zudem berücksichtigt diese Sichtweise nicht, dass seit dem Herbst 2022 auch im Euroraum und Deutschland in der Tendenz eine Deflation bei den industriellen Erzeugerpreisen bestand. Zudem ist es generell wenig zielführend, nur auf die Preisentwicklung der jüngeren Vergangenheit zu schauen. Die Phase der extremen Kostendivergenz 2021 und 2022 ist für den Blick auf reale Wechselkursbewertungen entscheidend.

Offensichtlich beeinträchtigt die reale Unterbewertung des Yuan die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen und europäischen Wirtschaft gegenüber China sehr stark. Sie dürfte in erheblichem Ausmaß zu den großen Preisunterschieden beitragen, die in der unternehmerischen Praxis relevant sind. So hat eine IW-Umfrage im Frühjahr 2024 gezeigt (Matthes/Schmitz, 2024): Knapp die Hälfte (47,8 Prozent) der befragten Industrieunternehmen mit China-Konkurrenz in ihren Absatzmärkten gab an, dass chinesische Konkurrenten zu Preisen anbieten, die um mehr als 30 Prozent unter ihren lagen. Anekdotische Evidenz deutet darauf hin, dass auch eine Preisunterbietung von 40 oder 50 Prozent nicht selten zu sein scheint. Bei einer Größenordnung von 50 Prozent sind deutsche Produkte mehr als doppelt so teuer wie chinesische Waren. Es erscheint unplausibel, diesen enormen Kostenvorteil allein durch gesteigerte Effizienz und Innovationsfähigkeit chinesischer Firmen zu erklären, die sich nur allmählich erhöhen. Vielmehr dürften dazu neben der starken realen Aufwertung auch staatliche Subventionen in China maßgeblich beitragen.

Solch große Preisnachteile lassen sich mit betriebswirtschaftlichen Effizienzmaßnahmen und Kosteneinsparungen sowie wirtschaftspolitischen Reformen hierzulande nur geringfügig mindern. Sollte China seine Subventionen nicht stark verringern, wie unter anderem der IWF (2026a) fordert, und sollte der nominale Wechselkurs des Yuan gegenüber dem Euro nicht sehr deutlich aufwerten, werden die massiven Kostenunterschiede erhalten bleiben. In der Folge werden die Ungleichgewichte im bilateralen Handel mit China weiter zunehmen. Zudem dürfte es zu vermehrten Produktionsverlagerungen internationalisierter deutscher Firmen nach China kommen, wenn sie mit chinesischen Konkurrenten auf dem Weltmarkt im Wettbewerb stehen. Denn nur durch eine Produktion in China können sie auch von den Kostenvorteilen Chinas profitieren, die zu einem erheblichen Anteil aus wettbewerbsverzerrenden Elementen bestehen.

Die Unterbewertung des Yuan gegenüber dem Euro kann zudem die Effektivität von Handelsschutzmaßnahmen mindern (Boullenois et al., 2025). Sofern sie nicht in die Berechnung der Zollhöhe einbezogen wird, greifen Ausgleichszölle, die nur nachgewiesene Subventionen ausgleichen, zu kurz.

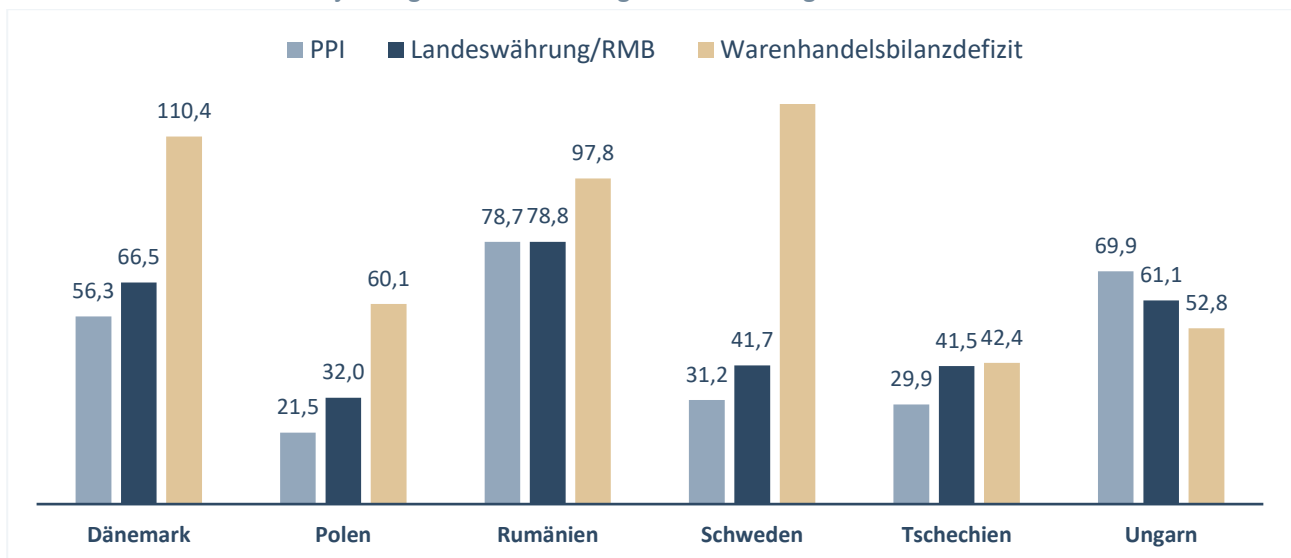
#### 4.4 Entwicklung in den EU-Mitgliedstaaten ohne Euro

Zunehmende Ungleichgewichte im Handel mit China trafen in den letzten Jahren auch die EU-Mitgliedstaaten ohne Euro (Abbildung 4.5). Alle Länder dieser Gruppe verzeichneten zwischen 2020 und 2025 deutliche Anstiege ihrer Warenhandelsbilanzdefizite gegenüber China. Die nominalen Wechselkurse der jeweiligen Landeswährungen gegenüber dem Yuan reagierten auf diese Verschiebungen in den Handelsbeziehungen dabei kaum. In fast allen Fällen wertete der Yuan gegenüber den Landeswährungen (außer für Ungarn) nominal sogar moderat ab. Im gleichen Zeitraum zogen in den EU-Ländern ohne Euro durch Lieferkettenprobleme während der Corona-Pandemie und durch Energiekostensteigerungen durch den russischen Angriffskrieg die Produzentenpreise deutlich an. In Folge ergaben sich für alle Landeswährungen deutliche reale Aufwertungen gegenüber dem Yuan. Für eine Betrachtung der einzelnen Länder siehe Anhang Kapitel 6.3.

**Abbildung 4.5: Entwicklung von Erzeugerpreisen, realen Wechselkursen und Warenhandelsbilanzdefiziten in EU-Ländern ohne Euro**

PPI und reale Wechselkurse: Veränderung zwischen Januar 2020 und Januar 2026 in Prozent

Warenhandelsbilanzdefizit in jeweiligen Landeswährungen: Veränderung zwischen 2020 und 2025 in Prozent



\*Hinweis: Wert außerhalb des dargestellten Wertebereichs: 663,4

Quellen: Eurostat; Macrobond und nationale Quellen

## 4.5 Schätzung der makroökonomischen Effekte einer Aufwertung des Yuan

Da sich die mangelnde Aufwertung des Yuan aufgrund des Währungsmanagements der chinesischen Notenbank als zentral für die entstandenen großen Nachteile Europas bei der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber China erwiesen hat, werden im Folgenden die möglichen wirtschaftlichen Auswirkungen einer substanziellen Aufwertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar und dem Euro auf die beteiligten Handelspartner dargelegt. Die Schätzungen resultieren aus Modellsimulationen, die mit dem Global Economic Model von Oxford Economics durchgeführt wurden.

Das Oxford-Modell ist ein makroökonomisches Modell der globalen Wirtschaft, das Simulationen für einen Zeithorizont von bis zu zehn Jahren erlaubt. Das für die Simulationsergebnisse als Referenz verwendete Basisszenario bezieht sich auf die von Oxford Economics selbst erstellten Prognosen für die einzelnen Volkswirtschaften. In der langen Frist werden die Wachstumspfade der im Modell abgebildeten Volkswirtschaften maßgeblich von angebotsseitigen Faktoren wie dem Arbeitsangebot oder dem Kapitalstock und deren Produktivität bestimmt. In der kurzen Frist können hingegen Nachfrageschocks, etwa durch eine Veränderung der Staatsausgaben, aber auch nominale Schocks, wie beispielsweise die Auf- beziehungsweise Abwertung von Wechselkursen, die wirtschaftliche Entwicklung einer Volkswirtschaft beeinflussen. Das Modell erfasst sowohl den direkten Effekt der modellierten Veränderungen auf das reale BIP und dessen Komponenten sowie weitere relevante makroökonomische Variablen als auch die damit verbundenen Multiplikator- und Zweittrundeneffekte, die erst zeitverzögert eintreten.

Für die Simulation einer substanziellen Aufwertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar und dem Euro wurden folgende Spezifikationen und Annahmen gewählt:

- Basierend auf den Schätzungen in der Literatur sowie eigenen Berechnungen (siehe Kapitel 4.2 und 4.3) wurden die makroökonomischen Auswirkungen einer Abwertung des Dollarkurses gegenüber dem Yuan von 20 beziehungsweise 30 Prozent simuliert, was einer Aufwertung des Yuan gegenüber dem Dollar um 25 beziehungsweise 43 Prozent entspricht. Die Anpassung des Wechselkurses ist ab Anfang 2026 wirksam und über den gesamten Simulationszeitraum fixiert.
- Die Fixierung des Wechselkurses ermöglicht die Analyse der wirtschaftlichen Auswirkungen von Anpassungen im Rahmen eines Vergleichs verschiedener Zeitpunkte (komparative Statik). Dies ermöglicht eine kausale Untersuchung der Effekte. Diese Art der Modellierung schließt jedoch weitere dynamische Anpassungen des Wechselkurses aus, die beispielsweise durch die Veränderung bilateraler Handels- und Kapitalströme in der mittleren bis langen Frist resultieren würden. Die Simulationsergebnisse werden daher nur für die kurze Frist (für die Jahre 2026, 2027 und 2028) präsentiert und diskutiert.
- Die Aufwertung des Yuan wird durch eine Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Yuan (also des Wechselkurses Yuan pro Dollar) um 20 beziehungsweise 30 Prozent im Modell implementiert. In der Folge wertet modellimmanent und plausibel auch der Euro gegenüber dem Yuan im ersten Jahr deutlich ab, und zwar um 19 beziehungsweise 29,2 Prozent, was wiederum einer Aufwertung des Yuan gegenüber dem Euro um 23,4 beziehungsweise 41,2 Prozent entspricht. Ähnliches gilt für die Folgejahre.
- Die Simulationen wurden mit dem Datenstand Anfang Februar 2026 gerechnet, um möglichen Verzerrungen durch den Ende Februar ausgebrochenen Irankrieg auszuschließen.

**Abbildungen 4.6a und b: BIP-Effekte einer Abwertung gegenüber dem Yuan**

Abweichung des realen Bruttoinland-Niveaus von Basisszenario bei einer Abwertung des Yuan/US-Dollar-Wechselkurses um 20 Prozent (oben) und um 30 Prozent (unten) in Prozent



Quellen: Oxford Economics; Institut der deutschen Wirtschaft

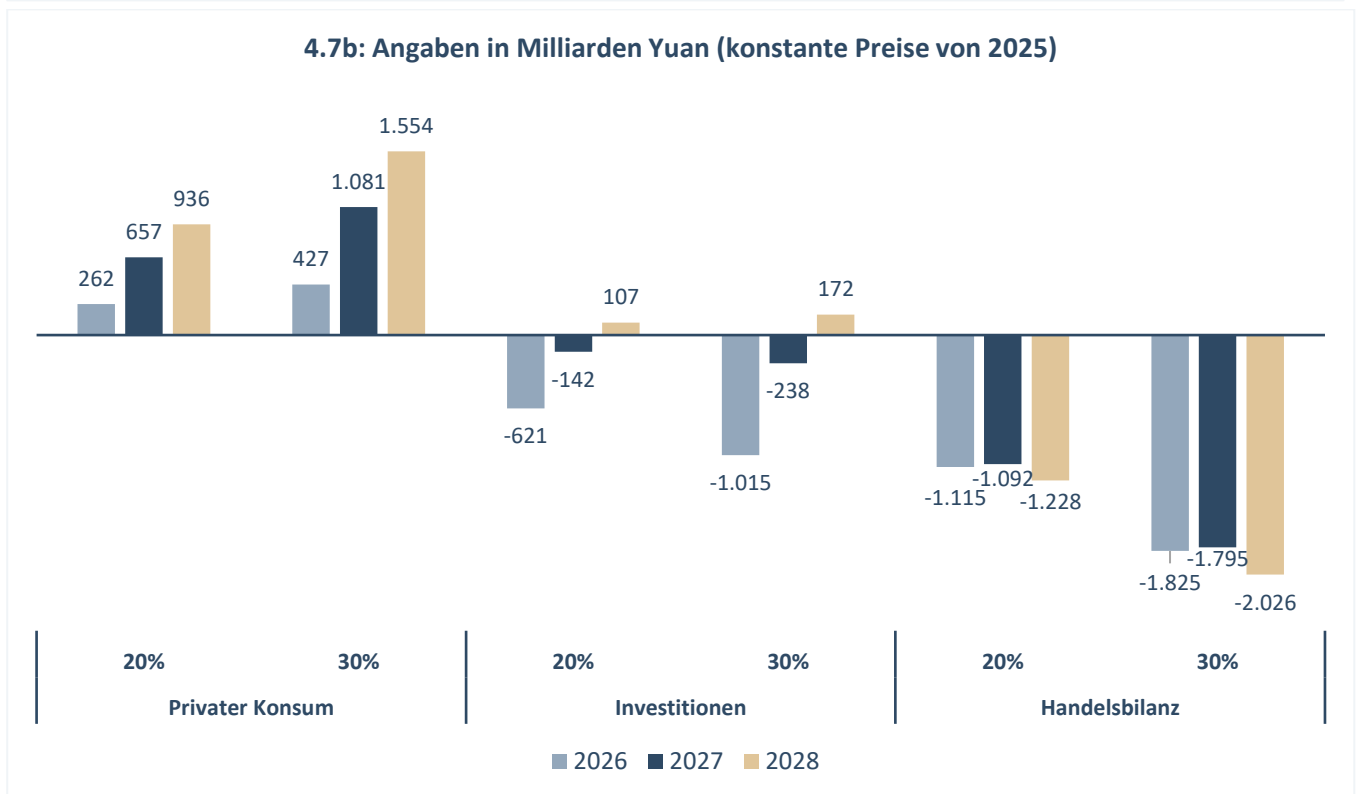
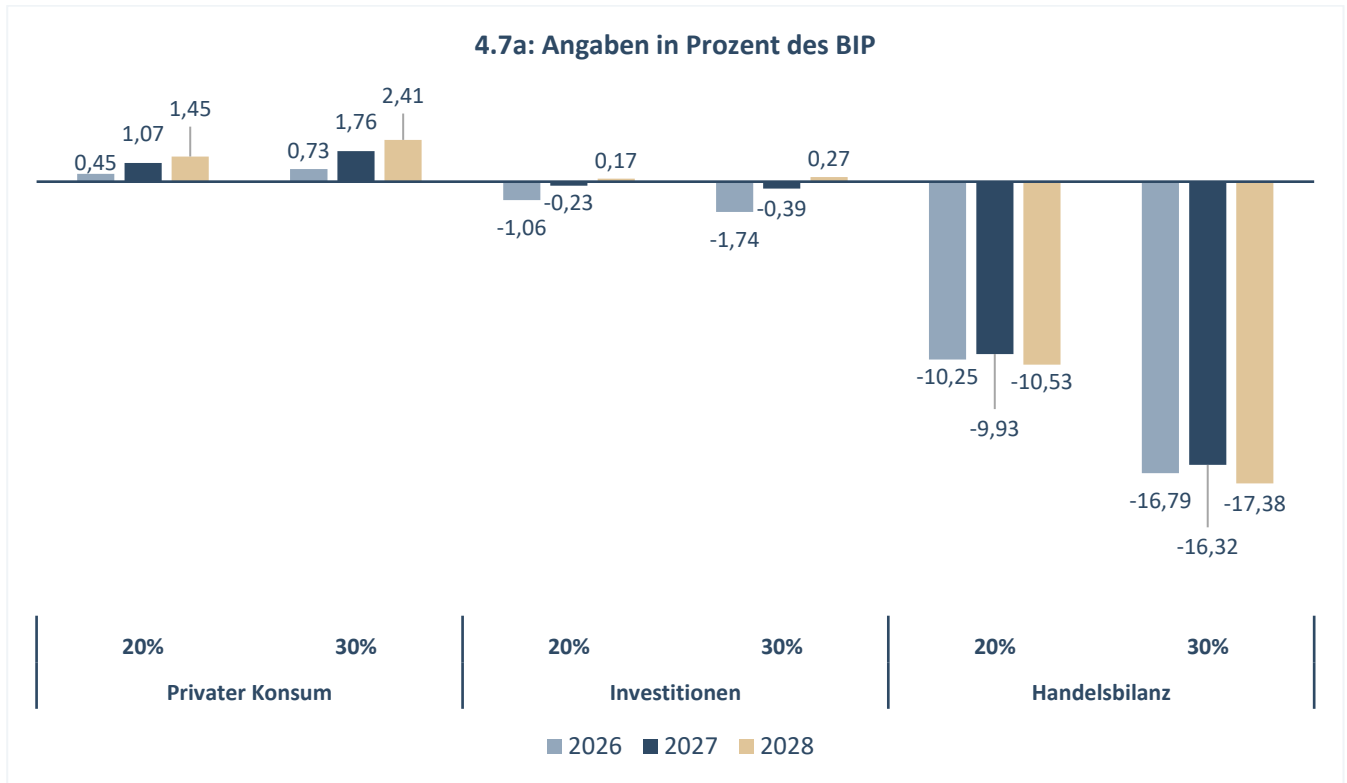
Die Abbildungen 4.6a und b zeigen für beide Szenarien die geschätzten relativen Effekte auf das Bruttoinlandsprodukt Chinas, des Euroraums, Deutschlands, Frankreichs sowie der USA in Relation zum von Oxford Economics prognostizierten Basisszenario. Die Ergebnisse der Schätzung, die wie alle modellbasierten Simulationen mit Vorsicht zu interpretieren sind, lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:

- Im ersten Jahr der Wechselkursanpassungen kommt es in **China** zu einem Rückgang der realen Wirtschaftsleistung gegenüber dem Basisszenario von knapp einem Prozent im Falle einer Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Yuan um 20 Prozent und von gut 1,6 Prozent im Falle einer Abwertung von 30 Prozent. In den beiden Folgejahren sinken die negativen Effekte auf das reale Bruttoinlandsprodukt sukzessive. Das heißt, die chinesische Wirtschaft wächst in den Folgejahren vor allem durch einen zinsgetriebenen Rebound-Effekt stärker als im Basisszenario. Im Jahr 2028 liegt das Niveau des realen Bruttoinlandsprodukts im 20-Prozent-Szenario daher nur noch um gut 0,1 Prozent und im 30-Prozent-Szenario um rund 0,2 Prozent unter dem Basisszenario.
- Im **Euroraum** ergeben sich anhaltend positive Effekte auf die Wirtschaftsleistung. Im Jahr 2026 liegt das reale BIP im 20-Prozent-Szenario um gut 0,2 Prozent und im 30-Prozent-Szenario um 0,39 Prozent über dem Basisszenario. In den Folgejahren fallen die positiven BIP-Effekte zwar sukzessive kleiner aus, bleiben insgesamt jedoch anhaltend nennenswert. Im Jahr 2028 liegt das reale BIP im 20-Prozent-Szenario noch immer um rund 0,15 Prozent und im 30-Prozent-Szenario um 0,25 Prozent über dem Basisszenario.
- Ähnlich anhaltend positive Effekte finden sich auch für **Deutschland**. Im ersten Jahr der Wechselkursanpassungen liegt das reale BIP um deutlich über 0,2 Prozent im Falle einer 20-Prozent-Abwertung beziehungsweise um gut 0,4 Prozent im Falle einer 30-Prozent-Aufwertung über dem Basisszenario. Damit übersteigt der geschätzte Anstieg des realen BIP für Deutschland leicht die für den Euroraum prognostizierten positiven Effekte, was auf die besonders engen wirtschaftlichen Verflechtungen zwischen Deutschland und China zurückzuführen sein dürfte. In beiden Folgejahren nehmen die positiven BIP-Effekte schrittweise ab, liegen im Jahr 2028 in realer Rechnung aber weiterhin gut 0,1 Prozent beziehungsweise 0,2 Prozent über dem Basisszenario. In absoluten Zahlen ergibt sich so für Deutschland ein kumulierter Zugewinn an realem BIP von rund 43 Milliarden Euro (in konstanten Preisen von 2025) zwischen 2026 und 2028.
- Die reale Wirtschaftsleistung in **Frankreich** steigt anfänglich etwas weniger stark gegenüber dem Basisszenario als im Euroraum oder in Deutschland, profitiert aber ebenfalls nachhaltig von einer Aufwertung des Yuan. Im 20-Prozent-Szenario läge das reale BIP im Jahr 2026 um 0,15 Prozent und im Jahr 2028 weiterhin gut 0,1 Prozent über dem Basisszenario. Für das 30-Prozent-Szenario ergäbe sich ein positiver BIP-Effekt von über 0,25 Prozent über dem Basisszenario für 2026 und von 0,2 Prozent im Jahr 2028.
- Die **Vereinigten Staaten** profitieren ebenfalls von einer deutlich und anhaltend steigenden Wirtschaftsleistung. Anders als im Euroraum, Deutschland oder Frankreich sind die positiven BIP-Effekte über den hier dargestellten Zeitraum dabei nahezu konstant. In beiden Szenarien übertrifft die reale Wirtschaftsleistung im ersten Jahr deutlich das Basisszenario mit 0,16 Prozent im 20-Prozent-Szenario beziehungsweise 0,28 Prozent im 30-Prozent-Szenario. Im Jahr 2028 sind die Schätzergebnisse ähnlich hoch.

Die Simulationsergebnisse legen somit nahe, dass China als Folge der Wechselkursanpassungen im ersten Jahr zwar deutliche wirtschaftliche Einbußen verkraften müsste, aber binnen drei Jahren wieder beinahe vollständig die im Basisszenario prognostizierte Wirtschaftskraft erreichen könnte. Die relativ schnelle kompensierende Anpassung der chinesischen Wirtschaft resultiert im Modell aus einem „Rebalancing“ des chinesischen Wirtschaftsmodells weg von dem derzeit starken Fokus auf Exporte hin zu einer größeren Rolle des privaten Konsums. Die Abbildungen 4.7a und b zeigen die relative sowie die absolute Veränderung der relevanten Nachfrageaggregate des chinesischen Bruttoinlandsprodukts. Da der Staatskonsum ebenso wie die Vorratsveränderungen von den Wechselkursanpassungen unberührt bleiben, sind sie nicht aufgeführt.

**Abbildungen 4.7a und b: Veränderung relevanter Nachfrageaggregate des realen BIP in China**

Relative Veränderung (oben) in Prozent, absolute Veränderung (unten), in Milliarden Yuan (konstante Preise von 2025), beides gegenüber Basisszenario



Quellen: Oxford Economics; Institut der deutschen Wirtschaft

Für die betroffenen Nachfrageaggregate ergeben sich folgende Effekte:

- Die substantielle Aufwertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar und dem Euro führt erwartungsgemäß zu einer Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit chinesischer Güter gegenüber Gütern aus dem Euroraum und den USA. **In Folge sinkt der zuletzt stark gestiegene Handelsbilanzüberschuss Chinas im gesamten Betrachtungszeitraum** deutlich. Hauptgrund ist ein starker Rückgang der realen Warenexporte, welche zuletzt großen Druck auf internationalen Märkten erzeugten. Die realen Importe Chinas steigen hingegen nur marginal.
- **Resultierend aus der verschlechterten internationalen Wettbewerbsfähigkeit fallen nach der Aufwertung des Yuan zunächst auch die realen Investitionen.** Da die staatlichen Investitionen nicht reagieren, geht die Veränderung allein auf die privaten Investitionen zurück. Dies lässt sich durch die BIP-Einbuße infolge eines Nachfragerückgangs und des daraus resultierenden engeren finanziellen Spielraums insbesondere exportorientierter Unternehmen erklären. Doch vor allem durch Zinssenkungen kommt es im Modell in 2027 und 2028 zu einer deutlichen Erholung. Der initiale Rückgang kehrt sich damit um, sodass das Investitionsniveau im Jahr 2028 sogar leicht über dem Basisszenario liegt.
- **Aufwertung unterstützt ein Rebalancing hin zu mehr privatem Konsum in China.** Durch den geringeren Absatz von Waren auf internationalen Märkten drängen diese vermehrt auf den heimischen Markt, was zu deutlich sinkenden Preisen führt, während die Inflation in der Basisszenario-Prognose moderat zunehmen würde. Um das Mehrangebot auf dem heimischen Markt durch eine steigende private Nachfrage aufzufangen, geht die Simulation von einer unterstützenden Geldpolitik durch eine deutliche Leitzinssenkung im gesamten Betrachtungszeitraum aus. Infolgedessen liegt der private Konsum zwischen 2026 und 2028 stetig und in zunehmendem Maße über dem Basisszenario. Das deutet darauf hin, dass eine substantielle Währungsaufwertung einen relevanten Beitrag dazu leisten könnte, ein Rebalancing der chinesischen Wirtschaft hin zu einer bedeutenderen Rolle des privaten Konsums zu ermöglichen, wie es unter anderem vom IWF und vielen Experten gefordert wird (Kapitel 3.4).
- **Stärkerer privater Konsum wirkt schwächerem internationalen Handel entgegen.** Beim Vergleich der relativen mit den absoluten Abweichungen der Nachfrageaggregate vom Basisszenario wird die wichtige Rolle des privaten Konsums für die Erholung der chinesischen Wirtschaft noch deutlicher. Im dritten Jahr nach der Währungsaufwertung liegt der private Konsum im 20-Prozent-Szenario um gut 930 Milliarden Yuan (in konstanten Preisen von 2025) und im 30-Prozent-Szenario um rund 1.550 Milliarden Yuan über dem Basisszenario, während der Handelsbilanzüberschuss um knapp 1.220 beziehungsweise gut 2.000 Milliarden Yuan niedriger ausfällt. Damit kann der gestiegene private Konsum im dritten Jahr der Aufwertung in beiden Szenarien etwa drei Viertel der absoluten BIP-Verluste infolge des niedrigeren Außenbeitrags ausgleichen.

In Summe zeigen die Simulationsergebnisse, dass die chinesische Wirtschaft infolge einer Aufwertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar zwar eine rezessive Phase verkraften müsste, jedoch schnell wieder an den im Basisszenario prognostizierten Wachstumspfad anknüpfen kann und ihre wirtschaftliche Stärke daher im Grundsatz erhalten kann. Gezielte fiskalische Maßnahmen der chinesischen Regierung könnten die leicht nachteiligen Effekte einer substantiellen Aufwertung weiter abmildern.

Ein mögliches Instrument könnte die Ausgabe von Konsumgutscheinen in Höhe von 3.000 Yuan pro Kopf sein, wodurch den chinesischen Haushalten insgesamt rund 4,2 Billionen Yuan zufließen würden. Diese Idee wurde zuletzt von Zhu Tian, dem Vizepräsidenten der China Europe International Business School in Shanghai, mehrfach öffentlich diskutiert (Benninghoff, 2026). Weitere Modellberechnungen legen nahe, dass sich der zu Beginn starke Rückgang der chinesischen Wirtschaftsleistung im Jahr 2026 so vollständig umkehren ließe.

Allerdings würde der durch zusätzliche Schulden finanzierte Nachfrageimpuls in den Folgejahren zu einer geringfügigen Verschlechterung der Wirtschaftsleistung gegenüber dem reinen Abwertungsszenario führen. Kumulativ ergäbe sich zwischen 2026 und 2028 dennoch eine deutliche Abmilderung der wirtschaftlichen Verwerfungen durch die Aufwertung der Landeswährung. Ein weiteres mögliches Instrument zur Stärkung des privaten Konsums wäre eine Senkung der Lohnsteuer (Barnett, 2026) oder eine Senkung von Konsumsteuern.

Den temporären Wohlstandsverlusten Chinas stehen nachhaltige Verbesserungen der Wirtschaftsleistung bei seinen wichtigsten Handelspartnern im Euroraum – insbesondere in Frankreich und Deutschland – sowie in den USA gegenüber. Das erscheint plausibel, da die derzeitige Unterbewertung des Yuan die Handelspartner belastet. Die geschätzten Effekte sind jedoch – wie erläutert – mit Vorsicht zu interpretieren und geben nur grobe Größenordnungen möglicher Effekte an. Denn sie beruhen auf verschiedenen Annahmen und Modelleigenschaften, die einer kritischen Einordnung bedürfen:

- Die vergleichsweise schnelle Erholung der chinesischen Wirtschaft und die mittelfristig positiven Wachstumsperspektiven ergeben sich fast ausschließlich aus einem starken Anstieg des privaten Konsums. Dieser wiederum resultiert aus sinkenden Preisen insbesondere von Importgütern im Zuge der Aufwertung sowie der vom Modell angenommenen deutlichen Absenkung des Leitzinses. Die Auswirkungen dieser Effekte auf den privaten Konsum könnten jedoch schwächer als im Modell ausfallen, etwa weil das Konsumentenvertrauen aufgrund der weiter schwelenden Immobilienkrise in China weiterhin relativ schwach ist (Kunath, 2024), auch wenn sich seit Ende 2024 auf weiter niedrigerem Niveau eine leichte Erholungstendenz zeigt. Die zu Beginn deutlich negativen wirtschaftlichen Effekte im Zuge der Aufwertung des Yuan könnten in der Praxis – trotz bewusster und geplanter Implementierung seitens der chinesischen Regierung – für weitere Verunsicherung sorgen. Um dem vorzubeugen, wäre eine fiskalpolitische Flankierung umso wichtiger, weil sie auch zu einer Stabilisierung des Konsumentenvertrauens beitragen würde.
- Die Abwertung des US-Dollars beziehungsweise des Euros gegenüber dem Yuan um rund 30 Prozent und die reziproke Aufwertung um über 43 Prozent sind lediglich Näherungswerte für das tatsächliche Ausmaß der realen Unterbewertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar und dem Euro. Darüber hinaus ist die Größenordnung eine Momentaufnahme. So wertete der Yuan gegenüber dem Euro zwischen Januar und März 2026 um 2,6 Prozent nominal leicht auf. Zudem stiegen die Erzeugerpreise in China aufgrund des Irankriegs und der Blockade der Straße von Hormus im März 2026 etwas stärker als in Deutschland. Beide Effekte führen dazu, dass sich die reale Aufwertung des Euro gegenüber dem Yuan im Vergleich zu Januar 2020 aus deutscher Sicht im März 2026 auf 38,2 Prozent leicht verringerte. Doch auch hierzulande werden die Erzeugerpreise noch deutlich steigen. Solange die Erzeugerpreise in China aufgrund einer möglicherweise stärkeren Betroffenheit durch den Irankrieg (Ayres et al., 2026) nicht längerfristig deutlich stärker steigen als in Deutschland, dürfte die Einschränkung des Transports durch die Straße von Hormus den Befund der realen bilateralen Aufwertung des Euro gegenüber dem Yuan seit Anfang 2020 nur geringfügig vermindern.

#### 4.6 Die mögliche Rolle des Renminbis als Reservewährung

Durch Chinas Entwicklung zur zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt und seiner zunehmenden Integration in globale Lieferketten wurde in den vergangenen Jahren zunehmend eine mögliche Eignung des Renminbis (RMB) als Reservewährung diskutiert. Die Internationalisierung des Renminbis ist ein erklärtes Ziel der Volksrepublik, das Anfang 2026 von Xi Jinping noch einmal bekräftigt wurde (Fuster, 2026). Es wurde bereits seit

der Weltfinanzkrise 2008 durch gezielte Maßnahmen der chinesischen Regierung strategisch vorangetrieben. Die wichtigsten Stationen der Internationalisierung des Renminbis lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Nach der Einführung erster Währungsswap-Linien im Jahr 2008, folgten im Jahr 2009 erste Pilotprojekte für die Abwicklung des grenzüberschreitenden Handels in Renminbi, die den Grundstein für die landesweite Umsetzung im Jahr 2011 legten. Ebenfalls in 2009 gab das chinesische Finanzministerium erstmals RMB-denominierte Staatsanleihen außerhalb des chinesischen Festlands in Hongkong aus. Im Jahr 2010 folgten die Öffnung des chinesischen Interbankmarktes mit Blick auf Anleihen für ausländische Investoren sowie die schrittweise Ausweitung des direkten Devisenhandels mit ausgewählten Fremdwährungen. Im darauffolgenden Jahr wurden auch Direktinvestitionen im In- und Ausland in der chinesischen Landeswährung möglich. Durch die Einführung des *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor Programme* im Jahr 2011 konnten im Ausland gehaltene Renminbi in chinesische Kapitalmärkte investiert werden, was die Rolle der Landeswährung als Anlagewährung stärkte (Nabar/Tovar Mora, 2017).

In den frühen 2010er Jahren begann China auch den Ausbau seines Netzwerks an internationalen Clearing Banken. Ebenfalls in diesem Zeitraum identifizierte die chinesische Führung die Abhängigkeit vom US-Dollar, dem amerikanischen Clearing House Interbank Payment System (CHIPS) und dem europäischen Finanzkommunikationssystem SWIFT als strategische Vulnerabilität. Daraufhin entschloss sie sich trotz hoher Opportunitätskosten für den Aufbau einer eigenen Infrastruktur für die Abwicklung und Verrechnung von Zahlungen in Renminbi. Im Jahr 2015 wurde hierfür das chinesische Zahlungs- und Verrechnungssystem (Cross-Border Interbank Payment System – CIPS) eingeführt (Choyleva, 2026). Anders als bei SWIFT, welches nur die Kommunikation von Zahlungsanweisungen zwischen Banken übernimmt, aber keine Zahlungen und Verrechnungen abwickelt, können diese im CIPS direkt durchgeführt werden (Beschwitz, 2024). Im gleichen Jahr wurde auch die Aufnahme des Renminbis in den Währungskorb der Sonderziehungsrechte des IWF angekündigt, welche im Folgejahr umgesetzt wurde (Nabar/Tovar Mora, 2017). Im Jahr 2017 vereinbarten Russland und China, den bilateralen Ölhandel in der chinesischen Landeswährung abzuwickeln. Im Zuge des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine gewannen das CIPS und der Renminbi noch einmal deutlich an Bedeutung, da sie dem vom SWIFT-Zahlungssystem ausgeschlossenen Russland seinen intensivierten Handel mit China ermöglichten (Beschwitz, 2024). Ebenfalls für den stark sanktionierten Iran spielte das chinesische Zahlungssystem zuletzt eine immer größere Rolle für den bilateralen Ölhandel (Chhangani, 2026). Auch im Handel Chinas mit südostasiatischen Ländern gewannen der Renminbi und das CIPS in den letzten Jahren zunehmend an Bedeutung (Gong, 2026). Das über CIPS abgewickelte Zahlungsvolumen belief sich im Jahr 2024 auf insgesamt 175 Billionen RMB (rund 25,4 Billionen US-Dollar) und lag damit um das Dreifache höher als noch in 2020 (IWF, 2026d).

Für die weitere Internationalisierung des Renminbis setzte die chinesische Führung zuletzt große Hoffnungen in den sogenannten „E-Yuan“ und die Zahlungsplattform mBridge, die Alternativen zu anderen digitalen Währungen und bestehenden Banken- und Verrechnungssystemen bieten sollen (Hilpert, 2024).

Insbesondere in den letzten Jahren konnte China damit signifikante Fortschritte bei der Internationalisierung des Renminbis und der Entwicklung des CIPS erzielen. Dennoch ist die internationale Relevanz des Renminbis als Leitwährung – insbesondere im Vergleich zum US-Dollar – weiterhin relativ gering.

- Im Jahr 2024 stellte China zwar rund 27 Prozent der Rechnungen im Warenhandel und 32 Prozent im Dienstleistungshandel in der Landeswährung aus. Insgesamt macht der Handel in Renminbi jedoch

weiterhin weniger als 3 Prozent des gesamten Welthandels und rund 8 Prozent der Handelsfinanzierung aus. Die Bedeutung der chinesischen Landeswährung hat damit zwar beachtliche Fortschritte erzielt und spielt insbesondere im regionalen Umfeld Chinas eine wichtige Rolle. Global betrachtet ist die Rolle als Handelswährung dennoch weiterhin überschaubar.

- Trotz der Zunahme bei der Nutzung von CIPS gibt es Anzeichen für eine weiterhin bestehende Abhängigkeit Chinas von westlicher Infrastruktur beim internationalen Zahlungsverkehr. Schätzungen zufolge wurden für etwa 80 Prozent aller über das CIPS-System abgewickelten Zahlungsanweisungen weiterhin das SWIFT-System für die Kommunikation genutzt (Beschwitz, 2024).
- Die Bedeutung des Renminbis als Anlagewährung ist international ebenfalls nur gering. Der Anteil des Renminbis an den globalen Fremdwährungsreserven stagnierte in den letzten Jahren auf einem sehr niedrigen Niveau bei rund 2 Prozent (IWF, 2026d). Zum Vergleich: Der Anteil des US-Dollars liegt bei rund 60 Prozent und der des Euros bei etwa 20 Prozent (Eichengreen et al., 2023).

Perspektivisch wird das Potenzial des Renminbis als globale Reservewährung durch mehrere strukturelle Faktoren limitiert:

- Trotz partieller Öffnungen setzt China weiterhin stark auf Kapitalverkehrskontrollen und hält seinen Finanzmarkt insgesamt für internationale Investoren vergleichsweise geschlossen. Auch die Investitionen inländischer Investoren im Ausland unterliegen staatlicher Kontrolle. Offene und tiefe Kapitalmärkte sind jedoch eine Grundvoraussetzung für eine globale Reservewährung.
- Das intransparente Wechselkursmanagement beziehungsweise eine bewusste Unterbewertung der chinesischen Landeswährung stellen weitere Hürden für die Internationalisierung des Renminbis hin zu einer globalen Reservewährung dar. Da sich der Wechselkurs nur bedingt marktgetrieben entwickelt, kann die Entwicklung des Renminbis nicht nur durch ökonomische Faktoren erklärt werden. Dass auch politische Motive eine Rolle spielen, schafft eine relevante Unsicherheit für internationale Investoren.
- Die chinesische Regierung könnte mit weiteren Schritten zur Stärkung des Renminbis als globale Reservewährung in einen Zielkonflikt geraten zwischen diesem Ziel und der Relevanz von Kapitalverkehrskontrollen zur Verhinderung von Finanzkrisen. Gerade in Zeiten zunehmender geopolitischer Unsicherheit dürfte China zögern, die bestehenden Finanzkontrollen deutlich zu lockern.

Insgesamt dürfte die chinesische Landeswährung perspektivisch zwar weiterhin an Bedeutung als Handelswährung für China und seine wichtigsten Handelspartner gewinnen. Für die weitere Internationalisierung des Renminbis hin zu einer globalen Reservewährung bestehen aber zahlreiche strukturelle Hürden, welche ohne grundlegende Reformen und Öffnungsschritte seitens der chinesischen Regierung das Potenzial der chinesischen Landeswährung perspektivisch limitieren.

## 5 Fazit und Handlungsempfehlungen

Die globalen Ungleichgewichte haben in den letzten Jahren in der Tendenz zugenommen. Das gilt vor allem für den zuletzt deutlich gestiegenen Leistungsüberschuss Chinas und das höhere Leistungsbilanzdefizit der USA. In der EU und im Euroraum ist eher eine Seitwärtsbewegung auf moderat hohem Niveau festzustellen, zuletzt mit sinkender Tendenz. Der lange hohe Leistungsüberschuss Deutschlands hat seit 2020 und am aktuellen Rand auch deutlich abgenommen. Auch bei der Beurteilung der strukturellen und wirtschaftspolitischen Ursachen zeigen sich ähnliche Unterschiede zwischen den betrachteten Ländern, an denen alle

jeweiligen Regierungen gemeinsam ansetzen müssen, um die gestiegenen globalen Ungleichgewichte zu mindern, weil die Ungleichgewichte der einen Länder zumindest teils auch Mitursache der mangelnden Leistungsbilanzbalance der anderen Staaten sind.

- **EU und Euroraum** bewegen sich in den letzten Jahren in die richtige Richtung mit Blick auf die Hauptursache des Leistungsbilanzüberschusses, die in einer zuvor mangelnden Investitionstätigkeit liegt. Das gilt etwa für den Corona-Aufbaufonds, der vor allem gemeinschaftlich finanzierte Investitionen in die digitale und grüne Transformation fördert. Private Investitionen werden stärker angereizt durch aktuell laufende Bürokratierformen der EU sowie eine ernsthafte Initiative wichtiger Mitgliedstaaten für eine Spar- und Investitionsunion. Hier kommt es auf eine konsequente Umsetzung dieser Vorhaben an. Auch der Draghi-Bericht zeigt vielfältige Wege zur Steigerung von privaten und öffentlichen Investitionen vor, denen EU und Mitgliedstaaten freilich noch stärker folgen sollten.
- **Deutschland** weist zwar weiterhin einen relativ hohen Leistungsbilanzüberschuss auf. Doch sowohl dessen merklich sinkende Tendenz als auch die deutliche Steigerung der staatlichen Investitionen weisen klar in die richtige Richtung. Beim Sondervermögen für Infrastruktur geht es vor allem darum, auf die Zusätzlichkeit der Investitionen zu achten. Zudem ist die Bundesregierung dabei, die bisher noch zaghafte Reformen für eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und für mehr Anreize für private Investitionen zu verstärken. Hier ist mehr Ambition nötig, was auch helfen würde, die Stimmung der Investoren wieder zu verbessern.
- In den **USA** ist der Handlungsbedarf dagegen anhaltend hoch. Es geht vor allem um die Reduzierung des Staatsdefizits, etwa durch eine Stärkung der Staatseinnahmen, da hier die wesentliche Ursache des hohen Leistungsbilanzdefizits liegt. Importzölle sind dagegen keine geeignete Maßnahme zur nachhaltigen Minderung des Leistungsbilanzdefizits. Aufgrund der deutlich höheren Nettoauslandsverschuldung kommen sogar erste Sorgen vor einer potenziellen Finanzkrise auf, da die Finanzierungsstruktur der Auslandsschuld fragiler geworden ist und die erratische Politik der US-Administration für Verunsicherung sorgt.
- In **China** ist der Handlungsbedarf am größten, vor allem weil der Leistungsbilanzüberschuss zuletzt deutlich gestiegen ist und weil die Politik den weiter gestiegenen großen Reformanforderungen bislang, wenn überhaupt, nur in zaghafte Ansätzen nachkommt. Zudem ist das Ausmaß des nötigen Rebalancing in China immens, vielfältig und systemisch – sei es mit Blick auf die Umorientierung der Förderung weg von der Angebots- und hin zur Nachfrageseite, weg von der Industrie und hin zu heimischen Dienstleistungen oder weg von den Exporten und hin zu einer größeren Importneigung.

Das Währungsmanagement der chinesischen Zentralbank spielt ebenfalls eine relevante und teils noch unterschätzte Rolle für den hohen und weiter steigenden Leistungsbilanzüberschuss Chinas. Denn Chinas Währung gilt als deutlich unterbewertet, was Exporte fördert, Importe und Konsum dagegen mindert. Das Ausmaß der Unterbewertung wird auf zwischen 20 und 30 Prozent geschätzt, was einen Aufwertungsbedarf von 25 bis 43 Prozent impliziert. Doch die Gründe dafür werden oft nicht ausreichend klar benannt. Die wesentliche Ursache für die Unterbewertung des Yuan ist weniger seine moderate nominale Abwertung gegenüber dem Euro im Jahr 2025, sondern vor allem die mangelnde Reaktion des Yuan auf sehr stark gestiegene Preisdivergenzen seit 2020. In den Jahren 2021 und 2022 stiegen die industriellen Erzeugerpreise in Europa und den USA stark im Zuge der Lieferkettenengpässe während der Coronakrise und in der EU zudem zusätzlich noch aufgrund der Energiekrise, was in China deutlich weniger der Fall war. Dieser weitgehend exogene Kostenschock hat industrielle Produkte aus dem Euroraum im Vergleich zu chinesischen Industriewaren im Zeitraum zwischen Januar 2020 und Januar 2025 um über 40 Prozent verteuert. Das ist ein in der Wirtschaftshistorie ungewöhnlich großes Ausmaß. Parallel zu dieser massiven Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit europäischer Produkte hat das Handelsbilanzdefizit gegenüber China erwartungsgemäß stark

zugenommen und es kam vor allem für die Exportnation Deutschland zu erheblichen Anteilsverlusten gegenüber China auf dem Weltmarkt.

In Reaktion auf die immensen Preisdivergenzen und den steigenden chinesischen Leistungsbilanzüberschuss hätte der Yuan deutlich aufwerten müssen, wenn sich der Wechselkurs am Markt frei und flexibel bilden könnte. Das ist jedoch nicht der Fall, weil die chinesische Zentralbank den Wechselkurs steuert, indem sie den Yuan eng am US-Dollar orientiert. Sie gibt vor, damit für stabile Währungsverhältnisse zu sorgen, doch bei so starken Preis- und Handelsdivergenzen ist das Gegenteil von Stabilität nötig, nämlich eine kräftige Aufwertung. Damit hat China die normale Anpassungsfunktion des Wechselkurses an Ungleichgewichte bei Kosten und Zahlungsbilanz weitgehend ausgeschaltet und sich anhaltende Kostenvorteile gesichert, mit denen chinesische Exporte überall auf der Welt unfaire Preisvorteile gegenüber europäischen Produkten genießen.

Preisnachteile von rund 40 Prozent lassen sich mit betriebswirtschaftlichen Effizienzmaßnahmen und wirtschaftspolitischen Reformen hierzulande nur geringfügig mindern. Sollte China seine Subventionen nicht stark verringern, wie der IWF (2026d) fordert, und sollte der nominale Wechselkurs des Yuan gegenüber dem Euro nicht sehr deutlich aufwerten, werden die massiven Kostenunterschiede erhalten bleiben. In der Folge werden die Ungleichgewichte im bilateralen Handel mit China ebenso weiter zunehmen wie die Anteilsverluste auf den globalen Exportmärkten. Im Wesentlichen über diese Kanäle wird der zu erheblichen Teilen unfaire Konkurrenzdruck Chinas weiter maßgeblich zur De-Industrialisierung in Europa und Deutschland beitragen. Zudem dürfte es zu vermehrten Produktionsverlagerungen internationalisierter deutscher Firmen nach China kommen, wenn sie mit chinesischen Konkurrenten auf dem Weltmarkt im Wettbewerb stehen. Denn nur durch eine Produktion in China können sie auch von den Kostenvorteilen Chinas profitieren, die zu einem erheblichen Anteil aus den genannten wettbewerbsverzerrenden Elementen bestehen. Dazu gehören direkte Subventionen, aber auch die Nutzung subventionsbedingt niedriger Nicht-Marktpreise für Produktionsfaktoren (Kapital, Land, Arbeit) und für wichtige Vorleistungen am Anfang der Wertschöpfungskette (Rohstoffe, Stahl und Aluminium).

Vor diesem Hintergrund wurde die Wirkung einer substanziellen Aufwertung des Yuan gegenüber seinen Handelspartnern mit dem makroökonomischen Global Economic Model von Oxford Economics simuliert. Wie bei jeder Modellschätzung sind die Ergebnisse mit Vorsicht zu interpretieren, bieten jedoch eine grobe Orientierung. In Reaktion auf eine Yuan-Aufwertung von 43 Prozent kommt es in China zu einem Rebalancing: Der Handelsbilanzüberschuss sinkt, während der private Konsum zunimmt, vor allem weil Importpreise und Zinsen in der Simulation sinken. Nach einem kurzen Einbruch der realen Wirtschaftsleistung im ersten Jahr kommt es zu einem Rebound, sodass der Rückgang des realen BIP-Niveaus im Jahr 2028 gegenüber dem Basisszenario nur noch auf rund 0,2 Prozent geschätzt wird. Diese leichte Einbuße lässt sich durch fiskalische Maßnahmen Chinas wie Konsumgutscheine oder Einkommen- beziehungsweise Verbrauchsteuersenkungen weiter vermindern. Demgegenüber nimmt das reale BIP-Niveau im Euroraum, Deutschland, Frankreich und den USA im Jahr 2028 gemäß der Simulation einer 43-prozentigen Aufwertung jeweils zwischen 0,2 und 0,3 Prozent gegenüber dem Basisszenario zu. Kumuliert über die Jahre 2026 bis 2028 ergibt sich daraus für Deutschland eine höhere reale Wirtschaftsleistung von schätzungsweise gut 40 Milliarden Euro in Preisen von 2025.

Die EU und Deutschland sollten daher auf China einzuwirken versuchen, die nötigen Reformen für ein Rebalancing vorzunehmen. Dazu gehört neben einer deutlichen Währungsaufwertung auch eine Verminderung

der industriepolitischen Subventionen und deren Umschichtung hin zu einer stärkeren Förderung des privaten Konsums, etwa durch Steuersenkungen und einen Ausbau des Sozialsystems, um die Anreize der privaten Haushalte zum Vorsichtssparen zu mindern.

Wenn China darauf nicht mit ausreichender Konsequenz reagiert, sollte die EU Ausgleichszölle erheben, die sich nur gegen ausreichend nachgewiesene chinesische Wettbewerbsverzerrungen durch Subventionen und die Yuan-Unterbewertung richten, falls durch Importe aus China die heimische Produktion in Europa bedroht ist. Mit fairen Wettbewerbsvorteilen Chinas muss die europäische Wirtschaft zurechtkommen, wobei die heimische Politik dies durch die oben genannten Reformen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit unterstützen muss.

Derartige gezielte und gut begründete Ausgleichszölle haben nichts mit Protektionismus zu tun. Vielmehr sind sie ein Instrument der Ordnungs- und Wettbewerbspolitik. Denn sie haben das Ziel, wieder faire Wettbewerbsbedingungen herzustellen, also ein Level-Playing Field, was der zentrale Kern der Ordnungspolitik ist. Aus ordnungs- und wettbewerbspolitischer Sicht wäre eigentlich eine globale Wettbewerbsordnung mit einer starken Wettbewerbsbehörde nötig, die Ländern den Verkauf von subventionierten Waren schlichtweg über das Ordnungsrecht untersagen würde. Da es eine solche Behörde nicht gibt, sind Ausgleichszölle ein zweitbestes Ersatzinstrument, um die globale Wettbewerbsordnung zu stärken und die Wirkung von Wettbewerbsverzerrungen durch einzelne Länder zu mindern. Vereinfacht gesagt: Richtig kalibrierte Ausgleichszölle sind kein Protektionismus, sondern globale Ordnungspolitik.

## 6 Anhang

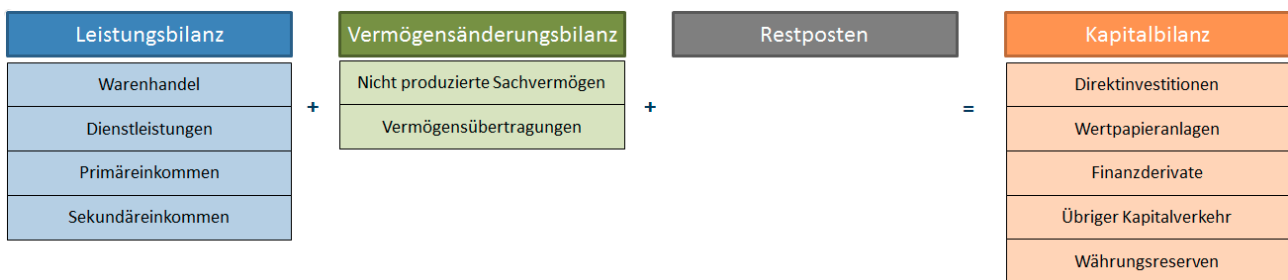
### 6.1 Zahlungsbilanz und Interpretation

#### 6.1.1 Komponenten der Zahlungsbilanz

Die Zahlungsbilanzstatistik ist eine umfassende, systematische Darstellung der wirtschaftlichen Transaktionen einer Volkswirtschaft mit der übrigen Welt für eine bestimmte Periode (Deutsche Bundesbank, 2026a und 2026b). Sie ist keine Bilanz im Sinne einer zeitpunktbezogenen Vermögensaufstellung, sondern eine Stromrechnung. Auch werden nicht nur Transaktionen erfasst, die mit einer grenzüberschreitenden Zahlung verbunden sind, sondern zudem auch Geschäfte, die zu keiner oder keiner unmittelbaren Zahlung führen.

Die Zahlungsbilanz gliedert sich in folgende Teilbilanzen und deren Subkomponenten (Abbildung 6.1): Leistungsbilanz, Vermögensänderungsbilanz, Kapitalbilanz sowie ein statistischer Restposten zum Saldenausgleich, der durch fehlende/falsche Erfassung und Periodenzuordnung von Transaktionen entstehen kann.

Abbildung 6.1: Komponenten der Zahlungsbilanz im Überblick



Quelle: Deutsche Bundesbank, 2026b

#### Erläuterungen ausgewählter Begriffe (Deutsche Bundesbank, 2026c):

- Die **Primäreinkommen** bestehen im Wesentlichen aus Faktoreinkommen, also aus Arbeitnehmerentgelten und Vermögenseinkommen, die Inländer im Ausland oder Ausländer im Inland erzielen.
- Die **Sekundäreinkommen** bestehen im Wesentlichen aus laufenden Übertragungen – etwa staatlichen Transfers im Rahmen internationaler Zusammenarbeit oder Rücküberweisungen von Migranten – sowie aus Sozialleistungen oder Sozialbeiträgen, die an Inländer im Ausland oder an Ausländer im Inland fließen.
- Die **Vermögensübertragungen** sind einmalige unentgeltliche Leistungen, wie zum Beispiel grenzüberschreitende Erbschaften und Schenkungen oder ein Schuldenerlass.
- **Direktinvestitionen** sind Vermögensanlagen in ausländische Unternehmen mit dem Ziel, die Geschäftstätigkeit langfristig maßgeblich zu beeinflussen. Als maßgeblicher Einfluss gilt, wenn der Kapitalgeber 10 Prozent oder mehr Anteile oder Stimmrechte hält.
- Der **übrige Kapitalverkehr** erfasst finanzielle Transaktionen von Banken und anderen monetären Finanzinstituten, Unternehmen und Privatpersonen sowie dem Staat und der Bundesbank. Zum übrigen Kapitalverkehr zählen unter anderem die Transaktionen im Kreditverkehr, in Bargeld und Einlagen, Versicherungs- und Altersvorsorgeleistungen.

### 6.1.2 Relevante Zahlungsbilanz-Zusammenhänge und deren Interpretation

Die folgende Darstellung ist vereinfacht, für eine detaillierte Darstellung siehe Busch et al. (2011).

Folgende gesamtwirtschaftliche Größen sind relevant:

- YP: Produktion (Bruttowertschöpfung); YV: Verbrauch (BIP-Verwendung); YE: Einkommen
- C: Konsum; I: Investitionen; S: Ersparnis (jeweils von privaten Akteuren und dem Staat)
- A: Absorption (Binnennachfrage)
- X: Exporte und M: Importe
- X-M: Handelsbilanzsaldo, hier in der vereinfachten Darstellung: Leistungsbilanzsaldo (LB)
- KX: Kapitalexport und KM: Kapitalimport mit KX-KM als Nettokapitalfluss ins oder aus dem Ausland

Es gelten folgende grundlegende Zusammenhänge in der vereinfachten Darstellung:

- $YP = YV = YE$   
Gesamtwirtschaftlich entspricht die Güterproduktion der Güterverwendung und dem aus der Wertschöpfung der hergestellten Güter entstandenen Einkommen.
- $YV = C+I+X-M = C+I+LB$   
Die inländische Güterverwendung entfällt auf Konsum, Investitionen sowie auf die Differenz aus Exporten und Importen.
- $YE = C+S$   
Das gesamtwirtschaftliche Einkommen wird für Konsum und Ersparnis verwendet.
- $A = C+I$   
Die Absorption (Binnennachfrage) entspricht der Summe aus Konsum und Investitionen.

Daraus lassen sich algebraisch folgende wichtige Zusammenhänge ableiten:

- Aus  $YV = YE$  folgt:  $C+I+LB = C+S$  und damit  **$LB = S-I$**   
Der Leistungsbilanzsaldo entspricht also der Differenz aus Ersparnis und Investitionen. Bei einem Ersparnisüberschuss (Ersparnisdefizit) entsteht ein Leistungsbilanzüberschuss (Leistungsbilanzdefizit).
- Aus  $YV = YP$  folgt:  $C+I+LB = YP$  und damit unter Verwendung von  $A = C+I$ :  **$LB = YP-A$**   
Der Leistungsbilanzsaldo entspricht der Differenz aus Produktion und Absorption. Damit gilt: Übersteigt (unterschreitet) die Produktion die Absorption, entsteht ein Leistungsbilanzüberschuss (Leistungsbilanzdefizit), weil mehr (weniger) im Inland produziert als verbraucht wird.

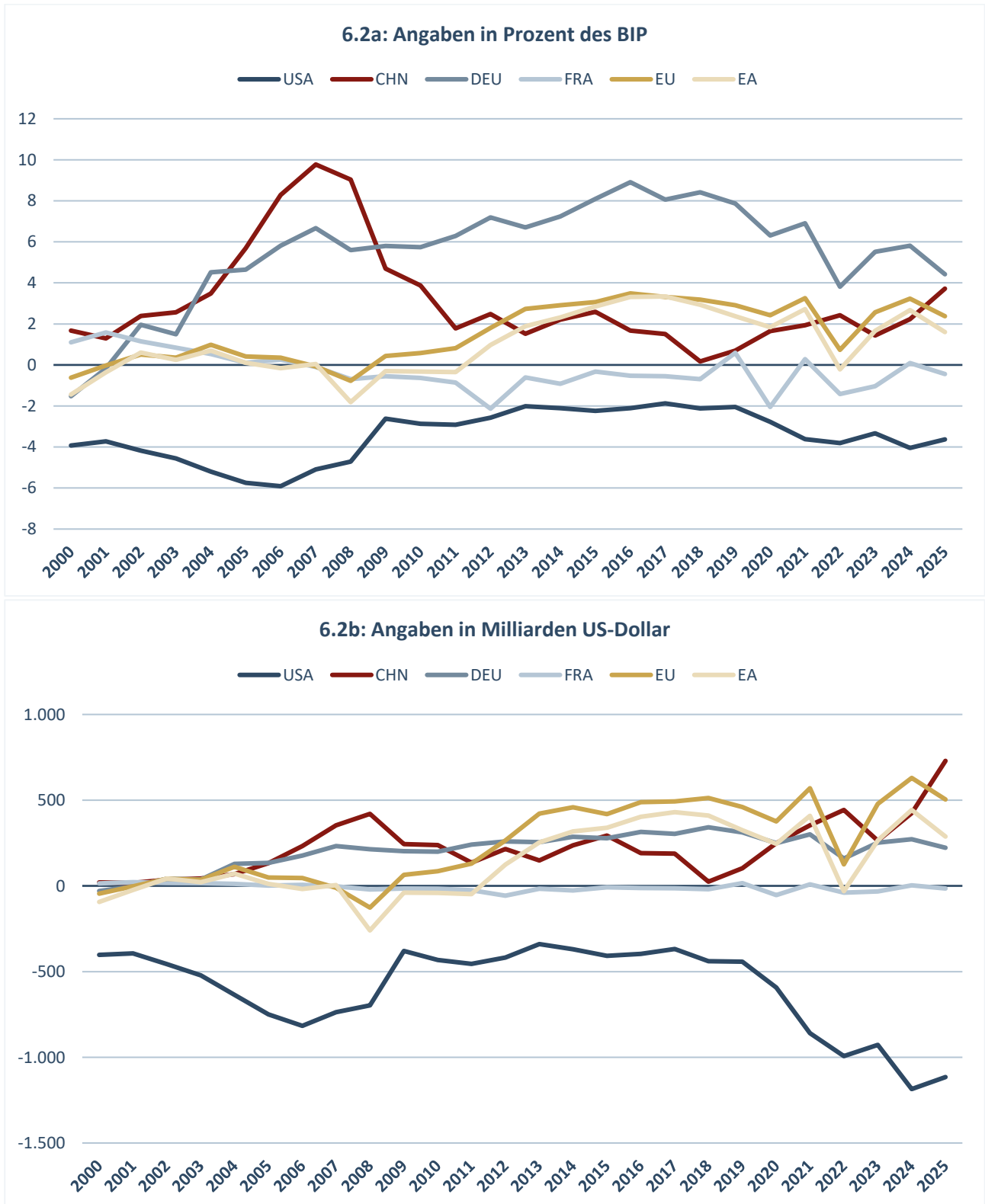
Darüber hinaus hängen Leistungs- und Kapitalbilanz über einen buchhalterischen Zusammenhang eng miteinander zusammen (Deutsche Bundesbank, 2026a). Vernachlässigt man die Vermögensänderungsbilanz und mögliche Erfassungsfehler, gilt:  **$LB = KX-KM$** . Demnach entspricht in dieser vereinfachten Darstellung ein Leistungsbilanzüberschuss (Leistungsbilanzdefizit) einem Netto-Kapitalexport (Netto-Kapitalimport). Mit anhaltenden Leistungsbilanzüberschüssen (Leistungsbilanzdefiziten) baut sich damit ein Vermögensbestand (eine Verschuldung) im Ausland auf. Man spricht dann von einer positiven (negativen) Nettoauslandsposition.

In diesem Zusammenhang ist ein intertemporaler Blick wichtig. Denn **alternde Gesellschaften** können in der Erwerbsphase der Baby-Boomer über Leistungsbilanzüberschüsse ein **Auslandsvermögen aufbauen**, das die stark besetzte Baby-Boomer-Generation im Alter durch Leistungsbilanzdefizite und damit Nettokapitalimporte wieder abbauen können.

## 6.2 Entwicklung der jährlichen Leistungsbilanzsalden im Zeitverlauf ab 2000

Abbildungen 6.2a und b: Leistungsbilanzsalden im internationalen Vergleich ausgewählter Länder

Leistungsbilanzsalden relativ zur Wirtschaftsleistung und in absoluter Höhe



Quelle: IWF (World Economic Outlook)

### 6.3 Entwicklung in den EU-Mitgliedstaaten ohne Euro

Für die einzelnen Länder lassen sich die Entwicklungen wie folgt zusammenfassen:

- **Dänemark** verzeichnet den relativ stärksten Anstieg des Warenhandelsbilanzdefizits gegenüber China zwischen 2020 und 2025 (Einordnung des Wertes für Schweden siehe unten). Absolut betrachtet vergrößerte sich das Defizit in dem Zeitraum jedoch nur um rund 1,27 Milliarden Euro auf zuletzt 2,42 Milliarden Euro, was unter den EU-Ländern ohne Euro das geringste Warenhandelsbilanzdefizit gegenüber China darstellt. Durch die Verwerfungen in der Weltwirtschaft in dieser Periode verzeichnete Dänemark einen starken Anstieg der Produzentenpreise von 56,3 Prozent. Entgegen der aus dänischer Sicht verschlechterten Handelsbeziehungen mit China wertete der Yuan zwischen Januar 2020 und Januar 2026 um 7,5 Prozent gegenüber der dänischen Krone ab. Somit ergab sich in diesem Zeitraum eine deutliche reale Aufwertung der dänischen Krone gegenüber dem Yuan von 66,5 Prozent.
- Auch für **Polen** verschlechtern sich die Handelsbeziehungen mit China mit einem Anstieg des Warenhandelsbilanzdefizits von 60,1 Prozent zwischen 2020 und 2025 deutlich. Aufgrund des deutlich größeren Handelsvolumens Polens mit der Volksrepublik stieg das Defizit um absolut rund 13,99 Milliarden Euro, was den mit Abstand größten absoluten Anstieg unter den EU-Ländern ohne Euro darstellt. Auch hier ging die Verschlechterung des Warenhandelsbilanzdefizits mit einer zusätzlichen Abwertung des Yuan gegenüber dem polnischen Zloty um 7,5 Prozent zwischen Januar 2020 und Januar 2026 einher. Da im gleichen Zeitraum die polnischen Produzentenpreise um vergleichsweise geringe 21,5 Prozent stiegen, ergab sich eine ebenfalls innerhalb der betrachteten Länder relativ geringe reale Aufwertung der polnischen Landeswährung gegenüber dem Yuan um 32 Prozent.
- In **Rumänien** stiegen zwischen Januar 2020 und Januar 2026 die Produzentenpreise um 78,7 Prozent und damit am stärksten unter den betrachteten Ländern. Darüber verdoppelte sich das Warenhandelsbilanzdefizit des Landes mit China zwischen 2020 und 2025 nahezu (plus 97,8 Prozent) auf zuletzt rund 8,37 Milliarden Euro, während der nominale Wechselkurs nahezu konstant blieb beziehungsweise der Yuan gegenüber dem Leu um 1,5 Prozent abwertete. In Kombination mit den stark gestiegenen Produzentenpreisen ergab sich so eine reale Aufwertung der rumänischen Landeswährung gegenüber dem Yuan um 78,8 Prozent zwischen Januar 2020 und Januar 2026, was die stärkste reale Aufwertung einer Landeswährung eines EU-Landes ohne Euro in diesem Zeitraum ist.
- **Schweden** weist den mit Abstand größten Anstieg des Warenhandelsbilanzdefizits gegenüber China unter den EU-Ländern ohne Euro auf. Dieses stieg zwischen 2020 und 2025 um mehr als 600 Prozent auf zuletzt rund 4,88 Milliarden Euro. Der sehr hohe relative Anstieg resultiert dabei aus einem Sondereffekt und einem starken Einbruch des Handelsbilanzdefizits im Jahr 2020 gegenüber dem Vorjahr um beinahe zwei Drittel (minus 63,4 Prozent). Zwischen 2021 und 2025 stieg das Warenhandelsbilanzdefizit Schwedens mit China um gut ein Viertel (26,4 Prozent). Der Anstieg der Produzentenpreise zwischen Januar 2020 und Januar 2026 um 31,2 Prozent bei einer gleichzeitigen Abwertung des Yuan gegenüber der schwedischen Krone um 8,8 Prozent ergaben eine reale Aufwertung der schwedischen Landeswährung gegenüber dem Yuan um 41,7 Prozent in diesem Zeitraum.
- Das Warenhandelsbilanzdefizit von **Tschechien** gegenüber China stieg zwischen 2020 und 2025 um 42,4 Prozent und damit unter den EU-Ländern ohne Euro am geringsten. In absoluten Zahlen lag es damit bei zuletzt rund 22,35 Milliarden Euro, was unter den betrachteten Ländern wiederum das zweitgrößte Defizit gegenüber China nach dem von Polen darstellt. Zwischen Januar 2020 und Januar 2026 wertete der Yuan gegenüber der tschechischen Krone um 9,6 Prozent ab. Im gleichen Zeitraum stiegen die Produzentenpreise in Tschechien um 29,9 Prozent. Zusammen ergab sich so eine reale Aufwertung der tschechischen Landeswährung gegenüber dem Yuan um 41,5 Prozent.

- Das Handelsbilanzdefizit von **Ungarn** gegenüber China stieg zwischen 2020 und 2025 um mehr als die Hälfte (plus 52,8 Prozent) auf zuletzt 10,36 Milliarden Euro. Unter den EU-Ländern ohne Euro ist Ungarn das einzige Land, gegenüber dessen Landeswährung der Yuan jedoch nicht zusätzlich abwertete. Stattdessen wertete der Yuan gegenüber dem ungarischen Forint zwischen Januar 2020 und Januar 2026 entsprechend den aus ungarischer Sicht verschlechterten Handelsbeziehungen nominal um 3,9 Prozent auf. Durch einen starken Anstieg der Produzentenpreise im gleichen Zeitraum um 69,9 Prozent, verschlechterte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der ungarischen Landeswährung gegenüber dem Yuan dennoch deutlich. Real ergab sich eine Aufwertung des Forints gegenüber dem Yuan um 61,1 Prozent gegenüber dem Yuan zwischen Januar 2020 und Januar 2026.

## Abstract

Global imbalances have increased over the past few years. This applies in particular to the latest increase in China's current account surplus, and to the higher current account deficit of the United States. In contrast, current accounts in the EU and the euro area have largely moved sideways with a recent downward tendency. The respective governments must address the structural economic causes jointly in order to reduce global imbalances:

- **EU and euro area:** The EU and the euro area have been moving in the right direction in recent years and the current account surplus is on a downward trend. They have stepped up their previously insufficient investment activity, for example, with the Recovery and Resilience Facility, which promotes jointly financed investments in digital and green transformation projects. Private investment is being incentivized through the EU's ongoing bureaucracy reforms and a more serious initiative by key member states for a Savings and Investment Union. The Draghi report also identifies a wide range of measures to increase private and public investment, which the EU and its member states should implement more consistently. The key is the consistent implementation of these plans.
- **Germany:** Germany still has a relatively high current account surplus. However, its marked decline since 2020 and the significant increase in public investment point clearly in the right direction. Nonetheless, attention must be paid to effective implementation. In addition, the federal government should further strengthen the reforms already initiated to improve competitiveness and create more incentives for private investment.
- **United States:** In the United States, the need for action remains persistently high. In particular, the fiscal deficit, which is at the root of the high current account deficit, must be reduced. This should be done by strengthening government revenues instead of using import tariffs. Owing to the much higher net external debt, initial concerns are emerging about a potential financial crisis, as the financing structure of US foreign debt has become more fragile and the erratic policy of the US administration is creating uncertainty.
- **China:** In China, the need for action is greatest and has become even more pressing. The current account surplus has recently risen significantly. The Chinese leadership has so far addressed the need for substantial reforms only tentatively. The scale of the necessary rebalancing in China is immense, multifaceted and systemic.

The currency management of the People's Bank of China also plays a pivotal and underestimated role in China's widening current account surplus. China's currency is significantly undervalued, which promotes exports while dampening imports and consumption. The extent of the undervaluation is estimated at between 20 and 30 percent, implying a need for appreciation of 25 to 43 percent. Despite the widening deficit in the euro area's trade with China, the nominal exchange rate of the yuan against the euro reacted only slightly. In addition, industrial producer prices diverged dramatically between China and its Western trading partners since 2020. In 2021 and 2022, industrial producer prices in Europe and the United States rose sharply as a result of supply-chain bottlenecks during the Covid crisis, which affected China to a much lesser extent. In the EU, they also rose because of the energy crisis following the Russian war against Ukraine. This largely exogenous cost shock made industrial products from the euro area (on a common currency basis) more than 40 percent more expensive than Chinese industrial goods between January 2020 and January 2026.

In response to the immense price divergences and the rising Chinese current account surplus, the yuan should have appreciated significantly - if the Chinese exchange rate were free, flexible and market-based. However, the Chinese central bank manages the exchange rate by closely aligning the yuan with the US dollar. China has thus largely disabled the normal adjustment function of the exchange rate in response to the large cost and balance-of-payments imbalances that have emerged and has secured lasting cost advantages. This enables Chinese exports around the world to enjoy unfair price advantages over European products. Price disadvantages of around 40 percent can be reduced only marginally through business efficiency measures and domestic economic-policy reforms. The competitive pressure from China is therefore likely to make a major contribution to deindustrialisation in Europe and Germany.

Against this background, the effect of a substantial appreciation of the yuan against its trading partners was simulated using the macroeconomic Global Economic Model of Oxford Economics. As with any model estimate, the results should be interpreted with caution, but they provide a rough orientation. A significant appreciation of the yuan against the US dollar of 43 percent induces a rebalancing process in the Chinese economy. The trade surplus declines, while private consumption increases, mainly because import prices and interest rates fall according to the simulation. After a brief decline in real economic output in the first year, a rebound follows, so that the decline in the real GDP level in 2028 compared with the baseline scenario is estimated at only around 0.2 percent. This slight loss could be further reduced through fiscal measures by China, such as consumption vouchers or income and consumption tax cuts. In contrast, the real GDP level in the euro area, Germany, France and the United States rises by between 0.2 and 0.3 percent in 2028 compared with the baseline scenario. Cumulatively over the years 2026 to 2028, this implies an estimated higher real economic output for Germany of around 40 billion euros in 2025 prices.

The EU and Germany should therefore try to exert influence on China so that it undertakes the reforms necessary for rebalancing. In addition to a significant currency appreciation, this includes reducing industrial-policy subsidies and reallocating them toward stronger support for private consumption. For example, tax cuts or an expansion of the social security system could help to reduce households' incentives for precautionary saving. If China does not respond accordingly, the EU should impose broad equalising/countervailing duties, if distortions of competition resulting from Chinese subsidies and China's undervalued currency can be sufficiently proven and if imports from China threaten production in Europe. The European economy must cope with China's fair competitive advantages. Domestic policy should support competitiveness through appropriate reforms. Properly calibrated equalising duties are not protectionism, but are intended merely to restore fair competitive conditions, that is, a level playing field. As an instrument of global regulatory and competition policy, they are a substitute for the non-existent strong global competition authority.

## Abbildungsverzeichnis

Abbildungen 1.1a und b: Leistungsbilanzsalden im internationalen Vergleich ausgewählter Länder .....	6
Abbildungen 2.1a und b: Komponenten der Leistungs- und Kapitalbilanz für Deutschland .....	8
Abbildung 2.2: Gegenüberstellung von Leistungs- und Kapitalbilanz für Deutschland .....	9
Abbildungen 2.3a und b: Komponenten der Leistungsbilanz im internationalen Vergleich ausgewählter Länder .....	11
Abbildung 2.4: Nettoauslandsposition für ausgewählte Länder .....	12
Abbildung 2.5: Gegenüberstellung von Ersparnis und Investitionen für ausgewählte Länder .....	13
Abbildungen 2.6a und b: Finanzierungssalden der institutionellen Teilssektoren im Jahr 2024 .....	15
Abbildung 4.1: Nominaler Wechselkurs des Yuan gegenüber dem Euro und US-Dollar .....	26
Abbildung 4.2: Saldo im Warenhandel Deutschlands und des Euroraums mit China .....	28
Abbildung 4.3: Divergierende Erzeugerpreise in China, der Eurozone, Deutschland und den USA .....	32
Abbildung 4.4: Reale PPI-Entwicklungen und Veränderung der bilateralen realen Wechselkurse .....	32
Abbildung 4.5: Entwicklung von Erzeugerpreisen, realen Wechselkursen und Warenhandelsbilanzdefiziten in EU-Ländern ohne Euro .....	34
Abbildungen 4.6a und b: BIP-Effekte einer Abwertung gegenüber dem Yuan .....	36
Abbildungen 4.7a und b: Veränderung relevanter Nachfrageaggregate des realen BIP in China .....	38
Abbildung 6.1: Komponenten der Zahlungsbilanz im Überblick .....	46
Abbildungen 6.2a und b: Leistungsbilanzsalden im internationalen Vergleich ausgewählter Länder .....	48

## Literaturverzeichnis

Ayres, Graham / Burton, Rachael / Federici, Joseph / Morget, Nicole / Tsering, Lyndi, 2026, China-Iran Fact Sheet: A Short Primer on the Relationship, <https://www.uscc.gov/research/china-iran-fact-sheet-short-primer-relationship> [11.5.2026]

Bai, Chong-En / Gopinath, Gita / Rey, Hélène / Weber, Axel, 2026, G7 Economists Memo on Global Imbalances, <https://www.elysee.fr/admin/upload/default/0001/19/e44fddb6550f8d5fa2cc0adcdede5ec490e2e921.pdf> [20.5.2026]

Barkin, Noah / Williams, Gregor, 2026, Germany’s “China Shock” Revisited, Rhodium Group, Note, February 10, 2026, <https://rhg.com/research/germanys-china-shock-revisited/> [17.6.2026]

Barnett, Steven, 2026, China does have one powerful lever to boost consumption, <https://www.ft.com/content/d078c7e6-9489-40f1-9ce1-1bf1bb495edf> [18.5.2026]

Benninghoff, Martin, 2026, 3000 Yuan für jeden – So könnte China den Konsum anschieben, <https://www.handelsblatt.com/politik/international/china-3000-yuan-fuer-jeden-so-koennte-china-den-konsum-anschieben-01/100178008.html> [18.5.2026]

Beschwitz, Bastian von, 2024, Internationalization of the Chinese Renminbi: progress and outlook, <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/internationalization-of-the-chinese-renminbi-progress-and-outlook-20240830.html> [20.5.2026]

Boullenois, Camille / Sebastian, Gregor / Wright, Logan, 2025, Malign Indifference: China’s Currency and the Threat to Europe, Rhodium Group, December 18, 2025, <https://rhg.com/wp-content/uploads/2025/12/Malign-Indifference.pdf> [17.6.2026]

Busch, Berthold / Grömling, Michael / Matthes, Jürgen, 2011, Ungleichgewichte in der Eurozone – Ursachenanalyse und wirtschaftspolitische Empfehlungen, IW-Analysen, Nr. 74, Köln

Chhangani, Alisha, 2026, Inside Tehran’s toll booth, <https://www.atlanticcouncil.org/dispatches/inside-tehrans-toll-booth/> [7.4.2026]

Choyleva, Diana, 2026, Why China’s renminbi push matters even if it never rivals the dollar, <https://www.ft.com/content/77f8cc0d-7aef-46a2-8460-67a05760a41c> [7.4.2026]

Darvas, Zsolt / Greppi-Maturana, Costanza / Mendonça, Alexandre / Reverdy, Camille / Sangers, Bo et al., 2026, The European Union’s external imbalances: Past, future, and policy, in: Rey, Hélène/ Weder di Mauro, Beatrice / Zettelmeyer, Jeromin (Hrsg.), The New Global Imbalances, Paris Report 4, Paris

Deutsche Bundesbank, 2020, Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss aus der Sicht makroökonomischer Modelle, in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juli, Frankfurt am Main, S. 19–46

Deutsche Bundesbank, 2025, Was steckt hinter dem mehrjährigen Rückgang der deutschen Exportmarktanteile? <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/themen/was-steckt-hinter-dem-mehrjaehrigen-rueckgang-der-deutschen-exportmarktanteile--961164> [17.6.2026]

Deutsche Bundesbank, 2026a, <https://www.bundesbank.de/resource/blob/805270/f4d284bb8ac76fd05ad8ed3c43796ff1/472B63F073F071307366337C94F8C870/v-er-laeuterungen-data.pdf> [17.6.2026]

Deutsche Bundesbank, 2026b, <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/aussenwirtschaft/zahlungsbi-lanz/methodische-erlaeuterungen-772308> [17.6.2026]

Deutsche Bundesbank, 2026c, <https://www.bundesbank.de/action/de/732354/bbksearch?firstLetter=S> [17.6.2026]

Destatis – Statistisches Bundesamt, 2025, China ist Deutschlands wichtigster Handelspartner, [https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Aussenhandel/\\_inhalt.html](https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Aussenhandel/_inhalt.html) [19.3.2026]

Eichengreen, Barry / Macaire, Camille / Mehl, Arnaud / Monnet, Eric / Naef, Alain, 2023, Internationalisation of the renminbi and capital account openness, [Internationalisation of the renminbi and capital account openness](#) [20.5.2026]

European Commission, 2025, In-Depth Review 2025 Germany, Institutional Paper 307, Luxembourg: Publications Office of the European Union

European Commission, 2026, Global macroeconomic imbalances and potential rebalancing in the context of geo-economic risks – Framing note, Note for the Eurogroup (Eurogroup meeting, 16 February 2026), Brussels

Fuster, Thomas, 2026, China sagt dem Dollar den Kampf an, <https://www.nzz.ch/international/china-sagt-dem-dollar-den-kampf-an-ld.1923482> [7.4.2026]

Gong, Xue 2026, From Bricks and Mortar to Equity, Finance and Capital: China’s Evolved Engagement in Southeast Asia, <https://rsis.edu.sg/rsis-publication/idss/ip26035-from-bricks-and-mortar-to-equity-finance-and-capital-chinas-evolved-engagement-in-southeast-asia/> [8.4.2026]

Grömling, Michael, 2026, Deindustrialisierung durch fortschreitende Handelsabkopplung, IW-Kurzbericht, Nr. 27, Köln

Hilpert, Hanns Günther, 2024, Chinas währungspolitische Offensive – Die Herausforderung der Internationalisierung und Digitalisierung des Renminbi, [https://www.swp-berlin.org/publications/products/studien/2024S09\\_ChinasWaehrungsoffensive.pdf](https://www.swp-berlin.org/publications/products/studien/2024S09_ChinasWaehrungsoffensive.pdf) [8.4.2026]

IWF – Internationaler Währungsfonds, 2023, 2022 Update of the External Balance Assessment Methodology, <https://www.imf.org/-/media/files/publications/wp/2023/english/wp2023047-print-pdf.pdf> [17.6.2026]

IWF, 2024, China Article IV, <https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2024/english/1chnea2024003-print-pdf.pdf> [17.6.2026]

IWF, 2026a, Understanding Global Imbalances, IMF Policy paper No. 2026/006, Washington D.C.

IWF, 2026b, United States 2026 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 26/27, Washington D.C.

IWF, 2026c, Germany 2025 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 26/36, Washington D.C.

IWF, 2026d, China Article IV, People's Republic of China: 2025 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the People's Republic of China; IMF Country Report No. 26/044, Washington D.C. <https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2026/english/1chnea2026001-source-pdf.pdf> [12.4.2026]

Kunath, Gero, 2024, Chinas Inlandsnachfrage leidet an Long COVID, <https://www.iwkoeln.de/studien/gero-kunath-chinas-inlandsnachfrage-leidet-an-long-covid.html> [18.5.2026]

Matthes, Jürgen, 2025, Yuan Undervaluation against the Euro: Unfair Cost Advantages for China?!, IW-Report, Nr. 36, Köln

Matthes, Jürgen, 2026, Deutscher Warenhandel mit China im Jahr 2025. China-Schock trifft vor allem die Autoindustrie, IW-Kurzbericht, Nr. 13, Köln

Matthes, Jürgen / Schmitz, Edgar, 2024, Konkurrenzdruck aus China für deutsche Firmen, IW-Report, Nr. 30, Köln

Milesi-Ferretti, Gian Maria, 2026, The return of global imbalances? The US case, in: Rey, Hélène/ Weder di Mauro, Beatrice / Zettelmeyer, Jeromin (Hrsg.), The New Global Imbalances, Paris Report 4, Paris

Nabar, Malhar S. / Tovar Mora, Camilo E., 2017, Renminbi Internationalization, <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781513539942/ch09.xml> [19.5.2026]

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development, 2025, How governments back the largest manufacturing firms – Insights from the OECD MAGIC Database, OECD Trade Policy Paper, No. 289, Paris: OECD Publishing

Rey, Hélène/ Weder di Mauro, Beatrice / Zettelmeyer, Jeromin, 2026, The New Global Imbalances, Paris Report 4, Paris

Sandlund, William, 2026, Beijing urged to let renminbi strengthen, <https://www.ft.com/content/67ee7b52-650b-439a-a9fa-da6ebf1853ef> [31.3.2026]

Setser, Brad W., 2023, Shadow reserves — how China hides trillions of dollars of hard currency, Bloomberg, The China Project, June 29, 2023, <https://thechinaproject.com/author/bradsetser/> [17.6.2026]

Setser, Brad W. / Sobel, Mark, 2025, It's time for China to let the renminbi appreciate sharply, Bloomberg, OMFIF, 18 November 2025, <https://www.omfif.org/2025/11/its-time-for-china-to-let-the-renminbi-appreciate-sharply/> [17.6.2026]

Setser, Brad W, 2026, The PBOC, The State Banks, and Backdoor Intervention, <https://www.cfr.org/articles/the-pboc-the-state-banks-and-backdoor-intervention> [17.6.2026]

The Economist, 2026, Our Big Mac index shows how burger prices differ across borders, Last update: January 29th 2026, <https://www.economist.com/interactive/big-mac-index> [18.6.2026]

Weder di Mauro, Beatrice / Zettelmeyer, Jeromin, 2026, The new global imbalances: Why care, why now, and what can be done, in: Rey, Hélène/ Weder di Mauro, Beatrice / Zettelmeyer, Jeromin (Hrsg.), The New Global Imbalances, Paris Report 4, Paris