

2 Leistungsbilanzungleichgewichte und der Abbau von Defiziten

Hohe Defizite in den Leistungsbilanzen einiger Euroländer haben zu einer massiven Verschlechterung der Schuldentragfähigkeit und zum Entstehen der Schuldenkrise in der Eurozone beigetragen. Eine Analyse der Ursachen von Ungleichgewichten zwischen den Euro-Mitgliedstaaten kann Aufschluss darüber geben, wie die hohen Defizite am besten zu reduzieren sind. Kern des Kapitels ist die Untersuchung vergangener Abbauprozesse von Leistungsbilanzdefiziten, sowohl vor als auch in der Schuldenkrise. Kapitel 2 soll offenlegen, über welche Kanäle Defizitkorrekturen üblicherweise erfolgen und wie groß die damit einhergehenden Wachstumsverlangsamungen ausfallen – und zwar je nach Industrieanteil der betroffenen Volkswirtschaft sowie je nach Möglichkeit einer nominalen Abwertung. Die Analyse in Kapitel 2 gibt so einen ersten Hinweis darauf, ob die Existenz eines großen Industriesektors die Anpassung vereinfacht oder ob die Wirtschaftsstruktur ohne Einfluss bleibt.

Kapitel 2.1 ordnet die vor der Finanzkrise entstandenen Ungleichgewichte im Euroraum in einen globalen sowie einen historischen Kontext ein und ermittelt die Treiber der Divergenzen. Kapitel 2.2 stellt die aus hohen Defiziten resultierende Problematik einer steigenden Staatsverschuldung heraus und erläutert den Beitrag nicht tragfähiger Leistungsbilanzsalden zum Entstehen der Schuldenkrise. Kapitel 2.3 beinhaltet die Analyse von Prozessen eines Defizitabbaus vor und in der Schuldenkrise. Darüber hinaus wird die Gefahr einer rein konjunkturell bedingten und nur temporär wirkenden Verbesserung des Saldos behandelt und erörtert, welche strukturellen Veränderungen für nachhaltige Korrekturen notwendig sind. Kapitel 2.4 fasst die Ergebnisse zusammen.

2.1 Leistungsbilanzungleichgewichte in der Eurozone

Leistungsbilanzungleichgewichte im Euroraum, insbesondere hohe und persistente Defizite in einigen Ländern, gelten als eine der Hauptursachen der Schuldenkrise (vgl. Ederer/Reschenhofer 2014, S. 1, Engler et al. 2014, S. 3). Die Leistungsbilanzsalden gingen im Vorfeld der Finanzkrise immer weiter auseinander. Zwar waren sie auch vor Gründung der Währungsunion in den heutigen Mitgliedsländern nicht immer ausgeglichen und müssen es keinesfalls permanent sein. Denn strukturelle Faktoren können bedingen, dass eine Volkswirtschaft über Jahre hinweg etwa einen Überschuss erwirtschaftet und spart, weil die Gesellschaft altert und in Zukunft nicht mehr so viele Güter produzieren können wird wie sie verbraucht. Genauso können wirtschaftliche Aufholprozesse in Schwellenländern über einen längeren Zeitraum für Leistungsbilanzdefizite sorgen. Gewisse Abweichungen können also sinnvoll sein und wurden auch früher beobachtet.

Zwischen 1980 und 1998 wiesen nur fünf der elf Gründungsmitglieder des Euros durchgängig stabile Leistungsbilanzen auf, die sich nie außerhalb einer – großzügig gewählten – Bandbreite von -5% bis +5% des BIP bewegten. Die größten Schwankungen verzeichneten Irland und Portugal, die selbst mit nationalen Währungen Defizite von bis zu 15% bzw. 16% des BIP erwirtschafteten. Beide Länder haben Erfahrungen mit persistenten Defiziten gesammelt, definiert als konstant negativer Leistungsbilanzsaldo in Höhe von mindestens 2% des BIP über wenigstens fünf Jahre (vgl. Freund/Warnock 2005, S. 9).¹⁰ Nach dieser Definition befand sich Irland von 1976 bis 1986 und Portugal mit zwei kurzen Unterbrechungen von 1980 an 30 Jahre lang in einem solchen Defizit. Griechenlands vor kurzem bereinigtes Defizit bestand bereits 1995, also deutlich vor dem Euro-Beitritt. Selbst die heutigen Überschussländer Österreich und Finnland hatten Ende der 1970er- bzw. Anfang der 1990er-Jahre persistent defi-

¹⁰

Diese Definition eines persistenten Leistungsdefizits basiert zwar auf einem willkürlich gewählten Schwellenwert, hat sich aber in der Literatur durchgesetzt und wird daher auch hier verwendet.

zitäre Leistungsbilanzen.¹¹ Gemäß einer Analyse von Leistungsbilanzdefiziten in Industrieländern vor 2003 beträgt die durchschnittliche Dauer persistenter Defizite acht Jahre (vgl. ebd., S. 9).

Das Neuartige an den Ungleichgewichten im letzten Konjunkturzyklus ist die Parallelität der Defizite. Vor der Finanzkrise registrierten nicht nur die GIPSZ-Länder Defizite von über 5% des BIP. Darüber hinaus befanden sich mit Estland, Lettland, Litauen, Malta, der Slowakei und Slowenien sämtliche späteren Beitrittsländer in einer Leistungsbilanzkrise mit einem Minus von bis zu 22%. In einem gemeinsamen Währungsraum, bzw. kurz vor dem Beitritt, wenn Währungen schon fest aneinander gekoppelt sind, sind wachsende Außenhandelsungleichgewichte einerseits nicht überraschend. Denn durch den Beitritt verlieren Staaten den flexiblen Korrekturmechanismus der Wechselkurse. Zuvor konnten Auf- und Abwertungen der Währungen die nationalen Leistungsbilanzen immer wieder ausgleichen. Der Außenwert der gemeinsamen Währung orientiert sich dagegen an der wirtschaftlichen Entwicklung des gesamten Euroraums. Dies bedingt zunehmende Ungleichgewichte auf einzelstaatlicher Ebene. Andererseits soll die Eurozone Konvergenz unter den Mitgliedstaaten fördern. Das Angleichen wirtschaftlicher Entwicklungsgrade kann mittelfristig zu einem stärkeren Ausgleich der Leistungsbilanzsalden unter den Euroländern führen. Zumindest aber könnte es die Aufgabe nationaler Währungen kompensieren und die damit einhergehende Zunahme von Ungleichgewichten verhindern. Allerdings ist die Konvergenz zwischen Eurostaaten bisher hinter den Erwartungen zurückgeblieben (vgl. Busetti et al. 2006, Andersson et al. 2008, EU Kommission 2013a, EU Kommission 2014b). Sowohl hinsichtlich makroökonomischer Fundamentaldaten als auch institutionell haben sich die Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten zuletzt vergrößert.

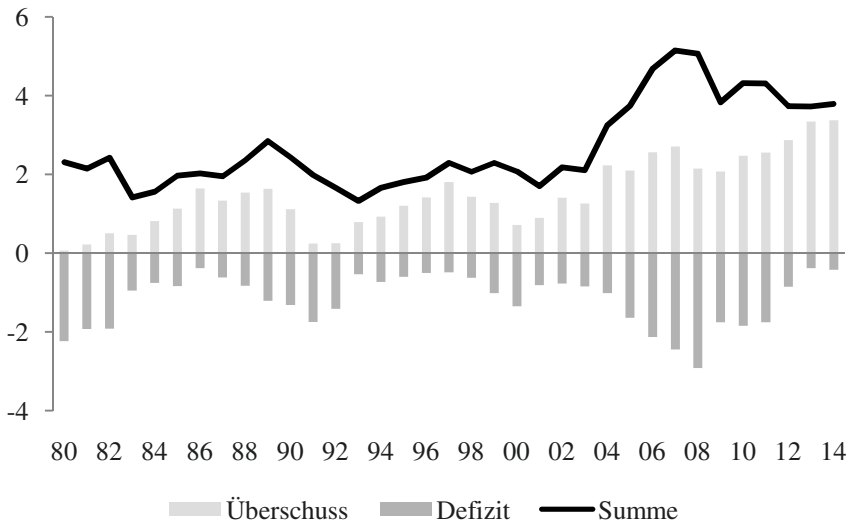
Seit Bestehen der Eurozone haben sich die Leistungsbilanzungleichgewichte deutlich vergrößert: In den heutigen 19 Mitgliedern lag die Summe aus absolu-

¹¹ Für OECD-Länder lässt sich anhand der OECD-Datenbank insgesamt eine zweistellige Zahl von Perioden persistenter Defizite feststellen.

ten Überschüssen und Defiziten zwischen 1980 und 1998 im Mittel bei 2% des BIP dieser Länder.¹² Insbesondere im Aufschwung seit 2004 hat sich diese Kennzahl auf 5% des BIP merklich erhöht (Linie in Abbildung 3). Dabei haben sich vor dem Beitritt bestehende Defizite tendenziell verfestigt. Abbildung 3 zeigt die von Euro-Mitgliedern erwirtschafteten (nur national saldierten) Überschüsse und Defizite sowie deren absolute Summe als Anteil an der Wirtschaftsleistung der 19 Euroländer insgesamt.

Abbildung 3: Summe nationale Leistungsbilanzen im Euroraum

(National saldierte) Leistungsbilanzen, 19 Euroländer, % BIP



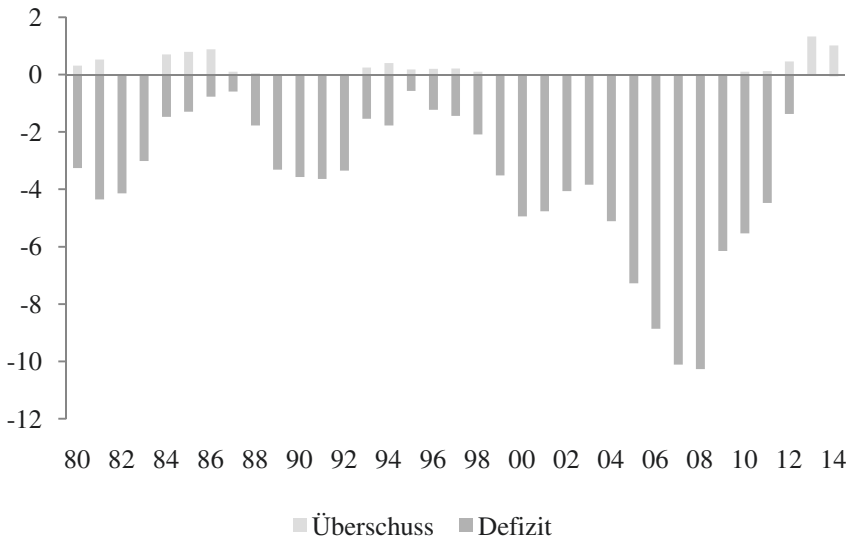
Quelle: Eurostat & eigene Berechnungen

Die in Abbildung 3 dargestellten Defizite erscheinen moderat, weil sie jeweils ins Verhältnis zur Wirtschaftskraft aller heutigen 19 Euroländer gesetzt wurden. Mithin glätten Volkswirtschaften mit niedrigen Defiziten, z.B. Italien mit einem

¹² Dies ist u.a. der schlechteren Datenverfügbarkeit in den 1980er-Jahren geschuldet, in denen einige der heutigen Mitgliedsländer noch nicht unabhängig waren. Trotz dieser Verzerrung kann man jedoch davon ausgehen, dass sich die Ungleichgewichte seit Bestehen der Eurozone vergrößert haben.

Defizit von häufig unter 1% des BIP, die Entwicklung. Abbildung 4 veranschaulicht das Ausmaß der Defizite in den GIPSZ-Krisenländern und ihr Wachstum seit 2004. Sie setzt die aufsummierten nationalen Salden ins Verhältnis zur Wirtschaftskraft lediglich dieser fünf Länder. Nationale Defizite erreichten im Maximum 15% des jeweiligen nationalen BIP.

Abbildung 4: Summe nationale Leistungsbilanzen in den GIPSZ-Ländern
(National saldierte) Leistungsbilanzen, GIPSZ-Staaten, % BIP



Quelle: Eurostat

Globale Leistungsbilanzungleichgewichte

Zunehmende Leistungsbilanzungleichgewichte traten nicht nur in der Eurozone auf. Beispielsweise sind die Leistungsbilanzen Bulgariens und Rumäniens in ähnlichem Ausmaß und zu einer ähnlichen Zeit wie in den GIPSZ-Staaten rapide eingebrochen – und haben sich nach der Finanzkrise ähnlich schnell erholt. Auch in anderen EU-Ländern, wie Ungarn oder Polen, lag die Leistungsbilanz im Aufschwung relativ konstant im negativen Bereich und erst die Finanzkrise

brachte eine Bereinigung. Diese Gemeinsamkeiten zu Entwicklungen in der Eurozone sind z.T. zu erwarten, da diese Länder ihre Währungen teilweise an den Euro koppeln und intensiven Handel mit dem Euroraum treiben. Allerdings konnten außerhalb Europas ähnliche Trends beobachtet werden: Zum Beispiel verzeichneten Australien, Neuseeland, Südafrika und die Türkei alle zunehmende Defizite im Aufschwung und eine Korrektur in der Finanzkrise.¹³ Ähnlich war die Entwicklung in den USA, auch wenn deren Leistungsbilanz aufgrund des Status des US-Dollars als Reservewährung eine Sonderrolle einnimmt (vgl. IWF 2013, S. 14).¹⁴ Konstant hohe Defizite von 5-6% des BIP halbierten sich in der Krise. Freilich müssen sich weltweit zunehmende Defizite in wachsenden Überschüssen anderer Länder spiegeln. So registrierte China ein stark ansteigendes Plus von bis zu 10% des BIP, das durch die Krise abrupt auf 2-3% gesenkt wurde. Ebenso konnten andere asiatische Schwellen- sowie ölexportierende Länder ihre Überschüsse ausbauen. Global wuchsen die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen vor der Finanzkrise auf ein zuvor nicht erreichtes Niveau. Die Summe aller Defizite stieg auf 3% des weltweiten BIP, während sie in der Vergangenheit selbst im Kontext der Ölkrisen nie über 1,5-2% hinausging (vgl. Algieri/Bracke 2007, S. 6). Die in dieser Arbeit thematisierten Leistungsbilanzungleichgewichte im Euroraum waren also weder in regionaler noch in zeitlicher Hinsicht ein Präzedenzfall: Sowohl in anderen Ländern als auch in der Vergangenheit kam es zu Divergenzen und persistenten Defiziten. Allerdings zeichneten sich die im Euroraum entstandenen Defizite durch ihr simultanes Auftreten sowie durch die fehlende Möglichkeit aus, sie durch eine nominale Abwertung zu bereinigen.

Die Politik erkannte die aus zunehmenden Ungleichgewichten erwachsende Gefahr und die Notwendigkeit, gegenzusteuern. So gab es vor der Finanzkrise bereits einen Konsens darüber, dass die Entwicklungen irgendwann die Schul-

¹³

Leistungsbilanzdaten zu Ländern außerhalb Europas stammen aus der OECD-Datenbank. Neben realwirtschaftlichen Entwicklungen sind Kapitalströme für Leistungsbilanzsalden maßgeblich (Kapitel 2.1.2). Die Besonderheit in den USA ist, dass weltweit viele Investoren ihr Geld in Dollar anlegen wollen und daher Kapitalströme in hohem Maße die Leistungsbilanz determinieren.

¹⁴

den tragfähigkeit der Defizitländer belasten würden (vgl. ebd., S. 6). Aus Sorge vor einer ungeordneten Korrektur wuchs der politische Wille, eine gesteuerte Anpassung herbeizuführen. 2006 und 2007 kam es unter der Leitung des IWF zu "multilateralen Konsultationen" von Vertretern aus der Eurozone sowie Repräsentanten großer Volkswirtschaften weltweit, u.a. den USA, China und Japan. In diesen Verhandlungen einigten sich die Teilnehmer auf notwendige Korrekturmaßnahmen zum Abbau der Ungleichgewichte (vgl. EZB 2010a, S. 98).¹⁵ Aufgrund der beginnenden Finanzkrise sind diese Maßnahmen jedoch nicht umgesetzt worden und der wirtschaftspolitische Fokus verschob sich.

Die beiden folgenden Unterkapitel diskutieren die Ursachen der Leistungsbilanzungleichgewichte im Euroraum. In der Literatur besteht kein Konsens zu diesem Thema: Während einige Ökonomen der Meinung sind, dass es ohne die massiven Kapitalzuflüsse nicht zu den hohen und persistenten Defiziten in den Krisenländern gekommen wäre, sehen andere die Ursachen vor allem in einer zu geringen Wettbewerbsfähigkeit des Exportsektors.¹⁶

2.1.1 Realwirtschaftliche Ursachen

Unter den realwirtschaftlichen, also nicht auf monetären Entwicklungen beruhenden, Ursachen für die hohen Defizite in der Euro-Peripherie wurden in der Literatur vor allem 1) eine verringerte Wettbewerbsfähigkeit, 2) Veränderungen im Spar- und Investitionsverhalten sowie 3) weitere Ursachen, z.B. die zuneh-

¹⁵ Beispiele für politische Maßnahmen, auf die man sich für die Eurozone geeinigt hatte, sind: Reformen, um die Flexibilität des Arbeitsmarktes und die grenzüberschreitende Mobilität von Arbeitskräften zu erhöhen, eine stärkere Angleichung von Lohn- und Produktivitätswachstum, Deregulierung von Dienstleistungsmärkten und Finanzmarktreformen zur Absenkung von Kosten für länderübergreifende Transaktionen (vgl. IWF 2007a).

¹⁶ Einen Überblick über die vorhandene Literatur liefern Chen/Milesi-Ferretti/Tressel (2012, S. 7 f.), Atoyan/Manning/Rahman (2013, S. 7 ff.) sowie Tressel/Wang (2014, S. 5).

mende Integration Chinas in den Welthandel, ausgemacht (vgl. Kang/Shambaugh 2013, S. 3).¹⁷ Diese werden im Folgenden analysiert.

In den meisten Fällen begleitete überdurchschnittliches Wachstum die Defizite im Außenhandel: Zwischen 1999 und 2007 wuchsen die GIPSZ-Staaten im Mittel real um 3,0% p.a., die sechs typischen Überschussländer der Eurozone nur um 2,0% p.a. Auf der einen Seite sind die Ungleichgewichte also Ergebnis unterschiedlich hohen Wachstums, das mit divergierender Importnachfrage einhergeht. Auf der anderen Seite resultieren sie aus divergierenden Entwicklungen im Export, die wiederum auf Unterschieden in der Wettbewerbsfähigkeit beruhen.¹⁸ Binnenwirtschaftliche Boomzeiten und schwache Exportperformance hängen voneinander ab. Denn Ungleichgewichte im Wachstum werden in der Währungsunion automatisch verringert: Überhitzte Wirtschaften verzeichnen Kosten- und Preisanstiege, werten demnach real auf, und verlieren an Wettbewerbsfähigkeit. Dies hemmt Exporte, verlangsamt wirtschaftliches Wachstum und erzielt Konvergenz unter den Volkswirtschaften. Die Prozesse, die Ungleichgewichte im Wachstum begrenzen, befeuerten vor der Finanzkrise jedoch Ungleichgewichte im Außenhandel. Zu den überhitzten Volkswirtschaften gehörten nämlich die Defizitländer, in denen reale Aufwertungen die bestehenden Defizite vergrößerten. Relativ ausgeglichenes Wachstum wurde im Euroraum also durch zunehmend ungleichen Außenhandel erkaufte (vgl. Buti/Turrini 2012, S. 2).

Die Konkurrenzfähigkeit einer Volkswirtschaft im Außenhandel wird i.d.R. mit dem realen effektiven Wechselkurs gemessen. Der nominale effektive Wechselkurs ist vor der Krise sowohl in den Defizit- als auch in den Überschussländern gestiegen, d.h. der Euro wertete in dieser Zeit auf. Im Anstieg der Lohnstück-

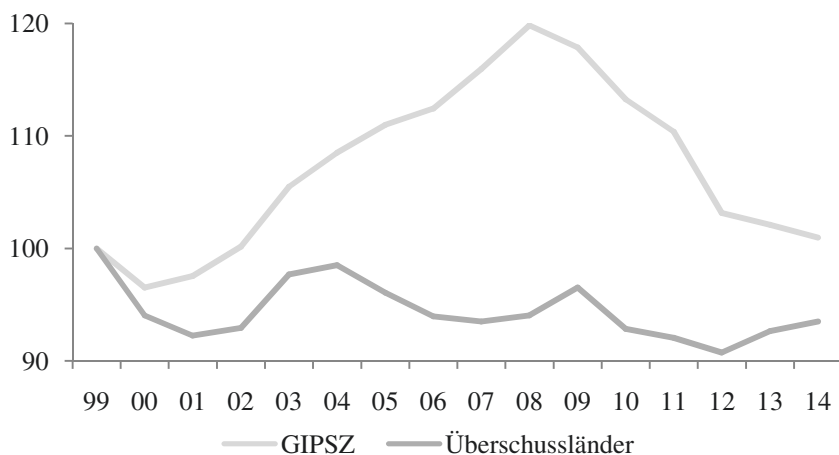
¹⁷¹⁸

Kang/Shambaugh (2014, S. 3) geben einen kurzen Literaturüberblick zu diesem Thema. Die Leistungsbilanzen der GIPSZ-Staaten verschlechterten sich jedoch nicht ausschließlich aufgrund der Handelsbilanz. Daneben wiesen die meisten Länder vor der Finanzkrise immer schlechtere Positionen bei den Primär- und Sekundäreinkommen auf (vgl. Kang/Shambaugh 2013).

kosten und entsprechend dem der Verbraucherpreise¹⁹ gab es zwischen den beiden Ländergruppen aber große Unterschiede. Somit lief die Wettbewerbsfähigkeit merklich auseinander: In den Überschussländern erholte sich der mit den Lohnstückkosten deflationierte reale effektive Wechselkurs nach der anfänglichen Euro-Schwäche bis 2004 nur mäßig.²⁰ Danach werteten diese Länder bis 2008 real ab, und zwar auf 94% des realen Außenwertes von 1999 (Abbildung 5). In den GIPSZ-Staaten hatte der Euro bis 2004 real schon aufgewertet. Dieser Trend setzte sich bis 2008 fort und der reale Außenwert erhöhte sich auf 120% des Ausgangswertes.²¹ Diese ungleichmäßigen Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit haben zu den Diskrepanzen im Außenhandel beigetragen (vgl. EZB 2012, S. 11 ff., Engler et al. 2014, S. 4).

Abbildung 5: Unterschiede realer effektiver Wechselkurs

Realer effektiver Wechselkurs gegenüber den 38 wichtigsten Handelspartnern, Deflator: Lohnstückkosten, Index 1999=100



Quelle: EZB

¹⁹ Zemanek/Belke/Schnabl (2009, S. 6 f.) zeigen den engen Zusammenhang zwischen Lohnstückkosten und Verbraucherpreisen.

²⁰ In dieser Arbeit wird als Datenquelle für Wechselkurse stets das Statistical Data Warehouse der EZB genutzt.

²¹ Der Übersichtlichkeit halber wird hier das GIPSZ-Aggregat weiter verwendet, obwohl Griechenland erst 2001 und Zypern erst 2008 der Eurozone beitraten.

Die Divergenz in den Lohnstückkosten ist eher auf Unterschiede in der Entlohnung je Arbeitskraft als in der Arbeitsproduktivität zurückzuführen. Das mit Abstand geringste Lohnwachstum vor der Krise verzeichnete Deutschland mit 0,5% p.a. Am stärksten, um jährlich über 6%, legte die Entlohnung in Griechenland und Irland zu (vgl. EU Kommission 2012b, S. 67). In den Defizitländern wuchsen die Löhne deutlich schneller als die Arbeitsproduktivität. Exportorientierte Firmen verloren an Wettbewerbsfähigkeit und wurden schließlich vielfach aus dem Markt gedrängt (vgl. ebd., S. 75). Eine fortlaufende Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit wurde dadurch begünstigt, dass die Krisenstaaten keine nationale Geldpolitik mehr betrieben. Die Inflationsrate in den GIPSZ-Staaten lag i.d.R. über dem EZB-Ziel von 2%, in den Überschussländern oft darunter. In der Eurozone insgesamt betrug die Inflation etwas mehr als 2%, sodass es keinen Bedarf für die Zentralbank gab, gegenzusteuern. Aufgrund der Inflationsunterschiede kam es zu unterschiedlichen Realzinsen: In Folge des geldpolitischen Fokus auf den Durchschnitt des heterogenen Währungsraums lagen sie in den Krisenländern unter einem optimalen Niveau – mit einer entsprechend stimulierenden Wirkung auf die Investitions- und damit auch auf die Importnachfrage (vgl. Ederer/Reschenhofer 2014, S. 1).

Freilich muss eine Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit nicht zwangsläufig auf den Außenhandelssaldo durchschlagen. Je nach Spezialisierung exportiert eine Volkswirtschaft unterschiedlich preiselastische Güter. Eine reale Aufwertung trifft einen Investitionsgüterproduzenten mitunter weniger stark. Denn viele solcher Güter – etwa Spezialmaschinen – sind wenig preis-, sondern eher einkommenselastisch, werden also bei hohem Wachstum in Partnerländern nachgefragt. Zudem ist die Qualität der Produkte wichtiges Verkaufsargument. Ohr/Özalbayrak (2013, S. 3 ff.) geben einen Überblick über Studien, in denen die Einkommens-, Preis- und Wechselkurselastizitäten von Exporten gemessen wurden. Sowohl in der Literatur als auch in dem Beitrag selbst wurde, u.a. für den Euroraum, festgestellt, dass reale Wechselkurse eine sehr heterogene Bedeutung für den Außenhandel haben (vgl. Imbs/Mejean

2010, Ohr/Özalbayrak 2013, S. 21 ff.).²² Die Veränderungen in den Handelssalden der Krisenländer, die mit der verschlechterten preislichen Wettbewerbsfähigkeit einhergingen, legen allerdings nahe, dass die Aufwertung tatsächlich schädlich war.

Spar- und Investitionsquoten

Um die Ursachen von Entwicklungen in der Leistungsbilanz zu erklären, analysieren Ökonomen i.d.R. die Spar- und Investitionsquote einer Volkswirtschaft. Ein Defizit äußert sich immer in einer verhältnismäßig niedrigen Sparquote und/oder in einer relativ hohen Investitionsquote. Genauer: Die Differenz aus Spar- und Investitionsquote muss negativ sein (s. Kapitel 3.1). Vereinfacht dargestellt kann die Sparquote Aufschluss darüber geben, ob ein Über-den-Verhältnissen-leben stattgefunden hat, das den Krisenländern oft vorgeworfen wird. An der Investitionsquote lässt sich ein Defizit erkennen, das primär aus wirtschaftlichen Aufholprozessen heraus entstanden ist.

Vergleicht man die Sparquote²³ der sechs typischen Überschussländer mit derjenigen der von der Schuldenkrise am stärksten belasteten GIPSZ-Staaten, wird der Gleichlauf bis 2004 deutlich (Abbildung 6). Bis 2004 konvergierten die gesamtwirtschaftlichen Sparquoten und betrugen im Jahr 2003 in beiden Ländergruppen 23%. Erst danach setzte die divergente Entwicklung ein: In den Überschussländern stieg die Quote im Maximum auf 28%, in den Krisenländern sank sie bis zur Finanzkrise auf unter 18%. Wie es zu dieser Entwicklung gekommen ist, zeigt ein Blick auf die sektoralen Sparquoten.²⁴ Bei den privaten Haushalten war die Sparneigung in den Defizitländern bereits vor dem Aufbau der Leistungsbilanzungleichgewichte relativ niedrig. Ab 2004 sank sie nochmals merklich ab und halbierte sich bis zur Finanzkrise beinahe. In den Überschüsse

²² Bayoumi/Harmsen/Turunen (2011) betonen in ihrem Beitrag etwa große Unterschiede in der Preiselastizität zwischen dem intra-EWU-Handel und dem Handel mit Partnerländern außerhalb der EWU.

²³ Definiert als brutto Ersparnisse als Anteil am BIP.

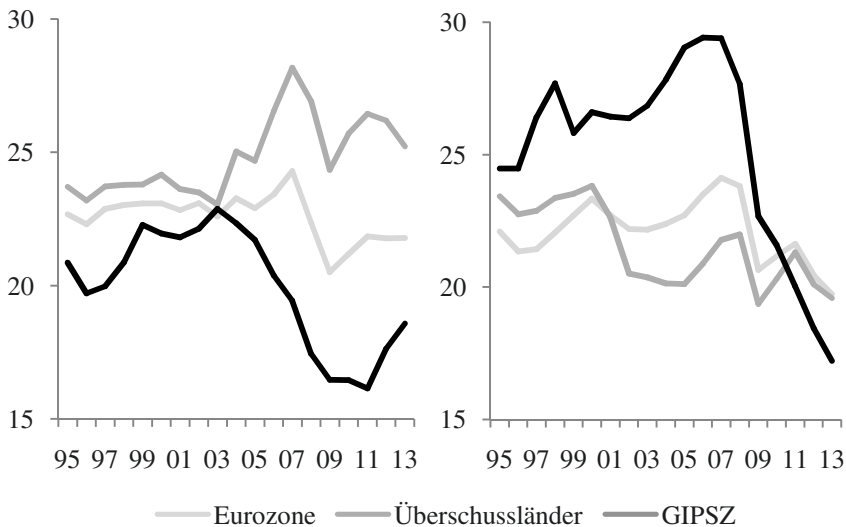
²⁴ Darstellungen der sektoralen Spar- und Investitionsquoten finden sich im Anhang in den Abbildungen A1 und A2.

erwirtschaftenden Volkswirtschaften verblieb sie dagegen konstant auf dem Niveau von 2003. Im Unternehmenssektor entsprachen sich die Sparquoten in den beiden Ländergruppen 2003 nahezu. Danach stiegen sie in den Überschussländern leicht an, sodass sich bis zur Krise eine Differenz von 4 Prozentpunkten zu den Krisenstaaten aufgebaut hatte – bei den privaten Haushalten betrug die Lücke zu diesem Zeitpunkt 6 Prozentpunkte. Bei den staatlichen Ersparnissen verzeichneten dagegen die GIPSZ-Länder einen Vorsprung. Dieser schmolz jedoch bis zur Finanzkrise zunehmend ab.

Eine signifikante Verringerung der Sparquote in den Krisenländern kann allein bei den privaten Haushalten festgestellt werden. Hier sank die Sparquote im Mittel von ohnehin niedrigen 7,5% auf 4%. In den Überschussländern betrug die Quote 10%. Dies kann als Indiz für ein Über-den-Verhältnissen-leben verstanden werden. Diese Sichtweise vertreten in der Literatur u.a. Ohr/Zeddies (2010), die in ihrem Beitrag genauer untersuchen, ob die Sparquoten in den Defizitländern im Hinblick auf Fundamentaldaten auffällig niedrig waren. Anhand von Faktoren wie Pro-Kopf-Einkommen, Einkommensverteilung, Altersstruktur etc. lässt sich feststellen, dass vor allem Portugal und Griechenland eine niedrigere Sparquote aufwiesen als erwartet, dagegen z.B. Deutschland, Österreich und die Niederlande eine relativ hohe (vgl. Ohr/Zeddies 2010, S. 12 ff.).

Abbildung 6: Unterschiede Spar- und Investitionsquoten

Sparquote (links), Investitionsquote (rechts), % BIP



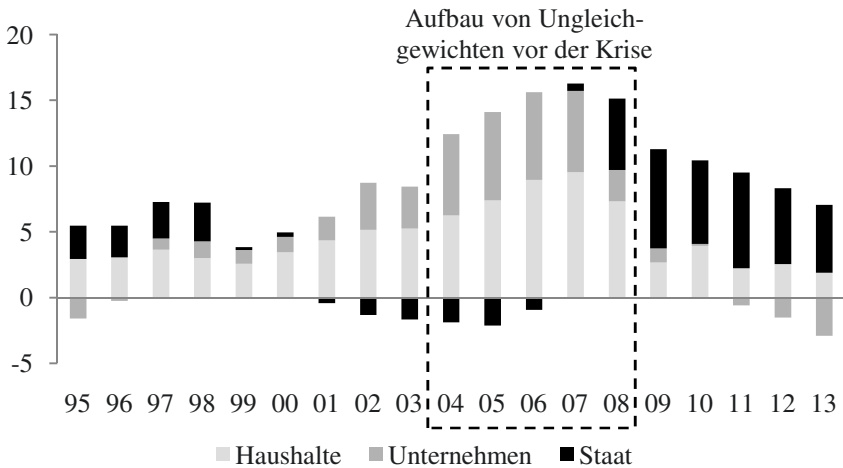
Quelle: Eurostat

Insgesamt können die vergrößerten Leistungsbilanzungleichgewichte im Euro-raum vor der Krise vor allem auf Unterschiede in der Sparneigung zurückgeführt werden. Zwar bestanden gleichfalls Differenzen in der Investitionsneigung, allerdings gab es hier im Vorfeld der Korrektur keine so großen Veränderungen wie in der Sparintensität (vgl. ebd., S. 15, EU Kommission 2012b, S. 20 f.). Die Investitionsquoten der beiden Länderaggregate gingen bereits zu Beginn des Jahrtausends auseinander. Bevor sich nach 2003 die Ungleichgewichte vergrößerten, lag die Quote in den schneller wachsenden Defizitländern bereits 6 Prozentpunkte höher. Bis zur Krise stieg sie nochmals an, während sie in den Überschussländern relativ konstant blieb. Diese Diskrepanz ist u.a. Ausdruck des Booms in den GIPSZ-Staaten bzw. binnenwirtschaftlicher Wachstumschwäche in den Überschussländern. Derweil sich in letzteren die Sparquote deutlich erhöhte, zog die Investitionsneigung nicht mit. Die höheren Investitionen in den Defizitländern resultierten dagegen z.T. aus Übertreibungen auf

Immobilienmärkten, die in Irland und Spanien stattgefunden haben (vgl. Giavazzi/Spaventa 2010, S. 9 f.). Privathaushalte, die einen Großteil ihrer Investitionen auf dem Immobilienmarkt tätigten, verzeichneten den stärksten Anstieg der Investitionsquote in den Krisenländern: Gegenüber 2003 stieg die Quote im Vorfeld der Krise um ein Fünftel auf über 10% des BIP an. In Irland betrug das Wachstum sogar gut ein Drittel und Privathaushalte investierten eine Summe, die 14% des BIP entsprach. In den Überschussländern waren es gerade einmal 6% des BIP.²⁵ Sowohl von Unternehmen als auch dem Staat wurde in den Krisenländern relativ zur Wirtschaftskraft konstant mehr investiert als in den Überschussländern.

Abbildung 7: Unterschiede Spar- und Investitionsquoten nach Sektoren

Differenz Nettosparquote* Überschussländer zu GIPSZ-Staaten, % BIP



* Nettosparquote = Sparquote - Investitionsquote

Quelle: Eurostat

²⁵

Ein Blick auf die Bereiche, in die investiert wurde, bestätigt, dass in Krisenländern Bauinvestitionen dominierten. In diesem Feld wurde in den Defizitländern relativ zum BIP deutlich mehr investiert als in Überschussländern. Bei Ausrüstungsinvestitionen und Investitionen in Transportmittel gab es dagegen keine merklichen Unterschiede. Somit investierten insbesondere Irland und Spanien vor allem in die Binnenwirtschaft, Überschussländer dagegen in den Aufbau ihrer Produktionskapazitäten (vgl. EU Kommission 2012b, S. 77).

Abbildung 7 zeigt die sektorale Aufschlüsselung der Differenzen in der Nettosparquote²⁶ zwischen Überschuss- und GIPSZ-Ländern. Vor allem anhand von Sparneigungen lässt sich die unterschiedliche Entwicklung in den Leistungsbilanzsalden erklären. Ausschlaggebend für die Ungleichgewichte waren in erster Linie Veränderungen bei den Privathaushalten: Ein Über-den-Verhältnissen-leben, mitunter gepaart mit einem Immobilienboom, sorgte für große Unterschiede in den Nettosparquoten. Binnenwirtschaftliche Booms bewirkten Differenzen in der betrieblichen Nettoersparnis. In den wachstumsstarken GIPSZ-Staaten wurde vor der Krise konstant mehr investiert als in den Überschussländern. Zur Vergrößerung der Ungleichgewichte in diesem Sektor trugen vor allem höhere Ersparnisse in Deutschland und den Niederlanden bei und weniger Veränderungen in den Defizitwirtschaften. Im staatlichen Sektor gab es im Euroraum vor der Finanzkrise keine signifikant unterschiedlichen Finanzierungs-salden: In Krisenländern wurde zwar mehr investiert, aber auch mehr gespart (vgl. Ohr/Zeddies 2010, S. 15, EU Kommission 2012b, S. 78). Erst mit Beginn der Finanzkrise 2008 brach die staatliche Ersparnis in den GIPSZ-Staaten von 5% auf 0% des BIP ein und trug so zum Ungleichgewicht bei.

Die obigen Ausführungen beziehen sich stets auf die Gruppe der GIPSZ-Staaten, die während der Schuldenkrise internationale Hilfe in Anspruch nehmen mussten. Darüber hinaus verzeichneten mit den ehemaligen Transformationsländern in Osteuropa weitere Volkswirtschaften persistente Leistungsbilanzdefizite, die heute zur Eurozone gehören. Hier sind die Ursachen dafür jedoch relativ klar. Denn alle diese Länder, wie auch weitere EU-Mitgliedstaaten außerhalb der Eurozone, z.B. Bulgarien, wiesen überdurchschnittliche Investitionsquoten auf, die ihre wirtschaftlichen Aufholprozesse gegenüber den etablierten Euro-Staaten mit sich brachten (vgl. Herrmann/Jochem 2005, S. 4). In den fünf osteuropäischen heutigen Euro-Mitgliedern lag die Investitionsquote zwischen 2004 und 2008 bei 30%, also noch einmal höher als in den GIPSZ-Staaten. Demgegenüber betrug die Sparquote mit 21% nur leicht weniger als der Durchschnitt der Eurozone. In einer empirischen Analyse der Leistungsbilanzen

²⁶

Nettosparquote = Sparquote - Investitionsquote.

der osteuropäischen EU-Beitrittsländer von 2004 ermitteln Herrmann/Jochem (2005, S. 17), dass die Höhe des Pro-Kopf-Einkommens, als Indikator für das Entwicklungsniveau einer Volkswirtschaft, die größte Erklärungskraft besitzt. Je weiter die Lücke zu den etablierten Volkswirtschaften geschlossen wird, desto stärker gleichen sich Investitions- und Sparquoten dem bestehenden Eurozonen-Durchschnitt an und desto geringer fallen die Leistungsbilanzdefizite in den ehemaligen Transformationsländern aus.

Die Defizite der ehemaligen Transformationsländer unterscheiden sich somit von denjenigen der Krisenstaaten. Erstere resultieren aus Investitionsbooms in Zusammenhang mit langfristigem Wachstum und Konvergenzprozessen. Die Mitgliedschaft in der EU mit der Aussicht auf hohe Einkommenszuwächse in der Zukunft unterscheidet diese Länder dabei von anderen Schwellenländern weltweit: Jene finanzieren sich zu größeren Teilen selbst, während die osteuropäischen Volkswirtschaften vom Investorenvertrauen innerhalb der Staatengemeinschaft profitieren und große Kapitalzuflüsse verzeichnen. Dies begünstigt Leistungsbilanzdefizite.²⁷ Ferner brachte die Entwicklung marktwirtschaftlicher Systeme Umstrukturierungen in der Wirtschaft und hohen Investitionsbedarf mit sich, der mitunter noch nicht vollständig abgebaut ist (vgl. Raiser/Schaffer/Schuchhardt 2003, S. 36, Rahman 2008, S. 3). In den GIPSZ-Ländern basieren die Defizite dagegen auf boomendem Konsum und einem Schwerpunkt auf die Binnen- zulasten der Exportwirtschaft (vgl. Atoyan/Manning/Rahman 2013, S. 4).

Weitere Ursachen

Eine Begründung für Ungleichgewichte in der Eurozone liefert die Währungsunion selbst. Mit ihrem Beitritt verringern Länder die Möglichkeiten für schnelle Preisreaktionen auf asymmetrische Schocks über nationale Wechselkursme-

²⁷

Dagegen erwirtschaften Schwellenländer in anderen Teilen der Welt z.T. Überschüsse (vgl. Rahman 2008, S. 3 & 10 f.). Des Weiteren ähnelt die demografische Struktur in den osteuropäischen Schwellenländern eher derjenigen des entwickelten Europas als derjenigen typischer Schwellenländer. Dies fördert ebenfalls das Entstehen persistenter Defizite.

chanismen. Eine Anpassung auf einen Schock kann nicht mehr über den nominalen Wechselkurs erfolgen, sondern muss durch sich verändernde Güter- und Faktorpreise gelenkt werden. Sind diese Preise starr und die Faktormobilität gleichzeitig niedrig, z.B. wegen Sprachbarrieren, kommt es zu Arbeitslosigkeit (vgl. Zemanek/Belke/Schnabl 2009, S. 2). In der Währungsunion dauert die Reaktion auf asymmetrische Schocks insgesamt länger und ist oft mit höheren Kosten verbunden. Somit verringert die Einführung des Euro das Tempo von Bereinigungen der Leistungsbilanz und verfestigt bestehende Ungleichgewichte in den Handelsströmen (vgl. Krieger-Boden 2000, S. 2 f., Berger/Nitsch 2010).

Des Weiteren fördert ungleichgewichtiges Wachstum in der Eurozone ein Auseinanderdriften der Handelsbilanzen. Aufgrund enger Verflechtungen zwischen den Mitgliedstaaten tragen binnenwirtschaftliche Booms und hohe Importnachfrage in einem Teil der Eurozone automatisch zu Handelsüberschüssen in einem anderen Teil bei. Beispielsweise profitierten vor der Krise die exportstarken Volkswirtschaften im Norden von der hohen Nachfrage des dynamisch wachsenden Südeuropas. Nach einer Shift-Share-Analyse der EU Kommission war der geografische Mix der Abnehmerländer entscheidender für den Exporterfolg von Überschussländern wie Deutschland, Österreich oder Finnland als etwa der Produktmix (vgl. EU Kommission 2012b, S. 64).

Die zunehmende Integration Chinas in die Weltwirtschaft hat ebenfalls Anteil an den Ungleichgewichten im Außenhandel. Denn China bietet einerseits ähnliche Produkte wie Teile der Defizitländer an und positioniert sich als Konkurrent der Euro-Peripherie. Andererseits tritt China wenig in Konkurrenz mit den tendenziell auf kapitalintensive Güter der Mittel- und Hochtechnologie fokussierten Überschussländern und bietet ihnen gleichzeitig einen attraktiven Absatzmarkt (vgl. Chen/Milesi-Ferretti/Tressel 2012, S. 21, EU Kommission 2012b, S. 65).²⁸

²⁸

Dasselbe Argument gilt für die EU-Osterweiterung 2004: Hier intensivierten ebenfalls Länder ihren Handel mit dem Euroraum, die aufgrund der Spezialisierung ihrer Wirt-

2.1.2 Kapitalströme als Treiber von Ungleichgewichten

Auf der realwirtschaftlichen Seite hat hohes Lohnwachstum und hohe Inflation die Wettbewerbsfähigkeit in den Krisenländern vermindert und damit den Export reduziert. Gleichzeitig riefen Einkommenszuwächse und positive Zukunftserwartungen übermäßigen Konsum hervor. Volkswirte, die Kapitalströme innerhalb der Eurozone als Ursache der Defizite identifizieren, begründen, wie es überhaupt zu diesen Entwicklungen kommen konnte. Ihnen zufolge ermöglichten massive Kapitalzuflüsse Privathaushalten, Unternehmen und dem Staat, sich zu günstigen Konditionen zu verschulden, und förderten einen Kredit- und Nachfrageboom, der sich auch auf Importe erstreckte. Vor der Finanzkrise betrieben Zentralbanken eine verhältnismäßig lockere Geldpolitik, das Zinsniveau war niedrig und es gab weltweit überschüssige Liquidität (vgl. Lamine 2010, S. 1, Atoyan/Manning/Rahman 2013, S. 3). Gleichzeitig bestand hohes Potenzial für Wirtschaftswachstum und Einkommenskonvergenz in Bezug auf die weiter entwickelten Volkswirtschaften der Eurozone. Aufgrund der guten Renditeaussichten im Vergleich zu den langsamer wachsenden Kernländern floss der Euro-Peripherie in dieser Phase besonders viel Kapital zu und trieb das Wachstum in die Höhe. Übermäßig optimistische Erwartungen einer schnellen Einkommenskonvergenz bewirkten hohes Lohnwachstum und Inflation, also die bekannte reale Aufwertung (s. Kapitel 2.1.1).

Darüber hinaus wurde das zufließende Kapital zu einem großen Teil in rein binnenwirtschaftliche Sektoren investiert, z.B. Bauwirtschaft und Einzelhandel. Die verminderte Wettbewerbsfähigkeit und der Fokus der Investitionen auf die Binnenwirtschaft lenkte Ressourcen in den Bereich nicht-handelbarer Güter um und ließ den Sektor handelbarer Güter schrumpfen (s. Kapitel 2.3.3). Das entstandene Ungleichgewicht in der Wirtschaftsstruktur trug zur Persistenz der Defizite bei: Dem Sektor nicht-handelbarer Güter standen immer kleinere Kapazitäten zum Export und zur Erwirtschaftung von Devisen gegenüber, mit denen

schaft für bestimmte Länder eine Konkurrenz darstellten und für andere eher einen zusätzlichen Exportmarkt.

zwischenzeitlich akkumulierte Schulden zurückgezahlt werden konnten (vgl. ebd., S. 3, Hobza/Zeugner 2014, S. 16). Massive Investitionen in die Binnenwirtschaft der GIPSZ-Staaten sahen Ökonomen vor der Krise als Zeichen "gesunder Konvergenz" (EU Kommission 2012b, S. 60). Allerdings wurde das Kapital nicht immer seiner produktivsten Verwendung zugeführt und es kam zu Übertreibungen, z.B. auf den Immobilienmärkten (vgl. Lamine 2010, S. 5). So haben Kapitalzuflüsse den Ländern mitunter geschadet.

Nach Ansicht der EU Kommission können Kapitalströme anhand von bilateralen Leistungs- und Kapitalbilanzsalden zwar nicht eindeutig als Ursache der Defizite identifiziert werden, aber sie hält Kapitalströme für eine plausible Erklärung (vgl. EU Kommission 2012b, S. 54). So gab es vor der Krise signifikante Fortschritte bei der Integration der Finanzmärkte, Wechselkursrisiken und sonstige Transaktionskosten entfielen (vgl. IWF 2011, S. 54 ff., Tressel/Wang 2014, S. 5).²⁹ Schon vor 2008 konnten deshalb massive grenzüberschreitende Kapitalströme beobachtet werden.³⁰ Im Gegensatz zur finanziellen Integration wurde der EU-interne Außenhandel in den GIPSZ-Staaten nicht erst im Vorfeld der Krise intensiviert, mit Ausnahme vielleicht Zyperns, das erst 2004 zur EU beitrug. Insofern kam es Mitte des vergangenen Jahrzehnts zu keinen drastischen Veränderungen der Rahmenbedingungen für Handelsströme, wohl aber für Kapitalströme. Hieraus lässt sich folgern, dass Kapitalströme eine wichtige Rolle im Aufbau der Ungleichgewichte gespielt haben.

Des Weiteren ließ die Einführung des Euro die nominalen Zinssätze konvergieren (vgl. EU Kommission 2012b, S. 60). Ratings von Volkswirtschaften glichen sich an und Geldanlagen in verschiedenen Euro-Staaten wurden von Investoren als enge Substitute gesehen (vgl. ebd., S. 49, Tressel/Wang 2014, S. 5). Vor allem in Volkswirtschaften mit einem hohen Zinsniveau vor Gründung der Eu-

²⁹ Verringerte Transaktionskosten erklären sich durch ein fortgeschrittenes Angleichen der regulatorischen Bedingungen sowie der finanziellen Infrastruktur im Euroraum (vgl. EU Kommission 2012b, S. 59).

³⁰ Zwar nahmen vor der Finanzkrise nicht nur in der Eurozone grenzüberschreitende Kapitalströme zu, sondern weltweit. Auf die Eurozone traf dies jedoch in besonderem Maße zu (vgl. Lane 2013, Hobza/Zeugner 2014, S. 12).

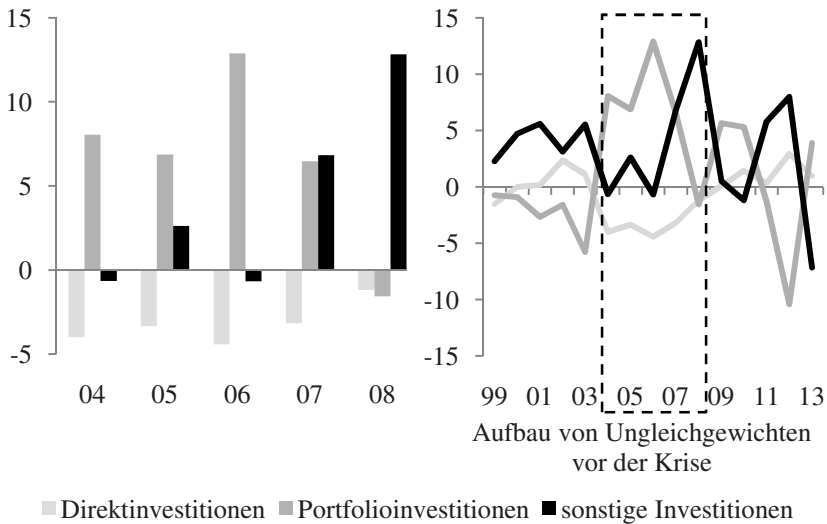
rozone sanken die Realzinsen merklich (vgl. EZB 2012, S. 9, Gehringer 2014, S. 7 f.). Dies verbesserte den Zugang von Defizitländern zu Ersparnissen, die in Überschussländern gebildet wurden. So konnten Investitionen finanziert werden, für die die nationalen Ersparnisse nicht ausgereicht hätten (vgl. Jaumotte/Sodsriwiboon 2010, S. 4).

Die konvergierenden Kapitalkosten in der Währungsunion haben einen "euro bias" in der Geldanlage hervorgerufen. Überschüssige Ersparnisse aus dem reicheren Kern der Eurozone flossen "downhill" und wurden primär in den aufholenden Volkswirtschaften in der Peripherie angelegt statt außerhalb der Eurozone (vgl. Hobza/Zeugner 2014, S. 5 f.). Die Defizite in den GIPS-Staaten, vor dem Beitritt Zyperns, wurden zu etwa zwei Dritteln von den Überschussländern der Eurozone finanziert. Jährlich flossen von diesen EUR 75-80 Mrd. zu, Frankreich – selbst ohne regelmäßige Leistungsbilanzüberschüsse – war ein weiterer bedeutender Finanzier der Defizitländer (vgl. EU Kommission 2012b, S. 48 f., Hobza/Zeugner 2014, S. 14). Kapitalzuflüsse aus dem Rest der EU spielten eine untergeordnete Rolle. Zum Rest der Welt floss aus den Defizitländern netto sogar Kapital ab.

Im Gegensatz zu den osteuropäischen Ländern, in denen vor allem direkt investiert wurde, floss den Krisenländern hauptsächlich Fremdkapital zu (vgl. Cabre-ro/Maza/Yaniz 2007, S. 2, Atoyan/Manning/Rahman 2013, S. 4). Zwischen 2004 und 2008 gingen netto mehr Direktinvestitionen von diesen Ländern aus als dort aus dem Ausland investiert wurde (Abbildung 8). Portfolioinvestitionen waren die größte Finanzierungsquelle: Hier flossen in den fünf Jahren vor der Krise netto jährlich Mittel in Höhe von 6,5% des BIP der Krisenländer zu. Bei den sonstigen Investitionen, die Einlagen und grenzüberschreitende Kredite umfassen, z.B. Interbankkredite, waren es 4% des BIP pro Jahr.

Abbildung 8: Kapitalzuflüsse vor der Krise

Nettokapitalströme, GIPSZ-Staaten, % BIP



Quelle: Eurostat

Bei der Beurteilung von Leistungsbilanzdefiziten spielt deren Finanzierung eine wichtige Rolle (vgl. Freund/Warnock 2005, S. 1, Bundesbank 2006, S. 20). Langfristig mit Eigenkapital finanzierte Defizite werden im Allgemeinen weniger kritisch gesehen als solche, die auf Fremdkapital basieren. Die GIPSZ-Staaten zogen vor allem kurzfristig orientiertes Kapital an. Vor der Krise bestanden drei Viertel der intra-EWU-Kapitalströme aus Schuldtiteln, in Spanien waren es sogar 95% (vgl. Hobza/Zeugner 2014, S. 12 f.). Ein Großteil davon waren kurzfristige Interbankkredite und Investitionen von Finanzinstituten in Staatsanleihen. Die Kapitalgeber waren insgesamt offensichtlich eher an der Verzinsung ihrer Gelder interessiert als an langfristigem Engagement und Einflussnahme. Angesichts der Zusammensetzung der Zuflüsse wird die hohe Anfälligkeit der Krisenländer für einen plötzlichen Abzug des Kapitals deutlich. Jederzeit bestand die Gefahr, dass sich die Kapitalflüsse aus dem Kern in die Peripherie umkehren. Dies trat später tatsächlich so ein (s. Kapitel 2.3.2).

2.2 Leistungsbilanzdefizite und Verschuldung

2.2.1 Einfluss von Leistungsbilanzdefiziten auf Staatsschulden

Grundsätzlich können persistente Leistungsbilanzdefizite die Schuldentragfähigkeit gefährden und Staaten anfällig für Krisen machen, selbst wenn sie über einen ausgeglichenen Staatshaushalt verfügen (vgl. EU Kommission 2010, S. 21, EU Kommission 2011a, S. 28, Grömling 2013, S. 1 f.). Denn vor allem bei dauerhaften Defiziten verschuldet sich eine Volkswirtschaft immer stärker im Ausland (vgl. Ohr/Zeddies 2010, S. 4).³¹ Dies kann auf zwei Arten das Wachstum der Wirtschaft bremsen und den Staatshaushalt unter Druck setzen: Erstens kann ein hoher Schuldenstand die Refinanzierung verteuern und so die Güternachfrage mindern. Beispielsweise verzichten Unternehmen auf Investitionen, wenn sie sich wegen ihrer verschlechterten Bonität nur zu ungünstigen Konditionen finanzieren können. Hiervon können auch finanziell gesunde Betriebe betroffen sein, wenn der Schuldenstand in der Privatwirtschaft insgesamt hoch ist und sie mit Zahlungsausfällen bei ihren Kunden rechnen müssen. Aufgrund einer erhöhten Unsicherheit geht in dieser Situation die Nachfrage zurück (vgl. EU Kommission 2012c, S. 10 f.). Bei sehr hoher Schuldenlast müssen Haushalte und Unternehmen ferner Entschuldungsprozesse einleiten, um das Vertrauen ihrer Investoren zu sichern und ihre Finanzierungsquellen offen zu halten. Dies verringert ihre Nachfrage weiter. Leistungsbilanzdefizite können somit im Falle einer nicht ausreichenden Schuldentragfähigkeit Binnennachfrage verdrängen und zu einer Abkühlung der Wirtschaft führen (vgl. Cabrero/Maza/Yaniz 2007, S. 6).

Zweitens können überschuldete Marktteilnehmer zur Entschuldung gezwungen sein, wenn Gläubiger ihnen das Vertrauen entziehen. Je höher eine Volkswirtschaft verschuldet ist, desto größer ist das Risiko für solch eine "sudden stop"

³¹

Die Nettoauslandsvermögensposition, als Indikator der Verschuldung, und die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen sind merklich negativ miteinander korreliert (vgl. EU Kommission 2012c, S. 11). Dies verdeutlicht den negativen Einfluss von Auslandsverschuldung auf die Staatsfinanzen, selbst wenn die Verschuldung theoretisch nur im Privatsektor auftritt.

genannte Entwicklung und desto stärker bremst der einsetzende Entschuldungsprozess das Wachstum (vgl. EU Kommission 2012c, S. 11). Zudem verknappt der Rückzug ausländischer Investoren Kapital, erhöht somit das Zinsniveau und kann bis in eine Bankenkrise führen (vgl. Bethge/Ohr 2006, S. 498 f.). Auch über diesen Kanal kann ein sudden stop das Wachstum hemmen (vgl. Freund/Warnock 2005, S. 13). Zwar sind sudden stops in Industrienationen im Vergleich zu Schwellenländern aufgrund der besseren Rechtssicherheit und des allgemein größeren Investorenvertrauens selten (vgl. Guidotti/Sturzenegger/Villar 2003, S. 5). Die Schuldenkrise hat aber gezeigt, dass Phasen einer plötzlichen Kapitalflucht auch im Euroraum auftreten können. Schlimmstenfalls drohen Risiken für die Finanzstabilität, wenn das Versiegen ausländischer Finanzierungsquellen zu gehäuften Ausfällen von Schuldnern führt, die das nationale Bankensystem belasten.

Sowohl steigende Zinsen und eine geringere Nachfrage in Folge hoher Unsicherheit als auch ein durch einen sudden stop abrupt eingeleiteter Entschuldungsprozess können das Wachstum in einer verschuldeten Wirtschaft abwürgen und den Staatshaushalt belasten. Selbst wenn die Verschuldungsprobleme ursprünglich nur im Privatsektor aufgetreten sind, verschlechtern wegfallende Steuereinnahmen und steigende Transferleistungen für Arbeitslose die Fiskalbilanz. Unterschiede zwischen den beiden Varianten bestehen vor allem darin, dass ein sudden stop plötzlich wirkt und i.d.R. schwere Krisen auslöst.

2.2.2 Tragfähigkeit von Leistungsbilanzdefiziten

Obwohl mit Leistungsbilanzdefiziten Verschuldungsprobleme einhergehen können, sind sie nicht prinzipiell schädlich oder müssen um jeden Preis verhindert werden (vgl. Ederer/Reschenhofer 2014, S. 4). Negative Salden können – wie oben dargelegt – zustande kommen, weil eine Wirtschaft etwa ihre Investitionen in Infrastruktur erhöht und einen Aufholprozess durchläuft, der typisch

für Schwellenländer ist.³² In diesem Fall sind sie lediglich Ausdruck einer effizienten internationalen Allokation von Kapital (vgl. Gehringer 2013a, S. 6). Defizite in ärmeren Volkswirtschaften sind sinnvoll, wenn hier Kapital aus reicheren Ländern zufließt und Konvergenzprozesse hervorruft. Solche Defizite sind meist unbedenklich: Sich im wirtschaftlichen Aufholprozess befindende Volkswirtschaften können zur Akquise zusätzlicher Mittel für Investitionen Leistungsbilanzdefizite oft ohne Probleme in Kauf nehmen. Ihr Wachstum erlaubt künftig das Bilden von Ersparnissen, mit denen zwischenzeitlich angehäufte Schulden zurückgezahlt werden können. Entscheidend ist, dass solche Defizite temporär bleiben und es den Volkswirtschaften irgendwann gelingt, den Aufholprozess abzuschließen. Für die weitere Entwicklung benötigen sie dann weniger Kapitalimporte.

Auch unter entwickelten Volkswirtschaften müssen Leistungsbilanzsalden nicht ausgeglichen sein. Aufgrund länderspezifischer Fundamentalfaktoren, wie Demografie oder Abhängigkeit von Ölimporten, oder temporärer Sonderentwicklungen können moderate Überschüsse oder Defizite für ein Land als Gleichgewicht aufgefasst werden (vgl. IWF 2014, S. 18). Allerdings lassen sich Leistungsbilanzdefizite identifizieren, die nicht dauerhaft tragfähig sind.³³ Als nicht tragfähig gelten z.B. Defizite, die nicht auf den üblichen Marktmechanismen beruhen, sondern durch Verzerrungen entstehen. Dazu gehören etwa hohe Mindestlöhne, die zu übermäßigem Konsum einladen, oder Kapitalverkehrskontrollen. Ebenfalls spielt die Höhe des Defizits eine maßgebliche Rolle. Beinhaltet ein Defizit "erhebliche Risiken für die Weltwirtschaft" und besteht das Risiko einer "ungeordneten Korrektur" (EZB 2010a, S. 95), kann es sich nicht um eine nachhaltige Entwicklung der Leistungsbilanz handeln. Zum Teil bestimmen Ökonomen Schwellenwerte, ab denen Defizite als nicht mehr tragfähig einzuschätzen sind. In der Literatur hat sich die Grenze von 5% des BIP durchgesetzt,

³² Osteuropäische Mitgliedstaaten der EU sowie der Eurozone wiesen solche Leistungsbilanzdefizite aufgrund von Aufholprozessen auf (vgl. Herrmann/Jochem 2005, S. 1, Bundesbank 2006, S. 17).

³³ Mit der Abgrenzung tragfähiger von nicht mehr als tragfähig geltenden Defiziten befasst sich bspw. der Beitrag von Milesi-Ferretti/Razin (1996, S. 4 ff.).

bei dessen Überschreitung man davon ausgeht, dass ein Defizit nach einer gewissen Zeit bereinigt werden muss (vgl. Summers 1996, S. 54, Freund 2005, S. 1279, Freund/Warnock 2005, S. 1 f.).^{34,35}

Als problematisch werden vor allem negative Leistungsbilanzen erkannt, die privaten oder staatlichen Konsum finanzieren anstelle von Investitionen, die also aus niedrigen Sparquoten resultieren (vgl. ebd., S. 12 f., Ohr/Zeddies 2010, S. 4). Produktive Investitionen erzeugen dagegen Wachstum und künftige Ersparnisse. Insbesondere Investitionen im Sektor handelbarer Güter können später Handelsbilanzüberschüsse und Erlöse generieren, die in den Schuldenabbau investiert werden können (vgl. Giavazzi/Spaventa 2010, S. 6 f., Gehringer 2014, S. 5). Ferner hängt die Tragfähigkeit eines Leistungsbilanzdefizits von seiner Finanzierung ab. Eine Zusammensetzung der Kapitalzuflüsse primär aus kurzfristig angelegtem Fremdkapital wird kritisch gesehen (vgl. Freund/Warnock 2005, S. 1, Bundesbank 2006, S. 20 f.).³⁶

Da nicht ein Defizit, sondern die mit ihm einhergehende Verschuldung im Ausland das Problem darstellt, ist für eine Beurteilung, wie tragfähig Leistungsbilanzpositionen sind, ein Blick auf die Auslandsverschuldung und ihre Zusammensetzung angebracht. Nicht nur aktuelle Defizite, sondern die Historie von Defiziten und Überschüssen bestimmt den Grad der Auslandsverschuldung einer Volkswirtschaft. Diese Verschuldung wird anhand der Nettoauslandsver-

³⁴ Trotz eines solchen Schwellenwertes ist zur Beantwortung der Frage, ob ein Defizit tragfähig ist oder nicht, jedoch immer die konkrete Situation der betroffenen Volkswirtschaft zu analysieren. Ein undifferenzierter Schwellenwert, der Leistungsbilanzpositionen pauschal als tragfähig oder nicht tragfähig ausweist, greift zu kurz (vgl. Bethge/Ohr 2006, S. 7).

³⁵ Dieser Schwellenwert von 5% des BIP steht nicht im Konflikt zu dem in Kapitel 2.1 genannten Schwellenwert von 2% des BIP. Ersterer grenzt nicht dauerhaft tragfähige Leistungsbilanzdefizite von nachhaltigen Defiziten ab, letzterer identifiziert lediglich persistente Defizite und enthält keine Aussage über die Tragfähigkeit.

³⁶ Dagegen bestehen geringere Bedenken, wenn die Zuflüsse u.a. in einem Anstieg der Währungsreserven resultieren. Übertreffen nämlich die Kapitalzuflüsse die Finanzierungserfordernisse des Defizits, ist dies ein Anzeichen für die Attraktivität des Landes für Investoren und spricht für eine nachhaltige Entwicklung (vgl. Bundesbank 2006, S. 21).

mögensposition (NFA-Position für "net financial assets")³⁷ gemessen. Bei einem Leistungsbilanzdefizit verbraucht eine Volkswirtschaft mehr Güter als sie selbst herstellt. Zufließendes Kapital finanziert den Import fehlender Güter. Gelder können in Form von Eigenkapital, z.B. Direktinvestitionen, oder Fremdkapital zufließen, z.B. im Ausland gehaltene Unternehmens- oder Staatsanleihen. Ausländische Investoren erwerben also Vermögenswerte in einer defizitären Volkswirtschaft. Zu den Gläubigern gehören in erster Linie private Haushalte, Nicht-Finanzunternehmen und finanzielle Intermediäre, z.B. Versicherungen und Pensionsfonds. Der Bankensektor und die jeweiligen Staaten sind i.d.R. die Schuldner (vgl. EU Kommission 2012b, S. 32 f.).

Die NFA-Position ist das Ergebnis vergangener Entwicklungen in der Leistungsbilanz. Der Leistungsbilanzsaldo entspricht in etwa dem Nettoerwerb von Vermögenswerten im Ausland: Bei einem positiven Saldo werden überschüssige Ersparnisse im Ausland angelegt und dienen dort dem Erwerb von Vermögenswerten. Bei einem negativen Saldo importiert eine Volkswirtschaft finanzielle Ressourcen und sammelt Verbindlichkeiten im Ausland an, indem sie Vermögenswerte verkauft. Die Summe der ausländischen Vermögenswerte im eigenen Besitz und der inländischen Werte im ausländischen Besitz stellt die NFA-Position dar. Allerdings verändert nicht nur die Leistungsbilanz die NFA-Position. Daneben beeinflussen etwa Schuldenschnitte und Neubewertungseffekte den Schuldenstand.³⁸ Zu letzteren zählen z.B. der Wertverlust einer Anleihe oder fauler Kredite, eine Erhöhung der Marktkapitalisierung eines durch Direktinvestitionen gegründeten Unternehmens oder Auf- und Abwertungen bei den Währungen, in denen Vermögenswerte denominiert sind (vgl. EU Kommission 2012b, S. 16). So wurden während der Finanzkrise große Teile der Vermögenspositionen abgeschrieben und im Wert berichtigt. Dies hat die Auslandsver-

³⁷ Für die NFA-Position wird in der Literatur z.T. das Synonym NIIP verwendet (für "net international investment position").

³⁸ Dazu spielen Vermögensübertragungen, z.B. Transfers aus dem EU-Budget, eine Rolle.

schuldung der Krisenstaaten begrenzt, die ohne diese Neubewertungen noch größer ausfallen würde (vgl. EU Kommission 2012c, S. 10).³⁹

Darüber wie hoch eine Volkswirtschaft maximal verschuldet sein sollte, besteht in der Literatur Uneinigkeit. Besonders für Entwicklungsländer gibt es unterschiedliche Meinungen: Manche Ökonomen gehen davon aus, dass ab einem gesamtwirtschaftlichen Schuldenstand von 60% des BIP negative Wachstumseffekte greifen (vgl. Imbs/Ranciere 2005, S. 14 f., Reinhart/Rogoff 2010, S. 573 f.). Andere Studien kommen auf Schwellenwerte von 50% (vgl. Manasse/Roubini 2005, S. 4) oder von nur 35-40% (vgl. Pattillo/Poirson/Ricci 2011, S. 20 f.). Bei entwickelten Volkswirtschaften dürfte der Schwellenwert u.a. aufgrund besser entwickelter Finanzmärkte höher liegen, etwa bei 90% (vgl. Reinhart/Reinhart/Rogoff 2012, S. 70 f.). Die EU Kommission gibt in ihrem "Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances" als Richtwert eine NFA-Position von -35% des BIP an, die nicht unterschritten werden sollte (vgl. EU Kommission 2012d, S. 4).

Catao/Milesi-Ferretti (2013) sehen in einem von wenigen Beiträgen, die sich mit entwickelten Volkswirtschaften befassen, ab einer Schuldenposition von -60% des BIP ein erhöhtes Risiko für externe Krisen.⁴⁰ Für 70 Länder, knapp die Hälfte davon entwickelte Volkswirtschaften, wurden für den Zeitraum 1970-2011 insgesamt 61 Krisenperioden identifiziert. In den fünf Jahren vor den jeweiligen Krisen verschlechterte sich die NFA-Position im Mittel auf -50% bis -60% des BIP (vgl. Catao/Milesi-Ferretti 2013, S. 8 f.). Vor allem bei Schuldtiteln bauten sich hohe Verbindlichkeiten auf, während es bei Direktinvestitionen im Vorfeld keine signifikanten Veränderungen gab. Die Leistungsbilanzen wiesen zu Be-

³⁹ Die üblicherweise nur als Nettogrößen dargestellten NFA-Positionen verdecken z.T. sehr hohe Bruttopositionen bei Forderungen und Verbindlichkeiten (vgl. EU Kommission 2012c, S. 8). So hatte Irland 2012 Verbindlichkeiten im Ausland von über 1.700% und Forderungen von über 1.600% des BIP. Je höher diese Bruttopositionen, desto größer ist der Einfluss von Neubewertungen auf den Schuldenstand.

⁴⁰ Externe Krisen sind von den Autoren definiert als 1) Zahlungsunfähigkeit, 2) "rescheduling events", also Aufschübe von Rückzahlungsverpflichtungen, und 3) Fälle, in denen multilaterale Hilfen bzw. Hilfen des IWF beantragt werden mussten (vgl. Catao/Milesi-Ferretti 2013, S. 6).

ginn der Krise im Mittel ein Defizit von 4% aus und verbesserten sich nach der Krise schlagartig. Zu Beginn der Krisen lagen die NFA-Positionen durchschnittlich 20 Prozentpunkte und die Leistungsbilanzen 3 Prozentpunkte schlechter als die historischen Mittelwerte der jeweiligen Länder (vgl. ebd., S. 11 f.). Ferner stellen die Autoren im Rahmen eines Probit-Modells fest, dass die Leistungsbilanz der am besten geeignete Prädiktor für externe Krisen ist (vgl. auch Algieri/Bracke 2007, S. 32, Frankel/Sarvellos 2010, S. 6). Je höher das Defizit, desto schneller verschulden sich Volkswirtschaften und desto schneller führt sie dies in eine Krise (vgl. Catao/Milesi-Ferretti 2013, S. 4 & 15 f.).

Schuldentragfähigkeit in den GIPSZ-Staaten

Kapitel 2.1.1 legte dar, dass die Ursachen der GIPSZ-Defizite eher niedrige Spar- als hohe Investitionsquoten waren, wirtschaftliche Aufholprozesse also nicht der Hauptgrund für die zunehmende Auslandsverschuldung waren.⁴¹ Ederer/Reschenhofer (2014, S. 3 ff.) gruppieren die EU-Mitglieder, die vor der Finanzkrise negative und sich verschlechternde Leistungsbilanzsalden erwirtschafteten, nach ihrem BIP pro Kopf im Jahr 2000. Auch diese einfache Einteilung liefert ein Indiz, dass die Defizite bspw. in Irland und Rumänien auf unterschiedliche Ursachen zurückzuführen sind. Sämtliche osteuropäischen ehemaligen Transformationsländer wiesen im Jahr 2000 ein Pro-Kopf-Einkommen von unter 80% des EU27-Durchschnitts auf. Demgegenüber lag das Einkommen in den GIPSZ-Staaten ausnahmslos über 80% dieses Mittelwertes. Wirtschaftliche Aufholprozesse sind also zumindest als Hauptursache unwahrscheinlich.⁴²

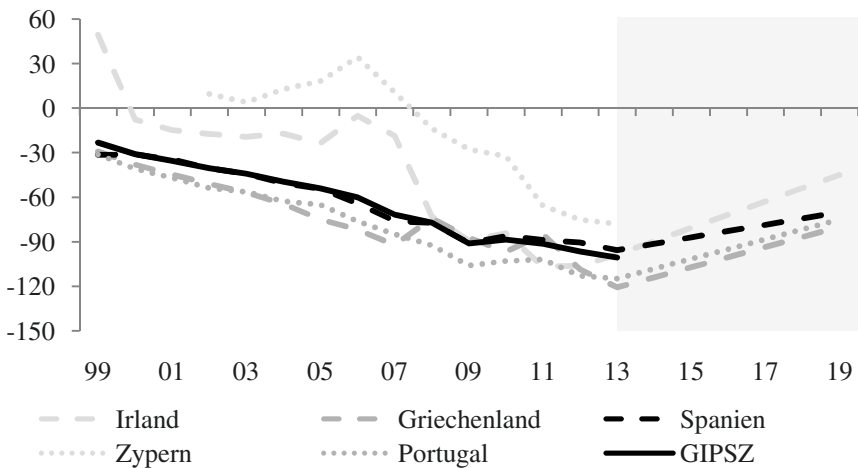
⁴¹ Freilich gibt es z.T. deutliche Unterschiede innerhalb dieses Aggregats aus fünf Ländern. Beispielsweise war die Investitionsquote in Spanien vor der Krise überdurchschnittlich und die Sparquote nicht weit vom Mittel der Eurozone insgesamt entfernt. In Irland lag die Sparquote sogar leicht über dem Euro-Durchschnitt. Allerdings ist es nicht das Ziel dieser Arbeit, einzelne Volkswirtschaften zu beschreiben, daher werden Entwicklungen gegen den Trend dieses Aggregats größtenteils nicht thematisiert. Die Aggregation der Länder rechtfertigt sich durch die ähnlichen grundlegenden Tendenzen, insbesondere was die Leistungsbilanzen betrifft, und durch die Gemeinsamkeit, dass alle internationale Hilfen beantragen mussten.

⁴² Selbstverständlich ist die Grenze bei 80% des Durchschnittseinkommens willkürlich gewählt. Allerdings soll mit dieser Kennzahl nur ein weiteres Indiz dargestellt werden.

Seit Bestehen der Eurozone hat sich das Mittel der NFA-Positionen der GIPSZ-Staaten kontinuierlich mit etwa gleichbleibendem Tempo verschlechtert (Abbildung 9). Es fiel von -23% des BIP im Jahr 1999 bis auf -101% im Jahr 2013. Keines der GIPSZ-Länder konnte sich dem Trend entziehen und die Positionen lagen 2013 alle zwischen -80% und -120%. Große Überschussländer wie Deutschland oder die Niederlande konnten dagegen ihre NFA-Positionen auf knapp 50% des BIP ausbauen. Allerdings hat sich die Verzinsung auf die von den Krisenländern angehäuften Schulden seit der Krise verringert. Damit hat sich zwar der Schuldenstand erhöht, die Zinszahlungen sind insgesamt jedoch leicht zurückgegangen (vgl. EU Kommission 2012c, S. 9). Der IWF geht davon aus, dass sich im Zuge der Korrekturen in den Leistungsbilanzen die NFA-Positionen der Krisenländer langsam verbessern. So sollen die Schuldenstände bis 2019 deutlich verringert werden, in Irland startete dieser Prozess bereits 2013 (vgl. IWF 2014, S. 24).

Abbildung 9: Auslandsverschuldung der GIPSZ-Länder

Nettoauslandsvermögensposition, % BIP



Quelle: Eurostat & IWF-Prognose

Eine abschließende Klärung der Frage, wie sehr Aufholprozesse die GIPSZ-Defizite geprägt haben, ist hier nicht angestrebt.

Eine stetig steigende Auslandsverschuldung erschwert es, den resultierenden Schuldenberg abzutragen. Zwar ist die Verzinsung der Schuldenpositionen gesunken. Je länger die Krise in den GIPSZ-Staaten jedoch andauert, desto stärker schlägt sich die unvorteilhafte wirtschaftliche Entwicklung in den zu zahlenden Zinsen nieder (vgl. EU Kommission 2012c, S. 9). Sobald die Geldpolitik der EZB nicht mehr für Sonderentwicklungen an den Märkten sorgt, dürften daher die Belastungen aus den akkumulierten Schulden steigen. Wenn es soweit ist, absorbieren Zinszahlungen auf im Ausland bestehende Schulden einen immer größeren Teil der Einkommen. Diese Entwicklung manifestiert sich in der Leistungsbilanz. Neben dem Waren- und Dienstleistungshandel umfasst diese die Bilanz der Primär- und der Sekundäreinkommen.⁴³ In der Primäreinkommensbilanz werden u.a. Zahlungen ans Ausland und aus dem Ausland auf international gehaltene Vermögenswerte erfasst. Über diesen Posten sind Leistungsbilanz und NFA-Position miteinander verknüpft. Im Falle einer Nettoverschuldung im Ausland überweist eine Volkswirtschaft i.d.R. mehr Einkommen ins Ausland, als es von dort erhält.⁴⁴ Diese Einkommen umfassen z.B. Dividenden auf investiertes Eigenkapital oder Zinszahlungen auf Schuldtitel (vgl. EU Kommission 2012b, S. 16). Je höher die Nettoauslandsverschuldung, desto stärker zieht sie im Allgemeinen die Leistungsbilanz in Richtung eines Defizits und desto schwieriger ist es, trotz der Zahlungsverpflichtungen einen Überschuss zu erwirtschaften und den Schuldenberg abzutragen (vgl. Roubini/Setser 2005, S. 1, Leung 2006, S. 2, EU Kommission 2012c, S. 8). Irland wies bspw. 2011 und 2012 eine Primäreinkommensbilanz von annähernd -20% des BIP auf. Angesichts solcher Negativposten muss das Land sehr hohe Au-

⁴³ Vor der sechsten Auflage des "Balance of Payments and International Investment Position Manual" wurden die Primär- und Sekundäreinkommen als Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen bzw. Saldo der laufenden Übertragungen bezeichnet (vgl. Bundesbank 2015, S. 19). Primäreinkommen umfassen grenzüberschreitende Arbeits- und Vermögenseinkommen. Sekundäreinkommen enthalten Transferzahlungen wie internationale Entwicklungshilfe sowie private Transfers etwa von Gastarbeitern in ihre Heimat (vgl. EU Kommission 2012b, S. 19).

⁴⁴ Eine negative NFA-Position verschlechtert die Primäreinkommensbilanz nicht automatisch, denn die Zinsen, die ein Land auf Verbindlichkeiten im Ausland zahlt und die es für Vermögen im Ausland erhält, variieren je nach Vermögenswert sowie im Zeitverlauf. Trotz negativer NFA-Position kann ein Land eine positive Primäreinkommensbilanz erzielen (vgl. EU Kommission 2012b, S. 16).

Benhandelsüberschüsse erzielen, um die Leistungsbilanz auszugleichen. Irland stellt jedoch einen Sonderfall dar. In den anderen GIPSZ-Staaten war die Primäreinkommensbilanz zwar meistens leicht negativ, jedoch in einer Größenordnung von 1-4% des BIP.

Ebenfalls ist die Zusammensetzung der Auslandsverschuldung von Interesse. Bestehen die Schulden in erster Linie aus Schuldtiteln wie in den GIPSZ-Ländern, ist das Risiko eines sudden stops höher als dann, wenn vor allem Eigenkapital zugeflossen ist. Insbesondere Mittel aus Direktinvestitionen sind verhältnismäßig stabil. Zudem lassen sich Schulden anhand ihrer Fälligkeiten abgrenzen. So bestehen in Irland die Verbindlichkeiten zu einem nennenswerten Teil aus langfristigen Verpflichtungen, 2010 betraf dies etwa die Hälfte der Auslandsschulden. In den anderen GIPSZ-Staaten dominierten dagegen kurzfristige Restlaufzeiten von unter einem Jahr. Allen voran in Griechenland (93%) und Zypern (85%) wiesen große Teile der Verbindlichkeiten kurze Laufzeiten auf (vgl. EU Kommission 2012c, S. 14 f.).

Jenseits der Indizien wie Höhe, Verwendung und Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten gibt es formale Ansätze, ihre Tragfähigkeit zu beurteilen. Der IWF stellt dafür den aktuellen Saldo demjenigen gegenüber, der notwendig wäre, um die NFA-Position einer Volkswirtschaft auf einer definierten Benchmark zu halten bzw. diese Benchmark zu erreichen (vgl. IWF 2013, S. 34 ff.). Die Berechnungen basieren auf Annahmen etwa zur Verzinsung der Forderungen und Verbindlichkeiten, zum BIP-Wachstum und zu wahrscheinlichen Neubewertungseffekten (vgl. EU Kommission 2012c, S. 13 f.). Die EU Kommission (2012c, S. 12 f.) berechnet ebenfalls, welche primären Leistungsbilanzsalden die Krisenländer erzielen müssten, um ihre NFA-Positionen zu stabilisieren. In diesen Salden werden die Primäreinkommen, also die Nettozinszahlungen auf bestehende Forderungen und Verbindlichkeiten, aus der Leistungsbilanz heraus gerechnet. Für 2011 lagen die primären Leistungsbilanzsalden in Zypern (um 9% des BIP), Griechenland (6,5%) und Portugal (1,5%) zu negativ, um die jeweiligen NFA-Positionen des Jahres konstant zu halten. Spanien wies genau

die dafür benötigte primäre Leistungsbilanz auf, Irlands primäre Leistungsbilanz lag um 2,5% des BIP positiver als notwendig. Die Tatsache, dass sich die NFA-Positionen einiger dieser Länder 2012 negativer entwickelt haben als auf dieser Basis vorhergesagt, deutet vor allem auf ein niedrigeres BIP-Wachstum gegenüber den Erwartungen der Kommission hin.

Zwei Anmerkungen zu diesen Ergebnissen sind angebracht: Erstens berücksichtigen die Berechnungen nicht, dass sich die Länder 2011 z.T. in einer Rezession befanden. In rezessiven Phasen liegt die Importnachfrage üblicherweise unter dem Niveau in Wachstumsphasen. Angesichts einer weltweit stabilen Konjunktur dürfte dies für Exporte nur abgeschwächt gelten. Insofern wird eine Normalisierung des Wachstums die Leistungsbilanzen verschlechtern. Die aktuell verhältnismäßig positiven Salden sind aufgrund der schlechten Wirtschaftslage überzeichnet (s. Zyklizität von Leistungsbilanzen in Kapitel 2.3.3).⁴⁵ Zweitens basieren die Berechnungen auf der Benchmark der NFA-Position von 2011. Damals wiesen die Krisenländer aber im Mittel bereits netto Schulden von über 90% des BIP auf. Ziel dieser hoch verschuldeten Länder kann es nicht mehr sein, den Schuldenstand zu stabilisieren. Gerade für Irland und Portugal, die beide 2011 schon mit mehr als ihrem jährlichen BIP verschuldet waren, kann man die Lage deutlich negativer beurteilen. Für alle fünf Volkswirtschaften ist es noch ein weiter Weg zu nachhaltigen Schuldenpositionen. Beide Anmerkungen legen nahe, dass die Ergebnisse zu optimistisch geschätzt sind und große Anstrengungen in den GIPSZ-Staaten notwendig sind, um Leistungsbilanzsalden zu erwirtschaften, die ihre NFA-Positionen nennenswert verbessern.

⁴⁵

Dem steht gegenüber, dass eine Normalisierung des Wachstums das BIP wieder schneller ansteigen lässt. Da das BIP in der Berechnung der Schuldenquote im Nenner steht, verringert dies die NFA-Position.

2.3 Abbau von Leistungsbilanzdefiziten

Aufgrund ihres Ausmaßes vor 2008 war abzusehen, dass die Leistungsbilanzungleichgewichte abgebaut werden mussten. Unklar war jedoch der Zeitpunkt und die Art und Weise, in der die Korrektur erfolgen sollte. Die folgenden Unterkapitel untersuchen, wie dies in der Vergangenheit – speziell im Euroraum während der Schuldenkrise – geschehen ist. Den Abbau von Ungleichgewichten kann man über die Korrektur von Defiziten oder von Überschüssen erreichen. In dieser Arbeit stehen die Defizite im Fokus. Mit diesen hängen die Verschuldungsprobleme in den Krisenländern direkt zusammen (s. Kapitel 2.2.1). Aus Überschüssen erwachsen dagegen keine vergleichbaren Probleme, wie auch die EU Kommission in ihrem Scoreboard-Ansatz anerkennt (vgl. EU Kommission 2012d, S. 6).⁴⁶ Zudem haben sich im Euroraum die Ungleichgewichte primär aufgrund verminderter Defizite verringert (s. Kapitel 2.3.2).

Die Arbeit stellt folgende Aspekte beim Abbau von Leistungsbilanzdefiziten in den Vordergrund: 1) Wie sehr haben Importe und Exporte zur Korrektur beigetragen? Bestätigt sich der Verdacht, dass angesichts der auf die Binnenwirtschaft ausgerichteten sektoralen Struktur in den Krisenländern vor allem Importe maßgeblich waren? Ist dieses Muster typisch für Phasen eines Defizitabbaus? 2) Wie groß war in der Vergangenheit die Rolle von Währungsabwertungen? Verlaufen Abbauprozesse innerhalb einer Währungsunion anders als außerhalb? 3) Wie stark hat sich das Wachstum in den entsprechenden Phasen verlangsamt? Sind die Rezessionen in der Schuldenkrise zu erwartende Folgen der Leistungsbilanzkorrektur oder hat sich das Wachstum schlechter entwickelt als in vergleichbaren Perioden zuvor?

⁴⁶

Allenfalls könnte man argumentieren, dass Überschüsse Ausdruck einer binnenwirtschaftlichen Wachstumsschwäche und zu niedriger Investitionen seien. Zuweilen wird des Weiteren behauptet, die Überschüsse z.B. Deutschlands seien nur auf Kosten von Leistungsbilanzdefiziten in der Peripherie möglich gewesen und stellten eine der Ursachen dieser Defizite dar. Diese Argumentation wurde allerdings bereits entkräftet (vgl. Ohr/Zeddies 2010, Peters/Schneider 2013).

Ferner zeigen die Unterkapitel auf, wie sich Wirtschaftsstrukturen im Zuge des Anpassungsprozesses verändern. Die Literatur geht üblicherweise davon aus, dass sich die Anpassung auf der Nachfrageseite abspielt.⁴⁷ Mittel- und langfristige Veränderungen auf der Angebotsseite werden selten berücksichtigt (vgl. Engler/Fidora/Thimann 2007, S. 7 f., Craighead/Hineline 2011, S. 1). Dabei verbessert eine sektorale Reallokation der Ressourcen die Nachhaltigkeit der Anpassung. Ohne sektorale Verschiebungen kann sich nach erfolgter Korrektur schnell ein neues Defizit einstellen (vgl. Ruscher/Wolff 2009, S. 2, Tressel/Wang 2014, S. 3 f.).

2.3.1 Erfahrungen mit dem Abbau von Leistungsbilanzdefiziten

Die volkswirtschaftliche Forschung erfasst erst seit kurzer Zeit systematisch die Erfahrungen von Industrieländern im Abbau übermäßiger Leistungsbilanzdefizite. In Schwellenländern kommt es seit jeher zu hohen Defiziten, Industriestaaten sind erst seit der jüngeren Vergangenheit immer häufiger betroffen (vgl. EU Kommission 2010, S. 22). Die geringe Zahl an angemessenen Vergleichsmöglichkeiten und die heute fortgeschrittene, weltweite finanzielle Integration von Volkswirtschaften erschweren es, aus der Vergangenheit Rückschlüsse in Bezug auf die Problematik in der Eurozone zu ziehen (vgl. Algieri/Bracke 2007, S. 6 f.). Heute ist Kapital mobiler und kann sowohl leichter zum Aufbau signifikanter Leistungsbilanzungleichgewichte beitragen als auch im Rahmen eines suden stops den Abbauprozess prägen.

Einen Überblick über Analysen vergangener Perioden eines Defizitabbaus geben Algieri/Bracke (2007, S. 9 f. & 32). Zwar unterscheiden sich Abbaupfade stark voneinander. Dennoch zeigen die Studien übereinstimmend eine Wachstumsverlangsamung sowie oft eine reale Abwertung im Korrekturprozess. Die

⁴⁷

Oft ermitteln Ökonomen in Analysen zu Leistungsbilanzkorrekturen etwa welche Wechselkursanpassung notwendig wäre, um ein bestehendes Defizit (z.B. das der USA) abzubauen (vgl. Algieri/Bracke 2007, S. 7, Obstfeld/Rogoff 2007).

Abwertung erzielt zum einen die benötigte Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Zum anderen bewirkt sie eine Reallokation der internationalen Portfolios sowie Mittelabflüsse in den betroffenen Volkswirtschaften und trägt über diesen Kanal zur Verbesserung der Leistungsbilanz bei (vgl. Blanchard/Giavazzi/Sa 2005, S. 2 ff.). Zwischen Abwertung und Wachstumsverlangsamung besteht ein Trade-off: je höher die Abwertung, desto stabiler bleibt das Wachstum. Im Abbauprozess reagieren Investitionen flexibler als die Ersparnisbildung und Leistungsbilanzen werden primär über sinkende Investitionen bereinigt. Vorboten einer bevorstehenden Korrektur sind vor allem die Höhe des Defizits selbst sowie eine Abweichung der NFA-Position vom langjährigen Mittel. Zu diesen oder ähnlichen Ergebnissen kommen mit unterschiedlichen Schwerpunkten z.B. die Beiträge von Milesi-Ferretti/Razin (1997), Bag-nai/Manzochi (1999), Edwards (2005), Freund (2005), Komarek/Komarkova/Melecky (2005), de Haan/Schokker/Tcherneva (2006) und IWF (2007b). Die folgenden Absätze stellen die Vorgehensweisen und Ergebnisse einiger einflussreicher Studien dieses Literaturbereichs kurz vor.

In den Beiträgen wird üblicherweise der Ansatz von Milesi-Ferretti/Razin (1997, S. 6) und Freund (2005, S. 1283) verwendet, um Perioden eines signifikanten Defizitabbaus zu identifizieren. In diesen Beiträgen wurde festgelegt, wie hoch das Defizit vor der Anpassung und wie groß das Ausmaß der Verbesserung mindestens sein muss sowie der maximale Zeitrahmen, in dem die Korrektur erfolgt sein muss, damit eine Episode als Abbauprozess eines signifikanten Defizits gelten kann. Die genauen Kriterien umfassen 1) ein Defizit vor der Anpassung von mindestens 2% des BIP, 2) eine Verbesserung von mindestens 2-5% des BIP sowie gleichzeitig eine Reduzierung des Defizits um mindestens ein Drittel, 3) eine Korrektur in einem maximalen Zeitraum von drei Jahren und 4) die Nachhaltigkeit des Defizitabbaus. Das letzte Kriterium ist erfüllt, wenn der Leistungsbilanzsaldo in den fünf Jahren nach der Anpassung nicht zurück unter das Niveau fällt, das der Saldo in den drei Jahren vorher maximal erreicht hatte. Freilich gibt es in den in der Literatur verwendeten Schwellenwerten

Schwankungen. Die meisten Autoren orientieren sich aber an diesen Werten (vgl. Algieri/Bracke 2007, S. 11 f. & 35).

Algieri/Bracke (2007)

Algieri/Bracke (2007) untersuchen 23 Industrie- und 22 Schwellenländer. Für den Zeitraum 1973 bis 2006 identifizieren sie 71 Anpassungsepisoden. Sie lockern die angelegten Kriterien gegenüber Milesi-Ferretti/Razin (1997) und Freund (2005) leicht, um mehr Perioden ermitteln zu können (vgl. ebd., S. 11 ff.). Für diese 71 Episoden untersuchen die Autoren, wie sich makroökonomische Variablen während der Anpassung verändert haben. Aus den Beobachtungen bilden sie Mittelwerte, an denen sich ablesen lässt, wie ein Defizitabbau üblicherweise vonstatten geht. Die Perioden unterscheiden sich deutlich voneinander. Im Durchschnitt verlangsamte sich das reale BIP-Wachstum und der reale effektive Wechselkurs sank. Allerdings beschleunigte sich das Wachstum in einem Drittel der Fälle und in einem Drittel, nicht notwendigerweise demselben, wertete die Währung auf.

Um der Heterogenität in den Anpassungsperioden Rechnung zu tragen, unterteilen Algieri und Bracke die Perioden mit Hilfe einer Clusteranalyse in drei Gruppen. Als Kriterium ziehen sie das reale BIP-Wachstum und die Veränderung des realen effektiven Wechselkurses während der Anpassung heran. Die resultierenden Gruppen sind erstens das Cluster "interne Abwertung". Die hier gruppierten Korrekturprozesse sind durch eine Verlangsamung des Wachstums bei stabilen Wechselkursen gekennzeichnet. Im Durchschnitt wertete die Währung sogar leicht auf. Der Defizitabbau erfolgte primär durch die Verringerung der Binnen- und entsprechend der Importnachfrage. Diese Art der Korrektur trat besonders dann auf, wenn das Defizit durch ein übermäßiges Binnenwachstum und eine überhitzte Wirtschaft zustande kam, wie es in den GIPSZ-Ländern der Fall war. Das zweite Cluster, "externe Abwertung", enthält Episoden einer realen Abwertung bei gleichzeitig relativ unverändertem BIP-Wachstum. Die Korrektur resultierte in erster Linie aus der Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit,

welche die Nettoexporte ansteigen ließ. Ein höherer Außenbeitrag wirkte positiv auf das Wachstum, das sich in dieser Gruppe sogar beschleunigte. Zu solchen Abbauprozessen kam es, wenn im Vorfeld eine überbewertete Währung und eine schwache Exportperformance vorlagen. Vor der Anpassung verzeichneten die Volkswirtschaften oft ein niedriges Wirtschaftswachstum, da sie nicht wettbewerbsfähig waren. Cluster drei, "gemischte Abwertung", beinhaltet Korrekturprozesse mit einer Kombination aus Wachstumseinbruch und realer Abwertung. Hier sind krisenhafte Anpassungen gruppiert, in denen das Wachstum und der Wechselkurs stärker sanken als bei der internen bzw. externen Abwertung. Im Zuge der Korrektur ging die Nachfrage deutlich zurück und die Wirtschaft wurde wettbewerbsfähiger. Der Außenbeitrag verbesserte sich durch fallende Importe und steigende Exporte. Ursachen der Defizite waren meistens sowohl eine Überhitzung der Wirtschaft als auch eine Überbewertung der Währung (vgl. ebd., S. 7 f.).

Bei diesen drei Wegen der Bereinigung gibt es keine systematischen Unterschiede im Ergebnis. Die Leistungsbilanz wurde jeweils ähnlich stark verbessert. Nur die begleitenden makroökonomischen Entwicklungen unterscheiden sich. Bei externen Abwertungen verringerte sich der reale effektive Wechselkurs im Durchschnitt um 10%, das Wachstum blieb zunächst auf dem vorherigen Niveau, beschleunigte aber nach etwa zwei Jahren von 2% auf 4%. Bei internen Abwertungen wertete die Währung dagegen real leicht auf und das Wachstum halbierte sich auf 2%. Selbst in den Jahren nach Abschluss der Korrektur erreichte das Wachstum nicht das ursprüngliche Niveau. In gemischten Abwertungen wertete die Währung noch stärker ab und es kam zur Stagnation, obwohl das Wachstum im Vorfeld ca. 5-6% betrug. Erst nach zwei bis drei Jahren erholte es sich, verblieb aber etwa auf der Hälfte des Vorkrisenniveaus (vgl. ebd., S. 18 f.).

Die Handelsbilanz verbesserte sich in allen drei Gruppen ähnlich stark. Allerdings gibt es nennenswerte Unterschiede im Beitrag von Importen und Exporten: Bei internen Abwertungen stiegen Exporte erst nach etwa zwei Jahren über

den Wert, den sie vor Beginn der Anpassung erreicht hatten. Bei den anderen beiden Varianten trugen Exporte stärker zur Korrektur der Leistungsbilanz bei. Interne Abwertungen sind zudem durch sinkende Importe gekennzeichnet. Diese verbleiben im Anschluss dauerhaft auf dem niedrigeren Niveau. Bereinigungen, in denen die Währung flexibel ist und abwerten kann, unterscheiden sich demnach deutlich von solchen mit relativ fixen Wechselkursen, z.B. innerhalb einer Währungsunion (vgl. ebd., S. 19 ff.).

Jenseits der Entwicklungen während der Anpassung untersuchen die Autoren die Bedingungen, die in den Volkswirtschaften zu Beginn dieses Prozesses vorlagen, um die Auslöser der Korrektur zu ermitteln. Nach ihren Ergebnissen startete solch ein Prozess umso eher, je höher das Leistungsbilanzdefizit, die Überbewertung der Währung, die Überhitzung der Wirtschaft sowie, für netto ölimportierende Volkswirtschaften, je höher der Ölpreis war. Interne Abwertungen, wie sie in der Eurozone stattfinden, waren primär getrieben von einer Zunahme der Importe sowie einer Überhitzung der Wirtschaft. Überbewertungen der Währung spielten hier keine Rolle (vgl. ebd., S. 23 f.).

EU Kommission (2010)

Die EU Kommission (2010) analysiert Perioden eines Defizitabbaus in Industriestaaten. Anhand der üblichen Kriterien, ohne das Nachhaltigkeitskriterium Nummer vier (s.o.), ließen sich für den Zeitraum von 1970 bis 2009 insgesamt 44 Abbauphasen identifizieren. Das BIP-Wachstum verlangsamte sich i.d.R. schon vor Beginn der Korrektur leicht. Danach halbierte es sich im Mittel auf knapp 1,5%. Erst nach vier Jahren wuchs das BIP wieder so schnell wie vor der Anpassung. Die Arbeitslosigkeit nahm in der Korrekturphase im Schnitt um 2 Prozentpunkte zu. Während der Abbauprozesse erhöhte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaften sowohl durch eine nominale Abwertung als auch durch eine merkliche Lohnzurückhaltung. Letzterer wirkte jedoch eine erhöhte Inflation, als Folge der Abwertung, entgegen. Denn der Wertverlust der Währung lenkt Nachfrage auf den Binnenmarkt um und erhöht

dort die Preise. In der Summe kompensierten sich die Effekte, sodass die Real-löhne in den ersten Jahren der Anpassung stabil blieben. Im Durchschnitt trugen Exporte signifikant zur Erholung in der Leistungsbilanz bei (vgl. EU Kommission 2010, S. 22 f.).

In der von der Kommission verwendeten Stichprobe erfolgte die Anpassung ebenfalls fast ausschließlich über sinkende Investitionen und weniger über eine Reaktion in der Ersparnisbildung. Im Schnitt sanken die Investitionsquoten von 24% auf 21%. Unternehmen waren die Hauptakteure bei der Verbesserung der Leistungsbilanz. Ihr Finanzierungssaldo verbesserte sich erheblich, private Haushalte steuerten dagegen mehr zur Verschlechterung der Lage im Vorfeld bei als zur Korrektur. Der Finanzierungssaldo des Staates verschlechterte sich während der Anpassung zunächst und verzögerte den Defizitabbau (vgl. ebd., S. 22 f.).

In etwa einem Viertel der Fälle verschlechterte sich der Leistungsbilanzsaldo wenige Jahre nach der Anpassung wieder merklich. Fälle einer nachhaltigen Korrektur sind im Mittel u.a. durch eine stärkere Kontraktion der Binnennachfrage gekennzeichnet. Insofern liegen die Kosten einer nachhaltigen Anpassung, in Bezug auf BIP-Wachstum und Arbeitslosigkeit, besonders hoch. In einigen Fällen konnte die Leistungsbilanz wachstumsfreundlich korrigiert werden, d.h. das BIP-Wachstum verlangsamte sich weniger stark oder gar nicht. Wachstumsfreundliche Konsolidierungen zeichnen sich durch verhältnismäßig hohe Währungsabwertungen aus. Eine Abwertung kann somit die negativen Wachstumseffekte einer Korrektur mindern (vgl. ebd., S. 23 ff.).

In einer weiteren Analyse untersucht die Kommission nur die neun Episoden, die sich in Volkswirtschaften mit fixen Wechselkursregimes oder de facto fixen Wechselkursen ereignet haben.⁴⁸ In diesen Phasen ist die preisliche Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der fehlenden Möglichkeit zur nominalen Abwertung

⁴⁸

Die Klassifikation von de facto fixen Wechselkursregimes geht auf Reinhart/Rogoff (2004) zurück.

sogar etwas gesunken. In der Konsequenz konnten Exporte nicht zur Korrektur beitragen und das Wachstum ist besonders stark zurückgegangen (vgl. ebd., S. 25 ff.). Insgesamt kommt die Studie zu dem Ergebnis, dass flexible Preise und Löhne Anpassungsprozesse erleichtern. Denn deren Rückgang, auch im Dienstleistungssektor, erhöht die Wettbewerbsfähigkeit und ermöglicht eine Bereinigung u.a. über den Export. Anderenfalls muss die Wachstumsverlangsamung höher ausfallen (vgl. ebd., S. 27). In den in diesem Beitrag untersuchten 44 Perioden wiesen die Volkswirtschaften zu Beginn im Mittel ein Defizit von 5% des BIP auf. Der Aufbau des Defizits ging primär auf eine Verringerung der Sparquote zurück, die Bereinigung erfolgte durch einen Rückgang der Investitionsquote (vgl. ebd., S. 22 f.).

Freund/Warnock (2005)

Die Untersuchung von Freund/Warnock (2005) konzentriert sich ebenfalls auf Industriestaaten und erforscht 26 Perioden einer Leistungsbilanzkorrektur in OECD-Ländern zwischen 1980 und 2003. Die Autoren stellen ebenfalls eine Wachstumsverlangsamung, von 3% auf 1%, und eine reale Abwertung fest. Auch in Bezug auf rückläufige Investitionsquoten, von 24% auf unter 21%, höhere Arbeitslosigkeit und eine Verschlechterung der Fiskalbilanz passen die Ergebnisse zur vorhandenen Literatur (vgl. Freund/Warnock 2005, S. 7 & 40 f.). Besonders hohe Defizite gingen nicht mit einer größeren Abwertung, wohl aber mit einer stärkeren Wachstumsverlangsamung einher. Freund und Warnock bestätigen den Trade-off zwischen Wachstum und Abwertung: Eine starke Abwertung führte zu stabilerem Wachstum. Wenig Bewegung in Wechselkursen bedeutete, dass sich im Vorfeld höhere Defizite einstellten und die Korrektur mit größeren Wachstumseinbußen erkaufte werden musste. Defizite, die durch übermäßigen privaten und/oder staatlichen Konsum zustande kamen, benötigten tiefere Einschnitte, um bereinigt zu werden (vgl. ebd., S. 20 ff.).

Die Autoren fokussieren sich auf die Umkehr in der Kapitalbilanz, die mit der Leistungsbilanzkorrektur einhergehen muss und in der Literatur selten genauer

betrachtet wird. Sie zeigen, dass im Rahmen der Anpassung vor allem sonstige Investitionen, also zu einem Großteil von Banken bereitgestellte Kreditmittel, abfließen. Bei Direkt- und Portfolioinvestitionen existierten dagegen keine typischen Muster (vgl. ebd., S. 7 f.). Die Zusammensetzung der im Vorfeld zugeflossenen Mittel hatte keine Auswirkungen auf die Korrekturphase (vgl. ebd., S. 15). Somit erhöht zwar in Form von Portfolioinvestitionen und Fremdmitteln zufließendes Kapital die Anfälligkeit für eine Krise, weil diese Gelder i.d.R. schnell wieder abgezogen werden können (s. Kapitel 2.2.2). Allerdings ist es bei einer Krise für den Verlauf der Bereinigung irrelevant, welche Mittel im Vorfeld zugeflossen sind.

Debelle/Galati (2005) und Catao/Milesi-Ferretti (2013)

Debelle/Galati (2005) analysieren Industriestaaten zwischen 1974 und 2003 und identifizieren 28 Phasen eines Defizitabbaus in der Leistungsbilanz. Während der Anpassung kam es normalerweise zu einer moderaten realen Abwertung der Währung und einer Verlangsamung des Wachstums, im Mittel um 2 Prozentpunkte. Investitionen trugen die alleinige Last der Korrektur. Sparquoten setzten keine Impulse für eine Verbesserung der Leistungsbilanz, sondern sanken i.d.R. sogar leicht. Ursächlich hierfür war die Belastung des staatlichen Finanzierungssaldos durch eine antizyklische Fiskalpolitik (vgl. Debelle/Galati 2005, S. 5 ff.). Die Studie bestätigt die Verbindung zwischen Wachstum und Abwertung. Allerdings können, auch aufgrund der relativ kleinen Stichprobe, nur Tendenzaussagen getroffen und keine statistische Signifikanz ermittelt werden (vgl. ebd., S. 11).

Nach Debelle und Galati gehören Einlagen, Kredite und sonstige Schuldtitel zum volatilsten Teil der Kapitalströme, der in einer Korrekturphase am stärksten reagiert. Während solche Gelder zu einem großen Teil abgezogen wurden, waren Mittel aus Direktinvestitionen stabiler. Insofern sind die privaten Finanzströme, die im Vorfeld zum Entstehen hoher Defizite beigetragen haben, im Zuge der Bereinigung ins Ausland zurückgeflossen (vgl. ebd., S. 8). Als Auslö-

ser für den Beginn eines Abbauprozesses wird in dieser Studie neben der Höhe des Defizits das globale makroökonomische Umfeld hervorgehoben. Beispiele für Auslöser sind eine Verlangsamung des globalen Wachstums und steigende globale Zinsen bzw. steigende Zinsen in den USA (vgl. ebd., S. 10).

Catao/Milesi-Ferretti (2013) befassen sich in ihrem Beitrag ebenfalls mit Auslösern von Leistungsbilanzkorrekturen. Nach ihren Ergebnissen stehen die Salden vor der Anpassung durchschnittlich bei -4% des BIP. Die Produktionslücke liegt bei +3% des BIP, d.h. die Wirtschaft wächst über Potenzial und ist überhitzt. Während der Bereinigung geht die Lücke auf -4% zurück. Der reale effektive Wechselkurs wertet in den fünf Jahren vor der Krise deutlich auf und anschließend drastisch ab. Meistens beginnt diese Abwertung schon kurz bevor die eigentliche Anpassung in der Leistungsbilanz startet. Vom Höhepunkt bis zum Tiefpunkt beträgt die Abwertung im Schnitt fast 20% (vgl. Catao/Milesi-Ferretti 2013, S. 8 ff.).

Eigene Untersuchung

Unter Verwendung der leicht modifizierten Kriterien von Milesi-Ferretti/Razin (1997) und Freund (2005) werden im Folgenden die Leistungsbilanzkorrekturen der aktuellen Euroländer untersucht. Seit 1960 gab es 17 Fälle einer signifikanten Korrektur.^{49,50} Zur Ermittlung dieser Fälle wurden folgende Kriterien herangezogen: 1) Das Defizit muss im Vorfeld mindestens 3% des BIP über drei Jahre betragen haben oder 2% des BIP für mindestens fünf Jahre, 2) die Bereinigung darf höchstens fünf Jahre dauern und 3) sie muss nachhaltig sein, d.h. nach ihrem Abschluss darf der Saldo mindestens vier Jahre lang nicht unter den

⁴⁹ Für 17 Prozesse liegen alle benötigten Daten vor. Die tatsächliche Anzahl von Prozessen des Defizitabbaus dürfte in diesem Zeitraum etwas höher liegen.

⁵⁰ In der folgenden Zusammenstellung sind auch Episoden im Zusammenhang mit der Schuldenkrise erfasst. Insofern greift diese Untersuchung dem Kapitel 2.3.2 vor. Der Übersichtlichkeit halber verzichtet der Autor auf eine Splitting der Tabelle in ante-2008 und post-2008.

Höchstwert in den fünf Jahren vor der Korrektur fallen.⁵¹ Die Korrekturen überführen die Defizite bis auf zwei Ausnahmen stets in Überschüsse, daher entfällt das Erfordernis, die Leistungsbilanz mindestens um x% des BIP zu verbessern (s.o. Kriterium Nummer zwei). In den beiden Ausnahmefällen wurden die Defizite zu ca. 90% abgebaut. Elf der 17 Fälle hängen mit der Finanz- bzw. der anschließenden Schuldenkrise zusammen.

Die folgende Untersuchung unterscheidet sich von den bestehenden Ansätzen darin, dass sie die sektorale Wirtschaftsstruktur der betreffenden Volkswirtschaften – genauer: den Industrieanteil an der Bruttowertschöpfung – berücksichtigt. Primär wird analysiert, ob die Größe des Industriesektors Einfluss auf die Bedeutung von Exporten und Importen sowie auf die Wachstumsverlangsamung in der Korrektur hat.

⁵¹

Für die Abbauprozesse der jüngsten Vergangenheit wird die Annahme getroffen, dass sie diese Bedingung erfüllen.

Tabelle 1: Übersicht Abbauphasen von Leistungsbilanzdefiziten

	max. Defizit % BIP	Saldo nach Defizitabbau % BIP	Leistungsbilanz- verbesserung % BIP	Dauer des Abbaus	eigene Währung	Industrie- anteil % BWS	Wachstums- verlangsamung Pp. gg. Vj.	Exporte % gg. Vj.	Importe % gg. Vj.
Finnland (1967)	2,3	0,7	3,0	2 Jahre	ja	22,5	2,1	7,0	1,9
Finnland (1977)	7,4	1,8	9,2	2 Jahre	ja	25,4	0,7	12,7	-2,4
Österreich (1980)	5,4	1,0	6,4	3 Jahre	ja	23,8	2,5	5,7	2,1
Belgien (1983)	3,9	0,2	4,1	3 Jahre	ja	22,4	0,3	3,1	1,0
Finnland (1993)	5,4	1,1	6,5	2 Jahre	ja	22,5	-1,3	13,4	5,0
Spanien (1993)	3,6	-0,3	3,3	3 Jahre	ja	17,9	1,6	11,4	-3,2
Estland (2008)	15,9	2,7	18,6	2 Jahre	ja	15,2	16,5	-9,7	-18,4
Irland (2009)	5,6	1,1	6,7	2 Jahre	nein	21,3	6,7	1,1	-3,1
Lettland (2009)	22,5	8,6	31,1	2 Jahre	ja	11,1	16,1	1,1	-8,4
Litauen (2009)	14,4	3,7	18,1	1 Jahr	ja	17,7	18,6	0,3	-7,9
Slowakei (2009)	8,5	2,2	10,7	4 Jahre	nein	20,3	4,0	8,7	5,8
Slowenien (2009)	5,4	0,4	5,8	3 Jahre	nein	20,6	7,1	0,2	-2,4
Spanien (2009)	10,0	0,8	10,8	5 Jahre	nein	12,6	5,1	1,7	-4,1
Malta (2011)	9,5	2,1	11,6	2 Jahre	nein	12,9	-0,3	7,6	6,7
Portugal (2011)	12,6	0,5	13,1	3 Jahre	nein	13,0	4,4	3,2	-2,1
Zypern (2011)	15,6	-1,9	13,7	3 Jahre	nein	5,4	8,9	-1,4	-6,1
Griechenland (2012)	14,9	0,7	15,6	2 Jahre	nein	8,1	7,0	-2,1	-9,0

Quelle: Eurostat, Ameco & eigene Berechnungen⁵²⁵²

Eurostat-Daten wurden in Fällen deckungsgleicher Abgrenzungen um Material aus der Ameco-Datenbank ergänzt (vgl. Vorgehen in der empirischen Analyse in Kapitel 4).

Die Jahreszahl in Tabelle 1 stellt jeweils den Beginn des Abbauprozesses dar. Spalte 2 gibt die maximale Höhe des Defizits in den fünf Jahren zuvor an. Die Dauer der Bereinigung misst die Anzahl der Jahre, in denen eine signifikante Korrektur stattgefunden hat. Dies ist nicht mit der Dauer vom maximalen Defizit bis zum beendeten Abbauprozess gleichzusetzen. Beispielsweise liegen in Griechenland zwischen dem maximalen Defizit und dem Abschluss der Korrektur fünf Jahre. Die Verbesserung in Höhe von 15,6% des BIP fand also nicht in zwei, sondern in fünf Jahren statt. Allerdings vollzog sich ein Großteil der Bereinigung, von -10% auf +1% des BIP, innerhalb von nur zwei Jahren. Der Industrieanteil beschreibt den Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamtwirtschaftlichen Bruttowertschöpfung. Hier werden Dreijahresdurchschnitte um das erste Jahr des Abbauprozesses herum verwendet. Diese Vorgehensweise glättet die Daten, die anderenfalls z.T. durch die heftige Rezession in der Finanzkrise verzerrt sein würden. Wachstum des BIP, der Exporte und der Importe sind in realen Werten angegeben. Für Exporte und Importe stellt die Tabelle jeweils das mittlere Wachstum p.a. zwischen dem Jahr des maximalen Defizits und dem Abschluss der Korrektur dar. Die Verlangsamung des BIP-Wachstums wird gemessen als Differenz aus dem durchschnittlichen Wachstum während der Bereinigung und demjenigen während der gesamten Dauer des zuvor bestehenden Defizits, in der es mindestens 2% des BIP betrug.

Bei der Analyse der Ergebnisse ist zu bedenken, dass die Bereinigungen zu unterschiedlichen Zeiten stattgefunden haben, in denen sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld stark voneinander unterschieden hat. So ist etwa die geringe Wachstumsverlangsamung 1977 in Finnland in Höhe von nur 0,7 Prozentpunkten dem Umstand geschuldet, dass damals das wirtschaftliche Umfeld positiv war. Fast alle Volkswirtschaften der Stichprobe verzeichneten in diesem Jahr relativ hohes Wachstum. Im anderen Extrem fallen die baltischen Staaten mit Verlangsamungen von über 16 Prozentpunkten auf. Diese Länder haben mitten in der Finanzkrise ihre Korrekturen in Rekordzeit vollzogen (vgl. Atoyan/Manning/Rahman 2013, S. 5). Innerhalb von nur zwei Jahren, Litauen sogar in nur einem Jahr, verbesserten diese Länder ihre Leistungsbilanzen um

fast 20%, Lettland sogar um über 30% des BIP.⁵³ Die Schärfe und der Zeitpunkt dieser Anpassungen bedingen den drastischen Wachstumseinbruch. Es ist im Nachhinein nicht zu sagen, welcher Teil der Verlangsamung auf das schlechte wirtschaftliche Umfeld und welcher auf die Korrekturen der Leistungsbilanzen zurückzuführen ist. Das gleiche gilt für die Entwicklung der Exporte und Importe. Diese Größen werden ebenfalls vom gesamtwirtschaftlichen Umfeld beeinflusst, wie an den scharfen Einbrüchen in Estland zu sehen ist. Des Weiteren ist die Stichprobe zu klein, um abschließende Aussagen zu den Zusammenhängen zu erlauben.

Dennoch bestätigt diese Analyse die Resultate der vorgestellten Studien. Zwar betrugen die Defizite im Maximum vor ihrer Korrektur im Durchschnitt fast 10% des BIP. Damit lagen sie deutlich höher als die 4-5% in den Literaturbeiträgen. Allerdings konnten dort die Anpassungen nach der Finanzkrise noch nicht berücksichtigt werden. Im vorliegenden Datensatz machen diese wiederum zwei Drittel aller Fälle aus. In den sechs Bereinigungen vor 2008 lag das Defizit im Schnitt bei knapp 5%. Das Wachstum verlangsamte sich im Mittel um 6 Prozentpunkte. Dies ist ebenfalls deutlich mehr als in früheren Episoden. Auch hier gilt aber, dass die jüngsten Bereinigungen wegen des Einbruchs in der Finanzkrise eine Sonderrolle einnehmen.

Volkswirtschaften mit großen Industriesektoren verbesserten ihre Leistungsbilanz stärker über die Exportseite als dienstleistungsgeprägte Länder. Dies trifft z.B. auf Belgien, Finnland, Österreich und die Slowakei zu. In diesen Staaten wuchsen Exporte trotz der Wachstumsverlangsamung, die Korrekturprozesse mit sich bringen, z.T. kräftig. Ferner nahmen die Importe selbst im Zuge des Abbauprozesses größtenteils zu. In Griechenland und Zypern schrumpften angesichts der kleinen Industriesektoren die Exporte real, obwohl diese Länder ihren

⁵³

In Estland und in den anderen baltischen Staaten, die zum Zeitpunkt der Korrektur noch nicht dem Euro beigetreten waren, gelang die schnelle Anpassung u.a. durch ein konsequentes Gegensteuern der Zentralbank und der Geschäftsbanken. Diese verknäpften Kredite, beendeten den zuvor dynamischen Zyklus und erzwangen durch die gestoppte Zufuhr frischen Kapitals die Bereinigung in der Leistungsbilanz, indem sie Importen die Finanzierung entzogen (vgl. Lamine 2010, S. 1 f., Atoyán/Manning/Rahman 2013, S. 5).

Leistungsbilanzsaldo um 16 bzw. 14 Prozentpunkte verbesserten. Je kleiner die industriellen Kapazitäten, desto stärker erfolgte die Bereinigung offensichtlich über den Importkanal. Auch am Beispiel Lettland lässt sich dieser Zusammenhang erkennen.⁵⁴ Ferner verzeichneten industriegeprägte Volkswirtschaften einen niedrigeren Wachstumseinbruch in der Korrekturphase.⁵⁵

In den Bereinigungen in Volkswirtschaften mit einem Industrieanteil von über 20% (ohne Irland) verlangsamte sich das Wachstum im Durchschnitt um 2,2 Prozentpunkte. In den größtenteils auf Dienstleistungen fokussierten GIPSZ-Staaten war die Verlangsamung dreimal so stark.^{56,57} Große Unterschiede gab es auch im Außenhandel: Exporte nahmen in industriestarken Ländern (ohne Irland) um über 7% zu, Importe um 1,5%. In den GIPSZ-Staaten waren es nur 0,5% Wachstum bei den Exporten, Importe waren um 5% rückläufig. Insgesamt bestätigt sich, dass in den dienstleistungsdominierten GIPSZ-Wirtschaften die Bereinigung schmerzhafter war und stärker über Importe erreicht wurde als in industrielastigen Volkswirtschaften.

Eine eigene Währung hat in der kleinen vorliegenden Stichprobe nicht zu einer Stabilisierung des Wachstums geführt. In diesem Punkt widersprechen die Ergebnisse der Meinung in der Literatur. Die Möglichkeit, nominal abzuwerten, hätte in den Korrekturphasen außerhalb der EWU eigentlich zu geringeren Einbußen führen müssen. Sowohl inner- als auch außerhalb der Währungsunion verlangsamte sich das Wachstum jedoch gleichmäßig um ca. 6 Prozentpunkte. Dies ist aber z.T. den Bereinigungen der baltischen Staaten mitten in der Finanzkrise geschuldet. Betrachtet man nur die Phasen vor der Krise, in denen Volkswirtschaften ausnahmslos über eigene Währungen verfügten, beträgt die

⁵⁴ Die Korrelationskoeffizienten zwischen Industrieanteil und Exportwachstum bzw. Industrieanteil und Importwachstum betragen 0,53 bzw. 0,45.

⁵⁵ Hier liegt die Korrelation bei -0,42.

⁵⁶ Bei der Interpretation dieser Daten sollte man sich jedoch der erwähnten Problematik des unterschiedlichen wirtschaftlichen Umfelds bewusst sein.

⁵⁷ Auch Atoyan/Manning/Rahman (2013, S. 12) sehen einen direkten Zusammenhang zwischen der Intensität, mit der Exporte zur Korrektur in der Schuldenkrise beigetragen haben, und der Wachstumsverlangsamung im Abbauprozess.

Verlangsamung nur 1 Prozentpunkt. Ferner verringerte eine eigene Währung die Dauer des Anpassungsprozesses. Waren den betroffenen Ländern autonome Abwertungen möglich, dauerten Korrekturphasen im Mittel 2,2 Jahre lang. Innerhalb der Währungsunion waren es 3,0 Jahre. Diese Unterschiede sind nicht auf Diskrepanzen in der Höhe der erreichten Verbesserungen in der Leistungsbilanz zurückzuführen: Sowohl in als auch außerhalb der EWU verbesserten sich die Bilanzen um durchschnittlich 11% des BIP.

Freilich unterscheiden sich die Bereinigungen voneinander und nicht alle der identifizierten Prozesse passen zu der Vermutung, dass die Wirtschaftsstruktur Einfluss auf den Charakter der Anpassung hat. So konnte bspw. Malta im Jahre 2011 mit einem Industrieanteil von nur 13% ein sehr dynamisches Exportwachstum, zulegende Importe und dazu eine Beschleunigung des Wachstums erzielen. In diesem Fall geht die Leistungsbilanzkorrektur u.a. auf eine leichte Verbesserung des Primäreinkommenssaldos zurück. In Portugal konnten ebenfalls die Exporte gesteigert werden und trugen den Großteil zur Korrektur bei. Dies dürfte an den relativ schnell umgesetzten Reformen liegen sowie an der Erholung der Weltwirtschaft nach der Finanzkrise. In der Summe aber bestätigen vergangene Abbauprozesse hoher Defizite die in der Einleitung angestellten Vermutungen bis auf wenige Ausnahmen.

2.3.2 Abbau von Leistungsbilanzdefiziten in der Schuldenkrise

Sieben Jahre nach der Finanzkrise gibt es inzwischen einige Studien, die die Anpassung der Defizitländer und den Abbau ihrer Leistungsbilanzdefizite untersucht haben.⁵⁸ Im Durchschnitt verbesserten die GIPSZ-Länder ihre Leistungsbilanzen zwischen dem Tiefpunkt 2007/2008 und dem Ende der Korrektur in 2014 um 11% des BIP (Abbildung 10). Die Korrektur erfolgte jeweils als Mitglied des gemeinsamen Währungsraums. Eine nominale Abwertung, die den

⁵⁸

Ein aktueller Literaturüberblick findet sich in Kang/Shambaugh (2014, S. 3 f.).

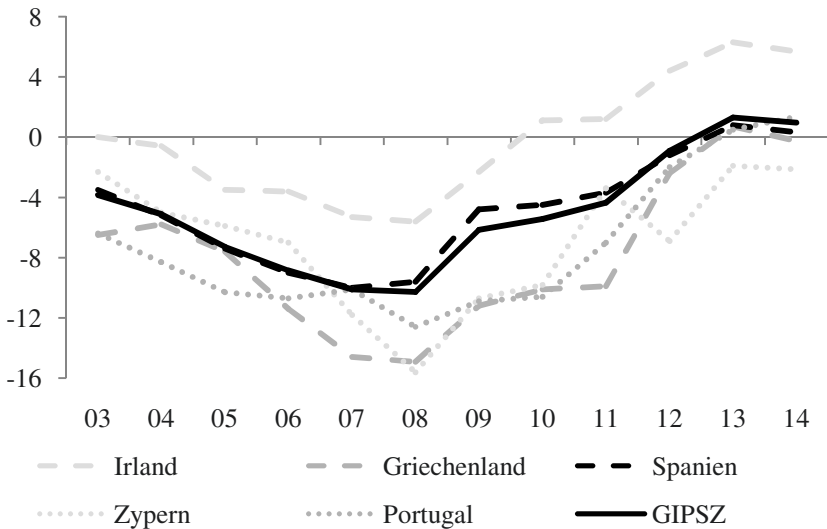
Prozess erleichtert und beschleunigt hätte, war den Ländern nicht möglich.^{59,60} Zypern, Portugal und Griechenland waren mit 14 bzw. 15% des BIP am erfolgreichsten. Die größte Korrektur erfolgte 2009 in dem Jahr, in dem die Finanzkrise die Realwirtschaft am stärksten belastete. Dies kann ein erster Hinweis darauf sein, dass die Defizite in der Schuldenkrise, wie in vorherigen Perioden, primär über den Importkanal abgebaut wurden. Das Muster der Anpassung ähnelt sich in den fünf Krisenländern. Irland fällt lediglich durch eine insgesamt bessere Leistungsbilanz auf.

⁵⁹ Ghosh/Qureshi/Tsangarides (2014, S. 5) ermitteln in ihrem Beitrag, dass Außenhandelsungleichgewichte unter fixen Wechselkursen etwa doppelt so lang bestehen wie unter flexiblen.

⁶⁰ Mit der fiskalischen Abwertung gibt es eine Alternative zur nominalen Währungsabwertung, die innerhalb einer Währungsunion anwendbar ist. Dabei senkt der Staat etwa von Firmen zu zahlende Sozialversicherungsbeiträge und erhöht so ihre Wettbewerbsfähigkeit. Zur Gegenfinanzierung erhöht er die Mehrwertsteuer. Dadurch verringern sich die Relativpreise von Exportprodukten des Heimatlandes gegenüber Handelspartnern und Nachfrage wird zur heimischen Produktion umgelenkt (vgl. Engler et al. 2014, S. 19, Gomes/Jacquino/Pisani 2014, S. 4). Allerdings haben verschiedene Studien gezeigt, dass fiskalische Abwertungen vor allem temporäre Verbesserungen erzielen und in der Summe nur ein kleiner positiver Effekt bestehen bleibt. Je nach zugrunde liegenden Annahmen variieren die Schätzungen zur Verbesserung der Handelsbilanz zwischen 0,1% des BIP und 0,6% des BIP (vgl. Banco de Portugal 2011, S. 40, EU Kommission 2011b, S. 23 f., EZB 2012, S. 40 ff., de Mooij/Keen 2013, S. 455 ff., Engler et al. 2014, S. 20 f., Gomes/Jacquino/Pisani 2014, S. 14 ff.). Das Netherlands Bureau for Economic Analysis (CPB 2013, S. 15 ff.) gibt einen Überblick über Literaturbeiträge, die sich mit den Auswirkungen fiskalischer Abwertungen auseinandergesetzt haben. Ein Abbau der GIPSZ-Defizite ist mit diesem Instrument, das lediglich einen kleinen Beitrag leisten kann, nicht möglich.

Abbildung 10: Leistungsbilanzen in den GIPSZ-Ländern

Leistungsbilanzsalden, % BIP



Quelle: Eurostat

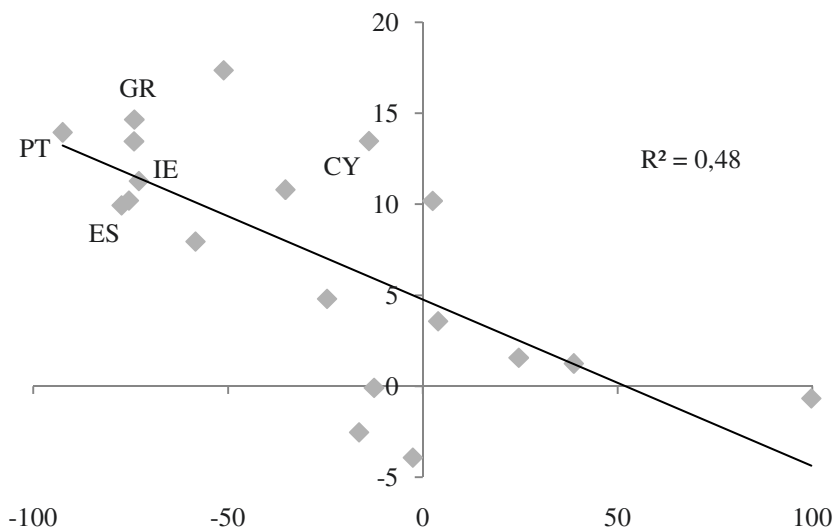
Nach der Finanzkrise bauten vor allem diejenigen Volkswirtschaften ihr Leistungsbilanzdefizit ab, die zuvor hoch verschuldet waren. Abbildung 11 stellt den Zusammenhang zwischen dem Ausmaß der Korrektur seit 2008 und der NFA-Position in diesem Jahr dar. Der Korrelationskoeffizient der beiden Größen liegt bei 0,69. Die am stärksten überschuldeten Länder, u.a. Portugal, Spanien, Griechenland und Irland, gehörten zu denen, die ihre Defizite am konsequentesten abgebaut haben. Wie in Abbildung 9 zu sehen, waren diese Fortschritte aber noch nicht ausreichend, um merklich Auslandsschulden abzubauen und die NFA-Position zu verbessern (vgl. EU Kommission 2012c, S. 7 f.). Dies ist nicht überraschend, da bisher nur Irland eine deutlich positive Leistungsbilanz aufweist. In diesem Land gingen die Schulden bereits zurück. Die anderen vier GIPSZ-Staaten verzeichnen mehr oder minder ausgeglichene Bilanzen. Erst bei einer weiteren Verbesserung wird es hier zu einem spürbaren Schuldenabbau kommen. Des Weiteren ist dafür eine Stabilisierung des Wachstums notwendig.

Denn Nettoauslandsschulden werden im Verhältnis zum BIP gemessen. Schrumpft dieses, verschlechtert sich automatisch die NFA-Position.

Abbildung 11: Auslandsverschuldung und Leistungsbilanzkorrektur

X-Achse: NFA-Position 2008, 19 Euroländer, % BIP

Y-Achse: Leistungsbilanzverbesserung 2008-2014, 19 Euroländer, % BIP



Quelle: Eurostat & eigene Berechnungen

Lohnstückkosten und Preise

In der Entwicklung der Lohnstückkosten haben die Krisenländer Fortschritte erzielt. Sie haben Reformen zur Flexibilisierung der Löhne verabschiedet und z.T. Lohnkürzungen durchgesetzt.⁶¹ Die Fortschritte beruhen nicht allein auf einem in Folge von Rezessionen verringerten Arbeitseinsatz, sondern außerdem auf einer moderateren Entwicklung der Nominallöhne (vgl. Buti/Turrini 2012, S. 3 ff.). Allerdings bestehen zwischen den Ländern Unterschiede: So sind die

⁶¹ Beispielsweise stärkte die Politik in Griechenland die Möglichkeiten, Löhne auf Ebene der Unternehmen zu verhandeln. Zudem kürzte sie den nationalen Mindestlohn (vgl. Buti/Turrini 2012, S. 6).

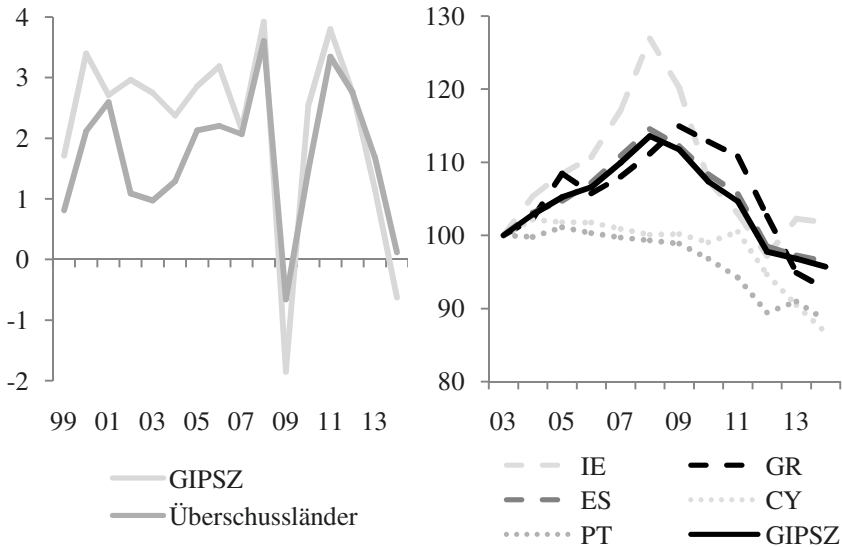
Lohnstückkosten in Irland, Portugal und Spanien gesunken, da der Rückgang der Erwerbstätigkeit den Produktionseinbruch übertraf. Es kam also zu Produktivitätszuwächsen seit 2009, dem Höhepunkt der realwirtschaftlichen Krise. In diesen Ländern legten die Löhne nach der Krise leicht zu. In Griechenland ging die Produktivität dagegen zurück. Hier sanken Lohnstückkosten aufgrund eines fallenden Lohnniveaus (vgl. Kang/Shambaugh 2014, S. 5 ff., Tressel/Wang 2014, S. 8 f.). In der Summe verringerten sich Lohnstückkosten im Sektor handelbarer Güter überproportional (vgl. Kang/Shambaugh 2014, S. 11 ff.).

Die verbesserte Kostensituation hat sich bisher jedoch nicht vollständig auf die Preise niedergeschlagen. Erst in den letzten beiden Jahren konnten die GIPSZ-Länder niedrigere Preissteigerungen bei Gütern verzeichnen als die Überschussländer der Eurozone (Abbildung 12). Zumindest durchbrachen sie aber den Trend vor der Finanzkrise: Seit Gründung der EWU bis zu dieser Krise gab es in den GIPSZ-Länder in jedem Jahr einen stärkeren Preisauftrieb als in den sechs Überschussländern. Moderates Preiswachstum bei gesunkenen Lohnstückkosten bedeutet, dass sich die Margen in der Produktion handelbarer Güter erhöhen. Dies schafft die Voraussetzungen für eine Reallokation der Ressourcen aus dem Sektor nicht-handelbarer in den Sektor handelbarer Güter (vgl. Tressel/Wang 2014, S. 9). Solche eine Umstrukturierung der Wirtschaft erleichtert eine nachhaltige Verbesserung der Leistungsbilanz (s. Kapitel 2.3.3).

Abbildung 12: Wettbewerbsfähigkeit der GIPSZ-Länder

Links: Verbraucherpreisindex, Waren, % gg. Vj.

Rechts: Realer effektiver Wechselkurs gegenüber den 38 wichtigsten Handelspartnern, Deflator: Lohnstückkosten, Index 2003=100



Quelle: EZB

Insgesamt erzielten die Krisenländer eine bemerkenswerte reale Abwertung. Im Mittel sank der reale effektive Wechselkurs der GIPSZ-Staaten auf Lohnstückkosten basierend von seinem Höhepunkt 2008 bis 2014 um 18%. Damit übertraf die Abwertung diejenige in vielen vergangenen Phasen eines Defizitabbaus in Industrieländern (s. Kapitel 2.3.1). Dies ist umso bemerkenswerter, da die Länder ihre Währungen nicht nominal abwerten konnten wie es den Volkswirtschaften während früherer Perioden möglich war (vgl. Kang/Shambaugh 2014, S. 21, Tressel/Wang 2014, S. 7 f.). Nur 3 Prozentpunkte der Abwertung gehen auf das Konto eines nominalen Wertverlustes des Euros gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner. Allerdings sind weitere Fortschritte angesichts der sehr niedrigen Inflation im Euroraum derzeit schwierig zu erreichen (vgl. IWF 2014, S. 32).

Exporte und Importe

Abbildung 13 zeigt die Entwicklung realer Exporte und Importe seit Beginn der Finanzkrise.⁶² Wie Tabelle 1 andeutete, erfolgte der Großteil der Anpassung in den Krisenländern über den Import. Reale Exporte konnten zwar nach der Krise merklich gesteigert werden. Die Erholung sollte jedoch angesichts des weltwirtschaftlichen Aufschwungs und des wiedererstarteten Welthandels nicht überbewertet werden. So stiegen die Exporte, nicht aber die Marktanteile der GIPSZ-Staaten. Ihr Exportfokus auf Handelspartner innerhalb der Währungsunion und weniger auf dynamisch wachsende Schwellenländer verhinderte eine bessere Entwicklung (vgl. Atoyan/Manning/Rahman 2013, S. 5, Tressel/Wang 2014, S. 13 ff.). Die GIPSZ-Staaten konnten bei Exportzuwächsen zwar mit den Überschussländern mithalten, aber nicht den Abstand zu ihnen verringern. Um über Ausfuhren die Lücke in der Leistungsbilanz zu den Überschussländern zu schließen, wäre ein höheres Exportwachstum notwendig gewesen. Zumal die Zunahme in den Krisenländern von einem niedrigeren Niveau aus erfolgte, sodass sich das Ungleichgewicht, in absoluten Zahlen gemessen und bei einer Betrachtung nur der Exportseite, sogar noch ausweitete. Die hauptsächliche Anpassung fand auf der Importseite statt. Einer Importzunahme von real 14% in den Überschussländern stand in den Krisenstaaten ein Minus von 12% entgegen. Vor allem Griechenland (-34%) und Zypern (-22%) verbesserten ihre Leistungsbilanz durch den Verzicht auf Importe. Im Gegensatz dazu entwickelte

62

Oft beurteilen Ökonomen den Außenhandel einer Volkswirtschaft anhand von Export- und Importintensitäten. In diesem Fall ist es sinnvoller, das reale Wachstum der Größen zu analysieren. Denn Außenhandelsintensitäten beruhen auf dem BIP, welches im Nenner dieser Kennzahlen auftaucht. Kann ein Land Exporte konstant halten, führt ein Einbruch des BIP automatisch zu einer erhöhten Exportintensität. Importe verzeichnen dagegen normalerweise ähnliche Einbußen wie das BIP. Angesichts der Rezessionen in den GIPSZ-Staaten würden steigende Exportintensitäten und relativ unveränderte Importintensitäten suggerieren, dass die Korrektur primär über Exporte erfolgte. Davon kann angesichts der realen Handelsströme keine Rede sein. Beispielsweise verringerte sich die Importintensität selbst in Griechenland, wo die Korrektur zweifelsohne über Importe stattfand, zwischen 2008 und 2014 nur um 1% des BIP, während die Exportintensität um 10% zunahm. Diese Werte sind wegen der außergewöhnlich tiefen und langen Rezession verzerrt. Eine Betrachtung realer Größen, die nicht ins Verhältnis zu einem schrumpfenden BIP gesetzt werden, ist hier vorzuziehen.

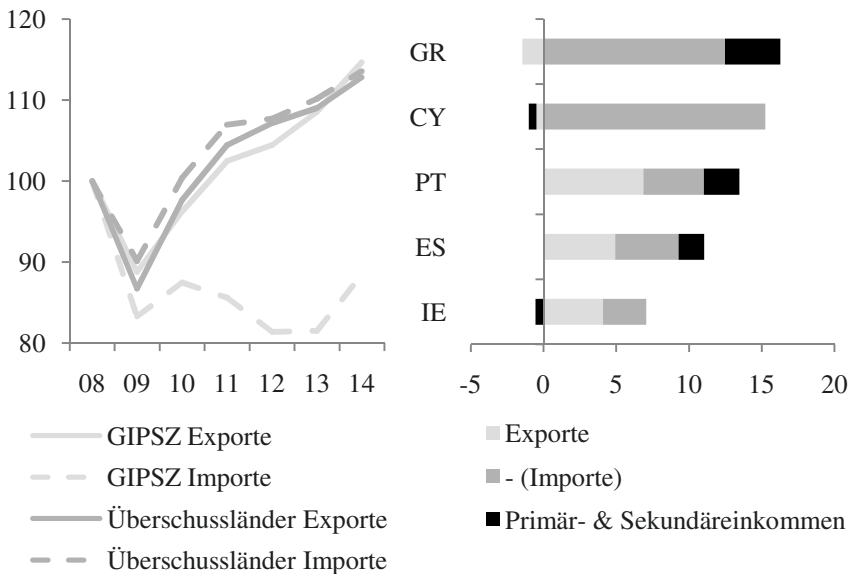
sich Irlands Außenhandel – passend zum hohen Industrieanteil der Volkswirtschaft – untypisch und war eher mit dem eines Überschusslandes vergleichbar.

Die Korrektur über Importe hängt u.a. damit zusammen, dass die vergrößerte Wettbewerbsfähigkeit nur mit einer Verzögerung im Außenhandel zum Tragen kam. Zuerst mussten Lohnstückkosten sinken und sich auf die Preise auswirken (vgl. Buti/Turrini 2012, S. 7, EU Kommission 2012c, S. 17, IWF 2014, S. 7 f.). Eine Zurückhaltung bei Importen findet dagegen parallel zur Wachstumsverlangsamung statt und greift schneller als die Ausweitung von Exporten.

Abbildung 13: Kanäle der Leistungsbilanzkorrektur

Links: Realer Index 2008=100

Rechts: Beiträge zur Leistungsbilanzverbesserung, % BIP



Quelle: Eurostat & eigene Berechnungen

Die zweite Hälfte von Abbildung 13 unterteilt die Leistungsbilanzkorrektur der GIPSZ-Länder in Beiträge des Exports, des Imports sowie der Primär- und Se-

kundäreinkommen.⁶³ Die Grafik stellt die Verbesserung des Saldos zwischen dem jeweiligen maximalen Defizit (2007 in Spanien, 2008 in den anderen vier Ländern) und dem Abschluss der Bereinigung dar (2010 in Irland, 2013 sonst). Es bestehen deutliche Unterschiede zwischen den Ländern: Exporte in Portugal, Spanien und Irland trugen nennenswert zum Defizitabbau bei. In nominalen Werten übertraf der Beitrag des Exports denjenigen von Importen sogar leicht. In Griechenland und Zypern gingen Exporte zurück und verschlechterten die Leistungsbilanz. Hier gelang die Anpassung nur über den Nachfrageeinbruch. Eine positive Entwicklung der Primäreinkommen, u.a. aufgrund des Schuldenschnitts 2012, unterstützte zudem die Anpassung in Griechenland.

Es bestätigt sich sowohl die Vermutung aus der Einleitung als auch das in Kapitel 2.3.1 entworfene Bild vergangener Korrekturphasen: Der Defizitabbau wurde in erster Linie über die Importseite bewerkstelligt. Nur ein geringer Teil der Korrektur basiert auf strukturellen Verbesserungen der Wettbewerbsfähigkeit. Der größere Teil hat konjunkturelle Ursachen und geht auf den Nachfrageeinbruch in den Krisenländern zurück (vgl. Kang/Shambaugh 2014, S. 23 f.). Allerdings gibt es Abstufungen: Portugal, Spanien und vor allem das industriegeprägte Irland konnten ihre Exporte merklich steigern. Griechenland und Zypern, die beiden Länder mit den kleinsten Industriesektoren, erreichten die Anpassung über einen drastischen Nachfrageeinbruch. Die Größe des Verarbeitenden Gewerbes hatte offenbar einen Einfluss darauf, wie die Bereinigung in den Krisenländern verlief (vgl. Atoyan/Manning/Rahman 2013, S. 5).

Input-Output-Daten zeigen, dass einige Länder in der Phase des Aufbaus der Defizite zwischen 2004 und 2008 überdurchschnittlich hohe Importe für private Konsumzwecke tätigten. Im Mittel verbrauchten Haushalte der GIPSZ-Staaten 23% aller Importe. Dieses Verhältnis entspricht zwar demjenigen in Überschussländern. Allerdings fallen Griechenland und Portugal mit 28-29% auf, in

⁶³

Abbildung 13 stellt die nominalen Anteile dieser Faktoren an der Verbesserung der Leistungsbilanz dar. Dies ist eine andere Sichtweise als in Tabelle 1, die reale Handelsströme abbildet, daher entsprechen sich die Werte nicht vollständig. Allgemein gelten die Aussagen zu Tabelle 1 aber auch für Abbildung 13.

Zypern konsumierten Haushalte sogar 35% aller Importe.⁶⁴ Hohe Konsumimporte sind zum einen ein Indiz dafür, dass hier ein Über-den-Verhältnissen-leben stattgefunden hat. Zum anderen offenbaren sie das große Potenzial für Einsparungen und eine Korrektur der Leistungsbilanz über den Verzicht auf Importe.

Der Defizitabbau in den GIPSZ-Staaten ging auf Kosten z.T. heftiger Rezessionen. Wie Abbildung 2 und Tabelle 1 zeigten, brach das Wachstum besonders in Griechenland und Zypern drastisch ein und es verbleibt nach erfolgreicher Korrektur ein weiter Weg, bis die Wirtschaftsleistung wieder das Vorkrisenniveau erreicht. Das oft schwache Wachstum in den GIPSZ-Staaten ist mit dem Entschuldungsprozess zu erklären, der sowohl in diesen Ländern als auch in anderen Volkswirtschaften der Eurozone stattfindet, die Leistungsbilanzdefizite abbauen mussten (vgl. Lamine 2010, S. 5). Privatsektor und Staat verzichten auf Investitionen und Konsum, hemmen so die Nachfrage und verzögern die Erholung. Aufgrund der im historischen Vergleich besonders hohen Defizite sowie des schlechten wirtschaftlichen Umfelds zum Zeitpunkt der Bereinigung, verlangsamte sich das Wachstum während der jüngsten Korrekturen stärker als in früheren Episoden.

Spar- und Investitionsquoten

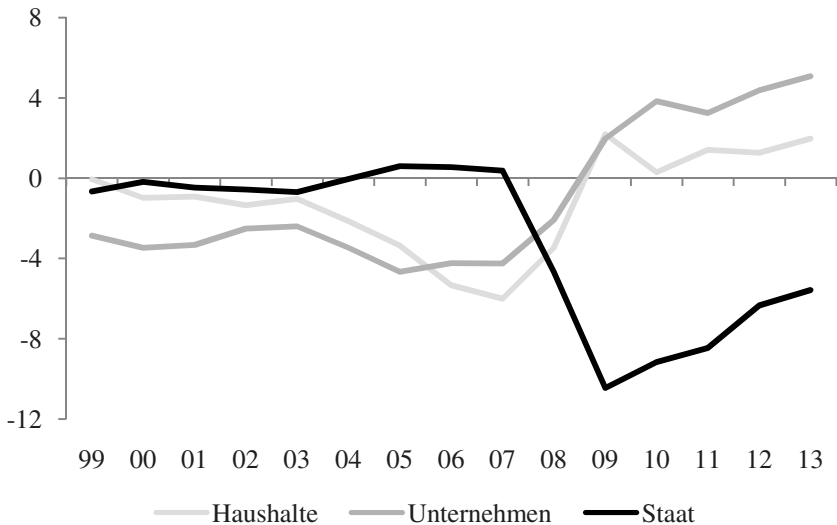
Ebenso wie in früheren Episoden verbesserten sich die Leistungsbilanzen in der Schuldenkrise in erster Linie über sinkende Investitionen. Obwohl also u.a. zu geringe Sparquoten eine Ursache übermäßiger Defizite waren, gelang der Abbau dieser Defizite über Investitionen (vgl. Atoyan/Manning/Rahman 2013, S. 6). Trotz zwischenzeitlicher Erholung lagen die Sparquoten im Durchschnitt der GIPSZ-Länder 2013 unter dem Niveau zu Zeiten des Defizitaufbaus. Die Inves-

⁶⁴

Diese Daten sind der World Input Output Database entnommen. Da noch keine ausreichend aktuellen Daten zur Verfügung standen, konnten diese Werte nicht mit aktuellen Zahlen nach der Anpassung verglichen werden. Die Tatsache, dass Konsumimporte der GIPSZ-Staaten im Durchschnitt nicht höher liegen als in Überschussländern, ist vor allem auf niedrige Konsumimporte in Irland zurückzuführen.

titionsquoten brachen dagegen drastisch ein, im Mittel von über 29% auf 17% im Jahr 2013 (Abbildung 6), und fielen auf das Niveau der Sparquoten.

Abbildung 14: Nettosparquoten in den GIPSZ-Ländern nach Sektoren
Sektorale Nettosparquoten, GIPSZ-Staaten, % BIP



Quelle: Eurostat

Für die Verbesserung der Leistungsbilanz war der Privatsektor maßgeblich (Abbildung 14). Private Haushalte veränderten ihre Ersparnisbildung nicht nennenswert, hielten sich aber mit Investitionen zurück, u.a. aufgrund der Abkühlung auf Immobilienmärkten. Unternehmen haben in der Finanzkrise ihre Investitionen gesenkt und danach nicht wieder erhöht. Gleichzeitig konsolidierten sie ihre Bilanzen, entschuldeten sich und erhöhten ihre Sparquote um über 4% des BIP. Der Staat hemmte indessen die Bereinigung. Zwar kürzte er angesichts des gestiegenen Spardrucks Investitionen. Wegen der hohen Arbeitslosigkeit nach der Finanzkrise ging seine Ersparnisbildung aber von 5% des BIP auf fast -6% im Jahr 2009 zurück (2009 entsprach dies einer Nettosparquote von ca. -10%) und erholte sich anschließend nur mäßig. Erst bei einer Normalisierung der

wirtschaftlichen Lage wird es dem staatlichen Sektor möglich sein, zur Verbesserung der Leistungsbilanz beizutragen. Die Entwicklung der sektoralen Finanzierungssalden entspricht derjenigen in vergangenen Korrekturperioden.

Kapitalströme und sudden stops

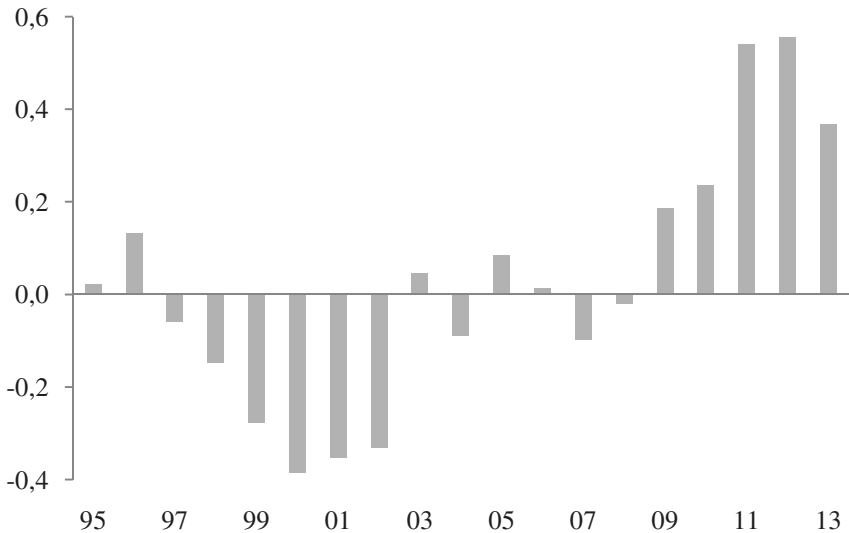
Der Abbau eines übermäßigen Leistungsbilanzdefizits geht mit einer entsprechenden Umkehr in der Kapitalbilanz einher. Wie Kapitel 2.1.2 darlegte, trugen Kapitalströme zum Aufbau persistenter Defizite in der Euro-Peripherie bei. Allgemein spielen Kapitalströme bei der Korrektur von Defiziten ebenfalls eine Rolle. Mitunter kann, wie bei einem sudden stop, aufgrund übermäßiger Verschuldung das Investorenvertrauen abnehmen und eine Umkehr der Kapitalströme bewirken. In diesem Fall wird Kapital knapp und Importen die Finanzierung entzogen. So können Veränderungen in der Kapitalbilanz eine Korrektur in der Leistungsbilanz erzwingen (vgl. Tressel/Wang 2014, S. 6). Tatsächlich kehrten sich Finanzströme in der Krise um. Zuvor floss ein großer Teil der Gelder in Form von Interbankkrediten zu (vgl. EU Kommission 2012b, S. 19). In der Krise wurden Vermögenswerte im Ausland dann verkauft. Insbesondere Banken zogen Kapital ab, um ihre Liquidität sicherzustellen. Da primär Vermögenswerte in Ländern abgestoßen wurden, deren Schuldentragfähigkeit in Zweifel stand, floss privates Kapital aus der Peripherie zurück in den Kern der Eurozone (vgl. ebd., S. 52, Hobza/Zeugner 2014, S. 15).

Wie Abbildung 8 zeigte, gingen in den GIPSZ-Staaten nach 2008 vor allem Portfolio- und sonstige Investitionen zurück. Dieses Muster ist typisch für Defizitbereinigungen in der Leistungsbilanz (vgl. Freund/Warnock 2005, S. 3). Die Kapitalbilanz verschlechterte sich zwischen 2008 und 2013 im Mittel von 4% des BIP auf -1,5%. Durch die Umkehr der Finanzströme löste ein "home bias" den bis 2008 beobachteten euro bias ab: Ersparnisse flossen nicht mehr in das EWU-Ausland, sondern wurden vermehrt im Inland investiert. Vor allem grenzüberschreitende Interbankkredite ebten ab (vgl. Hobza/Zeugner 2014, S. 13). Während vor der Finanzkrise das Feldstein-Horioka-Paradoxon (s. Kapitel 3.1)

nicht sehr ausgeprägt war, trat es ab 2009 deutlicher in Erscheinung (vgl. EU Kommission 2012b, S. 59 f.). Die Korrelation zwischen Ersparnissen und heimischen Investitionen in den Gründungsmitgliedern des Euroraums erhöhte sich merklich (Abbildung 15).

Abbildung 15: Feldstein-Horioka-Paradoxon im Euroraum

Korrelationskoeffizient Spar- und Investitionsquote, Gründungsmitglieder EWU



Quelle: Eurostat & eigene Berechnungen

Zuflüsse privaten Kapitals in der Euro-Peripherie haben nach der Finanzkrise derart drastisch abgenommen, dass dies in der Literatur als sudden stop bezeichnet wurde. So floss in Griechenland von 2010 bis 2011 privates Kapital in Höhe von 40% des BIP aus dem Jahr 2007 ab. In Irland waren es von 2008 bis 2011 sogar 70% des 2007-BIP (vgl. Merler/Pisani-Ferry 2012, S. 5 f.).⁶⁵ Aller-

⁶⁵

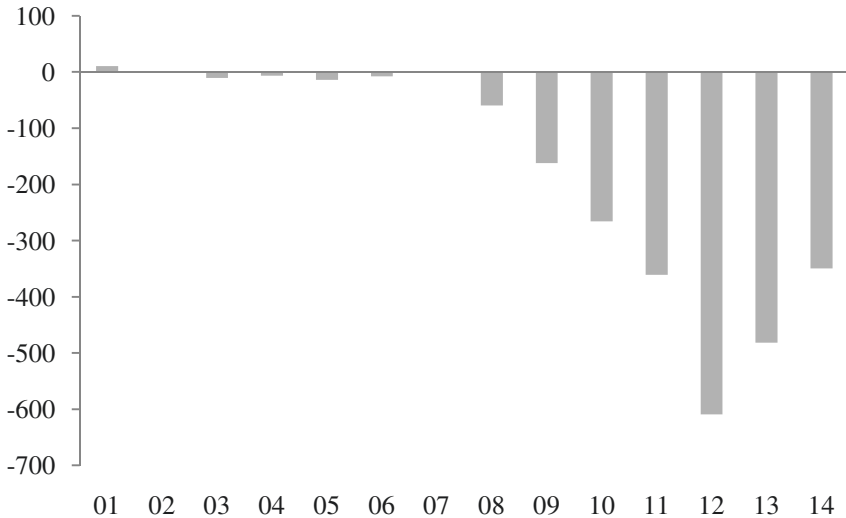
Merler/Pisani-Ferry (2012, S. 7) identifizieren bis zum Ende des Jahres 2011 drei Phasen von sudden stops in der Eurozone: 1) im Herbst 2008 in Griechenland und Irland im Zuge der Finanzkrise, 2) im Sommer 2010 in Griechenland, Portugal und Irland in Zusammenhang mit dem Hilfspaket für Griechenland und befürchteten Ansteckungseffek-

dings verfügt die Eurozone mit dem TARGET-System ("Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System") über einen entsprechenden Puffer (vgl. ebd., S. 9). In diesem System werden täglich grenzüberschreitende Kapitalbewegungen im Euroraum ausgeglichen. Verlieren Investoren das Vertrauen in die Solvenz einer Volkswirtschaft, stehen üblicherweise Kapitalabflüssen keine -zuflüsse mehr gegenüber und es kommt früher oder später zum sudden stop. Im TARGET-System wird die Zentralbank des betroffenen Landes vom Eurosystem mit Geld versorgt und baut damit gegenüber diesem Verbindlichkeiten auf (vgl. ebd., S. 3 ff.). Die Nettoverbindlichkeiten der nationalen Zentralbanken gegenüber dem Rest des Eurosystems sind in den TARGET2-Salden erfasst. Nach der Finanzkrise sind diese Salden aufgrund von Mittelabflüssen in Krisenländern stark angestiegen (Abbildung 16). Diese Mittel wurden zum Preis von Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem durch frisches Kapital ersetzt. Insofern wurde über öffentliche Gelder ein Ausgleich für abfließende private Mittel geschaffen, sodass es nicht zu einem wirklichen sudden stop kommen konnte (vgl. EU Kommission 2012b, S. 50 f.).

ten, 3) im Herbst 2011 in Italien, Spanien und Portugal auf dem Höhepunkt der Schuldenkrise.

Abbildung 16: TARGET2-Salden in den GIPSZ-Ländern

TARGET2-Salden, GIPSZ-Staaten, EUR Mrd.



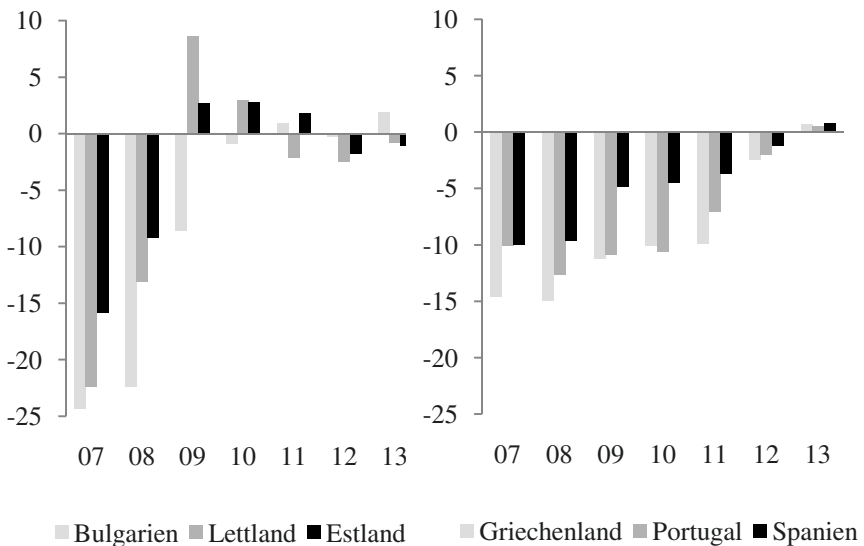
Quelle: EZB

Hätte kein öffentliches Kapital bereit gestanden, wäre die oben dargestellte Verschlechterung der Kapitalbilanz heftiger ausgefallen (vgl. ebd., S. 20). Neben den Finanzströmen innerhalb des TARGET-Systems floss Krisenländern Kapital über weitere Kanäle zu: Banken profitierten von Liquiditätsspritzen im Rahmen des Ankaufprogramms für Staatsanleihen SMP ("Securities Markets Programme") der EZB. Weiterhin gab es offizielle finanzielle Unterstützung von der EU und dem IWF (vgl. Merler/Pisani-Ferry 2012, S. 8, Hobza/Zeugner 2014, S. 13). Diese Maßnahmen verhinderten sudden stops innerhalb der Eurozone und halfen "persistente Leistungsbilanzdefizite in einem Umfeld aufrecht zu halten, in dem Finanzmärkte dazu nicht mehr gewillt waren" (Merler/Pisani-Ferry 2012, S. 8 f.). Wären die Krisenländer nicht Teil der Währungsunion, hätten die Korrekturen in der Leistungsbilanz also drastischer ausfallen müssen und entsprechend höhere Kosten in Bezug auf Wirtschaftswachstum und Arbeitslosigkeit mit sich gebracht.

Ein Vergleich kürzlich erfolgter Defizitkorrekturen innerhalb und außerhalb der Eurozone verdeutlicht den Unterschied zwischen einem echten sudden stop und dem Abfluss privaten Kapitals, das durch öffentliches ersetzt wird. Die drei EU-Staaten mit den größten Defiziten außerhalb des Euros 2007 waren Bulgarien, Lettland und Estland. Ihr Pendant innerhalb der Eurozone waren Griechenland, Portugal und Spanien. Während die Euromitglieder sechs Jahre für die Bereinigung benötigten, befand sich der Saldo Lettlands und Estlands bereits 2009 im Plus und Bulgarien wies 2010 nur noch ein Minus unter 1% des BIP auf (Abbildung 17). Die deutlich schnellere Korrektur außerhalb der EWU resultierte einerseits aus der Möglichkeit, die Währung nominal abzuwerten, und andererseits aus den plötzlichen Abflüssen von Kapital, für das es hier keinen Ersatz gab (vgl. ebd., S. 3, Atoyan/Manning/Rahman 2013, S. 5 f.).

Abbildung 17: Korrekturen innerhalb und außerhalb der Eurozone

Leistungsbilanzsalden, % BIP



Quelle: Eurostat, in Anlehnung an Merler/Pisani-Ferry (2012, S. 3)

Auch nach der Finanzkrise hat die Nutzung des starken Euros als Zahlungsmittel einen kontrollierten Defizitabbau unter Vermeidung eines sudden stops ermöglicht. So verursachte das "Fed-Tapering", also die Ankündigung der US-amerikanischen Notenbank im Mai 2013, aus der ultralockeren Geldpolitik auszusteigen, in einigen Schwellenländern Kapitalabflüsse und scharfe Abwertungen. Zwar entspannte sich die Lage wieder, temporär waren einige Länder aber von sudden stops und entsprechendem Bedarf, eine bedeutende Leistungsbilanzkorrektur vorzunehmen, bedroht (vgl. IWF 2014, S. 12 ff.). Einen solchen Druck verspürten Euro-Mitgliedsländer nicht – der Euro erwies sich als deutlich robuster als es nationale Währungen vor allem der kleineren Volkswirtschaften hätten.

Allerdings kann man das Auffangnetz öffentlicher Kapitalströme in der EWU statt als Segen auch als Fluch sehen. Einerseits zwangen ausländische Investoren die GIPSZ-Länder nicht zu drastischen Korrekturen, die große Wachstums- einbußen mit sich gebracht hätten. Die Krisenländer konnten das Tempo ihrer Anpassung selbst bestimmen. Andererseits waren auch die langgezogenen Bereinigungen der GIPSZ-Staaten durch heftige Rezessionen geprägt. Im Nachhinein lässt sich nicht sagen, ob ein kurzer und heftiger Schnitt, nach dem eine zügige Erholung hätte einsetzen können, nicht die bessere Lösung gewesen wäre.

2.3.3 Zyklizität in der Leistungsbilanz und nachhaltige Korrekturen

Laut IWF gehen die bisherigen strukturellen Erfolge im Defizitabbau der GIPSZ-Staaten nicht weit genug. Gleichzeitig sind weitere Fortschritte in der preislichen Wettbewerbsfähigkeit angesichts des Umfelds niedriger Inflation im Euroraum schwierig zu realisieren. Der IWF warnt, dass ein Teil der bisherigen Verbesserungen auf zyklischen Entwicklungen basiert. Durch die Rezessionen sind mittelfristige Einkommenserwartungen gesunken und der Konsum ging

zurück (vgl. IWF 2014, S. 32). Eine Normalisierung des Wachstums dürfte die Unsicherheit und Konsumzurückhaltung beenden und die Leistungsbilanzen der Krisenländer wieder verschlechtern (vgl. EZB 2010a, S. 101). Da die GIPSZ-Länder ihre Defizite über den Importkanal abgebaut und eine starke Wachstumsverlangsamung in Kauf genommen haben, ist eine primär zyklisch bedingte Verbesserung wahrscheinlich und die Gefahr groß, dass sie nur kurz anhält. Für eine nachhaltige Anpassung bedarf es einer Reallokation der Ressourcen vom binnenwirtschaftlichen Sektor zur Produktion handelbarer Güter (vgl. Tressel/Wang 2014, S. 4).

Die Wahrscheinlichkeit eines rein zyklischen Ursachen geschuldeten Defizitabbaus lässt sich anhand konjunkturbereinigter Leistungsbilanzsalden abschätzen. Der IWF bereinigt die Leistungsbilanz um Konjunktüreinflüsse, indem er die Bedeutung ihrer Bestimmungsfaktoren empirisch ermittelt (vgl. IWF 2013, Tressel/Wang 2014, S. 17). Regressionskoeffizienten quantifizieren diese Bedeutung. Anschließend wird für die Determinanten, die sensibel auf zyklische Schwankungen reagieren, z.B. die Produktionslücke oder Rohstoffpreise, die Abweichung von ihrem langfristigen Mittelwert berechnet. Diese Abweichungen werden mit den jeweiligen Regressionskoeffizienten multipliziert, um zu ermitteln, um wie viel Prozent des BIP der Leistungsbilanzsaldo besser oder schlechter liegen würde, wenn die Werte der zyklischen Faktoren ihrem langfristigen Mittel entsprächen. Schätzungen des IWF ergeben, dass der konjunkturbereinigte Saldo Griechenlands 2012 3 Prozentpunkte schlechter lag als der offiziell ausgewiesene. In Portugal und Spanien betrug die Abweichung 1,5 Prozentpunkte, in Irland war sie zu vernachlässigen (vgl. Kang/Shambaugh 2014, S. 24). Tressel/Wang (2014, S. 19 f.) schätzen, dass knapp zwei Drittel der Verbesserung in der Leistungsbilanz zwischen 2007 und 2012 in Griechenland auf zyklischen Entwicklungen beruht. In Irland ist es nach ihren Ergebnissen die Hälfte, in Spanien sind es 30%. In Portugal geht die Korrektur dagegen stärker auf strukturelle Fortschritte zurück.⁶⁶

⁶⁶

Eigene Berechnungen auf Basis der empirischen Analyse in Kapitel 4.4.2 ergeben, dass im Jahr 2014 nur noch die Leistungsbilanz Zyperns konjunkturbedingt signifikant ver-

Sektorale Reallokation der Ressourcen ermöglicht nachhaltige Anpassung

Den größten Beitrag zu einer nachhaltigen Korrektur liefert eine sektorale Reallokation der Ressourcen. Lediglich Konsumausgaben und damit Importe zu verringern führt nur zu einer temporären Erleichterung. Aufgrund der weltweiten Handelbarkeit der Produkte gleichen sich zudem die internationalen Preise für handelbare Güter einander immer wieder an. Mit relativer Deflation gegenüber den Handelspartnern lässt sich daher i.d.R. nur für begrenzte Zeit ein Vorteil erzielen. Für eine nachhaltige Bereinigung muss die Nachfrage dauerhaft von Importen zu heimischer Produktion umgelenkt werden. Dafür bedarf es einer Verschiebung in der Produktionsstruktur: Weniger nicht-handelbare und mehr handelbare Güter müssen hergestellt werden. Um dies zu erreichen, müssen sich Löhne und Preise zwischen den Sektoren anpassen (vgl. Buti/Turrini 2012, S. 3). In der Literatur vernachlässigen Volkswirte die Verbindung zwischen Wirtschaftsstruktur und Leistungsbilanz oft. Sie gehen davon aus, dass ein Defizit ausschließlich über Veränderungen auf der Nachfrageseite, z.B. bei Wechselkursen und Wirtschaftswachstum, abgebaut wird (vgl. EU Kommission 2011a, S. 28). Dabei erfolgt ein Defizitabbau i.d.R. zumindest zu einem gewissen Grad auch durch Anpassungen auf der Angebotsseite (vgl. Engler/Fidora/Thimann 2007, S. 10).⁶⁷

Ein Beitrag der Angebotsseite verringert nicht nur die Wahrscheinlichkeit, dass sich schnell wieder ein neues Defizit einstellt, sondern erleichtert auch den Defizitabbau. Engler/Fidora/Thimann (ebd., S. 8 f. & 19) ermitteln, dass die Wäh-

zerrt war. Hätte das BIP-Wachstum des Landes 2014 so hoch gelegen wie im letzten übergeordneten Konjunkturzyklus, wäre die Leistungsbilanz 2,5 Prozentpunkte schlechter ausgefallen. Aufgrund des zuletzt mäßigen Wachstums in Griechenland und Spanien, können die Bilanzen dieser beiden Volkswirtschaften als um 1 Prozentpunkt positiv verzerrt angesehen werden. In Irland und Portugal hat sich das Wachstum bereits normalisiert und die aktuellen Überschüsse von 6% bzw. 1% des BIP sind nicht durch konjunkturelle Einflüsse verzerrt.

67

Nach Meinung des ehemaligen Notenbankchefs der Federal Reserve Bernanke gilt dies auch für das persistente Defizit der USA. Nach Bernanke (2007) beinhaltet eine irgendwann notwendige Korrektur "eine Verschiebung von Ressourcen aus Sektoren, die nicht-handelbare Güter und Dienstleistungen produzieren, in Sektoren, die handelbare Produkte herstellen".

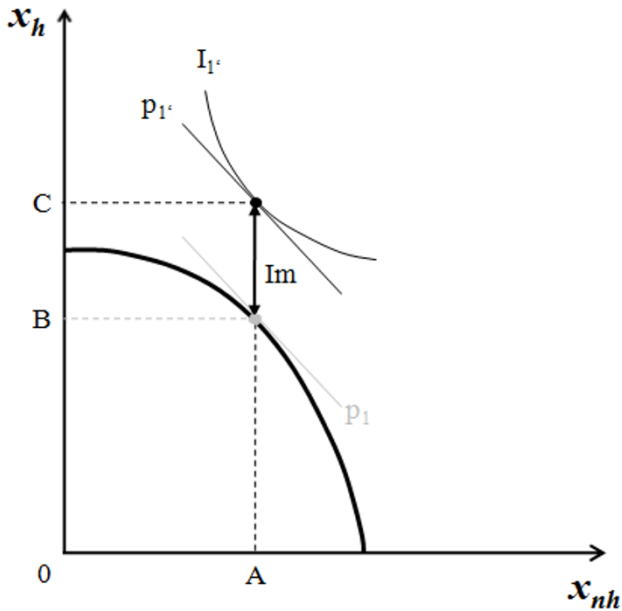
rung zur Bereinigung eines Defizits, je nach Ausgestaltung weiterer Parameter, nur etwa halb so stark abwerten muss, wenn Angebotsveränderungen die Korrektur unterstützen. Aufgrund des Trade-offs zwischen Abwertung und Wachstumsverlangsamung im Defizitabbau (s. Kapitel 2.3.1) bedeutet dies gleichzeitig, dass eine Korrektur unter Beteiligung der Angebotsseite geringere Wachstumseinbußen mit sich bringt.

Die Auswirkungen eines persistenten Defizits auf die Wirtschaftsstruktur einer Volkswirtschaft sowie die erforderlichen Anpassungen beim Abbau dieses Defizits lassen sich in einem einfachen grafischen Modell verdeutlichen (Abbildung 18a).⁶⁸ Dieses Modell stellt eine Volkswirtschaft dar, die zwei Güter produziert, eines davon handelbar (x_h) und eines nicht handelbar (x_{nh}). Das Preisverhältnis der beiden Güter ist durch die Relativpreisgerade p_1 gegeben. Die Preise entscheiden darüber, welche Mengen der beiden Güter hergestellt werden. In der Ausgangssituation produziert die Wirtschaft die Menge $\overline{OA}$ des nicht-handelbaren Gutes und die Menge $\overline{OB}$ des handelbaren Gutes. Da x_{nh} nicht gehandelt werden kann, entsprechen sich Produktion und Konsum automatisch. In einer offenen Volkswirtschaft muss der Konsum des handelbaren Gutes nicht mit seiner Produktionsmenge übereinstimmen. Im dargestellten Fall eines Leistungsbilanzdefizits konsumiert eine Volkswirtschaft mehr vom handelbaren Gut als sie selbst herstellt. Unter der Annahme, dass es sich um ein kleines Land handelt, das den Weltmarktpreis nicht beeinflussen kann, zeigt eine Parallelverschiebung der Relativpreisgerade mögliche Konsumpunkte an. Zur Relativpreisgerade p_1' gehört die Indifferenzkurve I_1' .⁶⁹ Der Nachfrageüberschuss in Höhe der Strecke $\overline{BC}$ entspricht der Importmenge.

⁶⁸ Dieses Modell ist angelehnt an die Arbeit von Razin (1984, S. 137 ff.).

⁶⁹ In einem Überschussland läge der Konsumpunkt unter dem Produktionspunkt, also innerhalb der Transformationskurve. Dies beschreibt allgemein eine ineffiziente Situation. Das Nutzenniveau eines Nettoexporteurs würde sowohl das eines Defizitlandes sowie einer autarken Wirtschaft unterschreiten. In dem dargestellten Modell zieht eine Volkswirtschaft nur aus dem Konsum von Gütern Nutzen und es wird jeweils nur eine Periode betrachtet. Freilich bildet ein Überschussland durch Konsumverzicht und Exporte Ersparnisse, die in künftigen Perioden einen höheren Konsum ermöglichen. Ebenso muss ein Defizitland vorher Ersparnisse gebildet haben oder sich für Nettoimporte im Ausland verschulden. Von diesen Zusammenhängen abstrahiert dieses einfache Modell.

Abbildung 18a: Transformationskurve, Ausgangslage



Quelle: eigene Darstellung

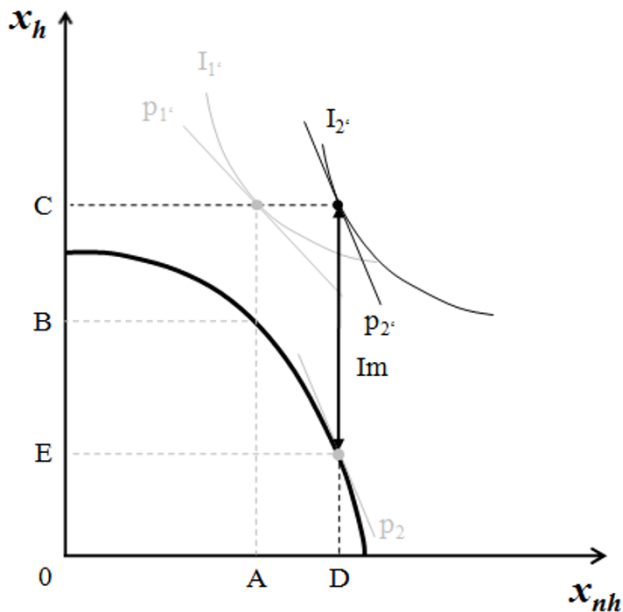
Nun wird angenommen, dass es durch Kapitalzuflüsse zu einer höheren Binnen- nachfrage und einem Boom kommt. Der Nachfrageüberhang bedingt steigende Güterpreise. Angesichts ungleich intensiven Wettbewerbs bei handelbaren und nicht-handelbaren Gütern wirkt der Preisdruck jedoch unterschiedlich stark innerhalb der Volkswirtschaft. Der Preissetzungsspielraum bei nicht-handelbaren Gütern ist i.d.R. höher, daher legen Preise hier überproportional zu (vgl. EU Kommission 2011a, S. 28 f.). Ferner ist der Sektor nicht-handelbarer Güter auf die boomende Binnenwirtschaft ausgerichtet, in der die Nachfrage dynamisch wächst, während handelbare Güter auch in den langsamer zulegenden Weltmarkt geliefert werden. Die gedrehte Relativpreisgerade p_2 bildet unterschiedliche Preisentwicklungen ab (Abbildung 18b).⁷⁰

⁷⁰

Die Tatsache, dass sich handelbare Güter relativ vergünstigen bedeutet nicht, dass die Volkswirtschaft wettbewerbsfähiger würde. Die Preise handelbarer Güter sinken nicht absolut, sondern nur relativ zu nicht-handelbaren Gütern. Im Gegenteil: Durch hohes

Der optimale Produktionspunkt liegt wieder im Schnittpunkt der Tangente mit der Transformationskurve. Die Produktion hat sich zu nicht-handelbaren Gütern hin verschoben. Denn durch den Preisanstieg hat sich die Marge für Hersteller erhöht und die Produktion ist rentabler geworden. Daher werden nun mehr Einheiten des Gutes x_{nh} produziert und dafür auf Produktion von x_h verzichtet. Die Menge an produzierten und konsumierten nicht-handelbaren Erzeugnissen entspricht der Strecke $\overline{OD}$. Unter der Annahme, dass sich der Konsum handelbarer Güter nicht verändert und weiter durch die Strecke $\overline{OC}$ gegeben ist, muss nun eine größere Menge importiert werden und das Außenhandelsdefizit vergrößert sich.

Abbildung 18b: Transformationskurve, Fokus auf die Binnenwirtschaft



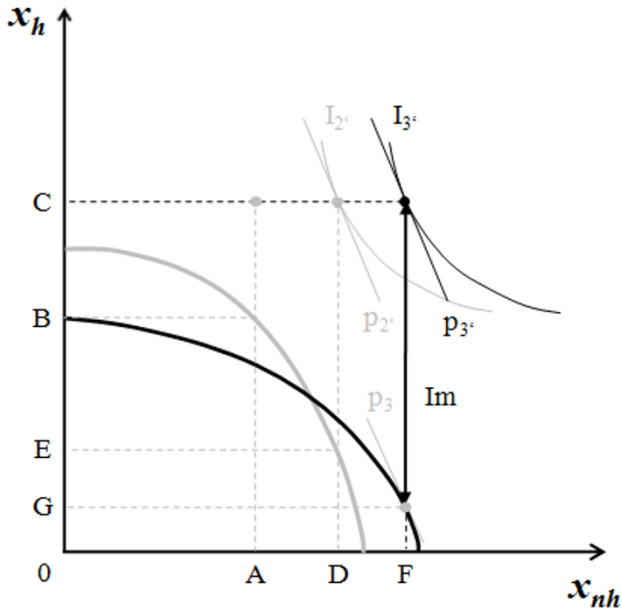
Quelle: eigene Darstellung

Lohnwachstum in Folge des Booms ist anzunehmen, dass sich die Preise für handelbare Güter im Vergleich zu Handelspartnern erhöhen.

Mit der Zeit verschiebt sich das Angebot der Volkswirtschaft zunehmend in Richtung nicht-handelbarer Güter.⁷¹ Je länger diese Situation besteht, je persistenter also das Leistungsbilanzdefizit, desto eher kommt es zu einer Reallokation von Ressourcen (vgl. ebd., S. 29). Abbildung 18c verdeutlicht dies anhand einer asymmetrisch verschobenen Transformationskurve. In der neuen Situation lassen sich mehr nicht-handelbare Güter herstellen, weil angesichts des gestiegenen Preises mehr Betriebe in der Lage sind, kostendeckend Produkte anzubieten. Zudem wurden die Zuflüsse ausländischen Kapitals für Investitionen in die boomende Binnenwirtschaft und die Herstellung des Gutes x_{nh} genutzt. Umgekehrt verringern sich die Kapazitäten in der Produktion des handelbaren Gutes. Denn Löhne und Preise haben in Folge der Überhitzung zugenommen und die Wettbewerbsfähigkeit dieses Sektors verschlechtert, sodass er sich nach und nach verkleinert (vgl. Atoyan/Manning/Rahman 2013, S. 3).⁷² Die Menge an konsumierten nicht-handelbaren Gütern erhöht sich auf die Strecke $\overline{OF}$. Der Import wächst um die Strecke $\overline{GE}$. Dies basiert abermals auf der Annahme, dass die gleiche Menge x_h konsumiert wird wie vorher und weitere Importe möglich sind. Dafür muss die Volkswirtschaft entweder im Vorfeld Ersparnisse angesammelt haben oder es muss ihr möglich sein, sich weiter im Ausland zu verschulden.

⁷¹ Rowthorn/Ramaswamy (1997, S. 11 & 17 ff.) und Rowthorn/Coutts (2004, S. 5 ff.) identifizieren einen Einfluss der Außenhandelsbilanz auf die Wirtschaftsstruktur einer Volkswirtschaft.

⁷² Unter der Annahme, dass die Angebotserhöhung bei nicht-handelbaren Gütern der gestiegenen Nachfrage entspricht, bleiben die Relativpreise zwischen x_h und x_{nh} konstant.

Abbildung 18c: Transformationskurve, sektorale Reallokation

Quelle: eigene Darstellung

Im Zuge dieser sektoralen Anpassungen hat sich das Leistungsbilanzdefizit ausgeweitet. Für eine Korrektur muss die Volkswirtschaft sparen und ihren Konsum handelbarer Güter einschränken, um die Importmenge zu reduzieren. Um das inzwischen hohe Defizit abzubauen, kann allerdings eine erneute Reallokation der Ressourcen notwendig sein, die die in Folge der Überhitzung eingetretene Verzerrung der sektoralen Struktur rückgängig macht. Für solch eine Reallokation muss die Herstellung von handelbaren Gütern attraktiver werden. Sie müssen sich relativ zu nicht-handelbaren Gütern verteuern (vgl. Ruscher/Wolff 2009, Buti/Turrini 2012, S. 7, Tressel/Wang 2014, S. 3 f.).⁷³ Vermehrtes Sparen und Konsumverzicht können diese Preisveränderungen herbeiführen. Der resultierende Angebotsüberhang würde einen Preisverfall auslösen,

⁷³

Gleichzeitig muss sich das handelbare Gut vergünstigen, um international wettbewerbsfähiger zu werden. In Summe muss also der Preis für das handelbare Gut sinken und derjenige für das nicht-handelbare Gut noch stärker fallen (vgl. Tressel/Wang 2014, S. 10).

der den Sektor nicht-handelbarer Güter stärker träfe, da er direkt von der Binnenwirtschaft abhängt. Der Sektor handelbarer Güter würde dagegen durch den Weltmarkt stabilisiert. Sowohl Nachfrage als auch Preise des Gutes x_{nh} würden überproportional zurückgehen. In der Grafik würde sich dies in einer flacheren Relativpreisgerade äußern, die den Produktionspunkt in Richtung handelbarer Güter verschiebt. In der Folge würden sich die zuvor beobachteten Entwicklungen umkehren. Es käme zu einer Verschiebung der Transformationskurve zurück in ihre Ursprungslage und zu einer Reallokation zum Sektor handelbarer Güter (vgl. Engler/Fidora/Thimann 2007, S. 9, EU Kommission 2011a, S. 29 f.).⁷⁴

Empirische Ergebnisse zur sektoralen Reallokation

Die Voraussetzungen für solche Umstrukturierungen schaffen die Krisenländer seit der Finanzkrise. Zwischen 1999 und 2008 legten die Preise für handelbare Güter im Durchschnitt der GIPSZ-Staaten noch um 2,8% p.a. zu, diejenigen von (tendenziell nicht-handelbaren) Dienstleistungen um 3,9% p.a.⁷⁵ Im Zuge dessen hat sich die Wirtschaft zunehmend auf die Produktion nicht-handelbarer Güter ausgerichtet. Seit 2009 ist der Preistrend durchbrochen: Sowohl handelbare Güter als auch Dienstleistungen stiegen seitdem um gut 1% im Preis pro Jahr, in den Überschussländern lag der Preisauftrieb in dieser Zeit bei gut 1,5% pro Jahr. Es hat also tatsächlich eine Entwicklung in den Relativpreisen stattgefunden, auch wenn die Fortschritte bisher maßvoll waren.⁷⁶ Da sich gleichzeitig Lohn-

⁷⁴ Die Wirkung dieses Effekts auf den Außenhandel hängt von den Substitutionsbeziehungen zwischen den Gütern ab, sowohl zwischen handelbaren Gütern des In- und Auslands als auch zwischen handelbaren und nicht-handelbaren Gütern im Inland (vgl. Engler/Fidora/Thimann 2007, S. 9). Der Zusammenhang zwischen dem Relativpreis der beiden Güterklassen und ihrem Anteil an der gesamtwirtschaftlichen Produktion konnte empirisch nachgewiesen werden (vgl. ebd., S. 22).

⁷⁵ Datenquelle für Preisentwicklungen ist das Statistical Data Warehouse der EZB. Hier wird die vereinfachende Annahme getroffen, dass alle Waren handelbar und alle Dienstleistungen nicht handelbar sind.

⁷⁶ Ferner haben einige Krisenländer ihre Arbeitsmärkte flexibilisiert. Indem sie den Kündigungsschutz lockerten und andere Rigiditäten, die die Ressourcenreallokation behindern, beseitigten, schufen sie die Voraussetzungen für eine intersektorale Wanderung von Arbeitskräften (vgl. Lamine 2010, S. 3).

stückkosten verringert haben, sind die erzielbaren Margen in der Herstellung handelbarer Güter gestiegen (vgl. Tressel/Wang 2014, S. 12).

In der Literatur konstatieren Volkswirte, dass sich die veränderten Relativpreise bisher nicht merklich auf die sektorale Struktur der Krisenländer ausgewirkt haben (vgl. ebd., S. 11 f.). Hier ist entscheidend, welche Indikatoren und Zeiträume herangezogen werden, um dies zu beurteilen. Oft messen Ökonomen die Reallokation von Ressourcen anhand des Wachstums der Bruttowertschöpfung oder der Beschäftigung in den Sektoren. In den GIPSZ-Ländern nahm die Bruttowertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe, das handelbare Güter herstellt, zwischen 2009 und 2014 um insgesamt 17% ab. Im größtenteils auf die Binnenwirtschaft ausgerichteten Tertiärsektor betrug das Minus gerade einmal 1,5%. Offensichtlich verliert der Sektor handelbarer Güter weiter an Bedeutung. Allerdings ist der allgemeine Trend zur Tertiarisierung in entwickelten Volkswirtschaften zu berücksichtigen. Seit Jahrzehnten erreichen Dienstleistungen höhere Wachstumsraten als die Industrie. Insofern ist das Ungleichgewicht seit der Finanzkrise nicht überraschend. Ob eine Reallokation im Sinne einer Verlangsamung dieses Trends stattfindet, sollte man durch einen Vergleich des Bruttowertschöpfungswachstums vor und nach der Anpassung messen. Dieser Vergleich zeigt, dass sich das industrielle Wachstum nach der Finanzkrise im GIPSZ-Durchschnitt gegenüber dem Zeitraum 1999 bis 2008 um 8% pro Jahr verlangsamt hat, genau wie bei Dienstleistungen. Wesentliche Fortschritte bei der Reallokation der Ressourcen hin zum Sektor handelbarer Güter blieben bislang also tatsächlich aus.

Indes überrascht nicht, dass die Reallokation noch nicht fortgeschritten ist, da Strukturwandel ein langfristiger Prozess ist (s. Kapitel 6.2.1). Ferner sind Phasen schwachen Wachstums, wie sie in den GIPSZ-Ländern zuletzt auftraten, i.d.R. mit einem beschleunigten Bedeutungsverlust der Industrie verbunden. Denn die Industrieproduktion reagiert sensibler auf eine konjunkturelle Abkühlung als Dienstleister (s. Kapitel 3.3.3). Klammert man bspw. das Jahr der schweren realwirtschaftlichen Krise 2009 aus, verlangsamte sich das Wachstum

bis 2014 in der Industrie nur um 6,5% p.a. gegenüber 8% bei Dienstleistungen. Erste Fortschritte im Strukturwandel könnten also in den kommenden Jahren, wenn sich das Wachstum in den Krisenländern erholt hat, sichtbar werden.

Craighead/Hineline (2011) untersuchen 14 Phasen eines Defizitabbaus in OECD-Ländern zwischen 1982 und 2010 und analysieren die Entwicklung einzelner Branchen. Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene beobachten sie die typische Wachstumsverlangsamung und eine zunehmende Arbeitslosigkeit. Allerdings unterscheiden sich die Entwicklungen je nach Branche (vgl. Craighead/Hineline 2011, S. 9 f.). Die Autoren klassifizieren drei Typen von Wirtschaftszweigen. 1) Die Herstellung bzw. Verarbeitung handelbarer Rohstoffe, z.B. Basismetalle: Auf diese Branchen wirkt die Anpassung wie ein positiver Nachfrageschock, d.h. sie verzeichnen zumeist einen Preis- und Outputanstieg. 2) Hersteller handelbarer Investitionsgüter, z.B. Maschinenbau: Hier wirkt die Bereinigung als negativer Angebotsschock mit Preisanstiegen und Outputrückgängen. Der Outputrückgang setzt unmittelbar mit der Korrektur ein, nach kurzer Zeit erholen sich diese Branchen bereits wieder. 3) Hersteller nicht-handelbarer Güter, z.B. Bauwirtschaft: Diese Sektoren trifft ein negativer Nachfrageschock mit Preis- und Outputrückgängen (vgl. ebd., S. 15 f.).

Unterteilt man Branchen nach der Handelbarkeit ihrer Produkte, zeigt sich in der Tendenz eine stärkere Belastung von Herstellern nicht-handelbarer Güter. Ein deutliches Bild gibt es bei den Preisentwicklungen: Relative Preisanstiege verzeichneten Sektoren handelbarer Güter wie die Chemieindustrie. Der stärkste relative Preisverfall fand in Branchen statt, die nicht-handelbare Güter herstellen wie die Bauwirtschaft (vgl. ebd., S. 14 f.). In der Summe stellen die Autoren fest, dass mit der Bereinigung eines Defizits sowohl eine Relativpreisänderung als auch ein Strukturwandel zugunsten handelbarer Güter einhergeht (vgl. ebd., S. 2 & 18 f.).

2.4 Ergebnis von Kapitel 2

Die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzsalden der Euroländer haben sich vor der Finanzkrise deutlich ausgeweitet. Während die Summe aus absoluten Überschüssen und Defiziten zuvor bei etwa 2% des BIP der Mitgliedsländer lag, stieg sie im Vorfeld der Krise auf 5% des BIP an. Nationale Defizite erreichten Werte von bis zu 15% des BIP. Zu den Ursachen gehören hohe Kapitalzuflüsse in einigen südeuropäischen Ländern, mit denen z.T. eine übermäßige Binnen- nachfrage finanziert wurde. Relativ zu den Euro-Überschussländern expansive Löhne haben zu hohen Einkommenserwartungen geführt und den Konsum gestärkt. Gleichzeitig verminderten sie die Wettbewerbsfähigkeit in der Peripherie. Als Resultat hoher und persistenter Defizite haben sich die Nettoauslandsverbindlichkeiten in den GIPSZ-Ländern zwischen 2004 und 2008 von 50% auf 78% des BIP erhöht. Durch die Finanz- und die Schuldenkrise wuchsen sie bis 2013 weiter auf 101% des BIP an.

Angesichts dieser Entwicklung war die Schuldentragfähigkeit einiger Länder nicht mehr gegeben und die Leistungsbilanzdefizite mussten abgebaut werden. Dies brachte im Mittel eine Verlangsamung des realen BIP-Wachstums um 6 Prozentpunkte mit sich. Allerdings unterscheiden sich Anpassungen von Volkswirtschaften mit großem Industriesektor von solchen bei geringeren Industriekapazitäten. Industriell geprägte Länder können ihre Defizite stärker über die Exportseite bereinigen, während auf Dienstleistungen ausgerichtete Volkswirtschaften die Korrektur primär über den Import erreichen. Dies traf in der Schuldenkrise auch auf die GIPSZ-Staaten zu: Hier gingen die Importe im Zuge eines breiten Nachfrageeinbruchs real um 12% zurück, wohingegen sie in den Überschussländern im gleichen Zeitraum um 14% zulegten. Entsprechend belasten die Leistungsbilanzkorrekturen in dienstleistungsgeprägten Ländern das Wirtschaftswachstum überproportional. Dies kann als Indiz dafür gesehen werden, dass sektorale Wirtschaftsstrukturen beim Abbau von Leistungsbilanzdefiziten bedeutsam sind.

Angesichts des Einflusses der Konjunkturlage auf die Leistungsbilanzposition besteht die Gefahr, dass Teile der Verbesserungen in den GIPSZ-Staaten lediglich auf einem vorübergehenden Nachfrageeinbruch basieren und durch einen einsetzenden Aufschwung zunichte gemacht werden. Nachhaltige Korrekturen erfordern neben Anpassungen auf der Nachfrageseite auch Veränderungen der Angebotsstruktur. Eine Relativpreisänderung zulasten des Tertiärsektors lenkt Ressourcen in die Herstellung handelbarer Güter. Dies kann eine Verzerrung und übermäßige Ausrichtung der sektoralen Struktur auf die Binnenwirtschaft rückgängig machen. Bisher ist in den GIPSZ-Ländern jedoch noch keine merkliche Reallokation der Ressourcen zu beobachten.

Wirtschaftsstruktur und Leistungsbilanz

Eine alternative Erklärung für die Ungleichgewichte im
Euroraum

Ehmer, P.

2017, XVIII, 416 S. 57 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-16875-9