

Wagener, Hans-Jürgen; Eger, Thomas

**Conference Paper**

## Interne vs. externe Abwertung: Außenwirtschaftliches Ungleichgewicht im Eurosystem

Beiträge zur Jahrestagung des Ausschusses für Wirtschaftssysteme und Institutionenökonomik im Verein für Socialpolitik: "Die EU-Institutionen im Lichte der Schuldenkrise", 28.-30. September 2014, Göttingen

**Provided in Cooperation with:**

Ausschuss für Wirtschaftssysteme und Institutionenökonomik, Verein für Socialpolitik

*Suggested Citation:* Wagener, Hans-Jürgen; Eger, Thomas (2014) : Interne vs. externe Abwertung: Außenwirtschaftliches Ungleichgewicht im Eurosystem, Beiträge zur Jahrestagung des Ausschusses für Wirtschaftssysteme und Institutionenökonomik im Verein für Socialpolitik: "Die EU-Institutionen im Lichte der Schuldenkrise", 28.-30. September 2014, Göttingen, Verein für Socialpolitik, Ausschuss für Wirtschaftssysteme und Institutionenökonomik, Münster

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/107398>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

**Interne vs. externe Abwertung:**

**Außenwirtschaftliches Ungleichgewicht im Eurosystem**

*Zusammenfassung*

Im Eurosystem herrschte bei Ausbruch der Finanzmarktkrise ein außenwirtschaftliches Ungleichgewicht: Hohen Leistungsbilanzdefiziten im Süden und Osten standen Überschüsse im Norden gegenüber. Die Gemeinschaftswährung macht die quasi automatische Korrektur der Missverhältnisse unmöglich, nämlich nominale Ab- bzw. Aufwertung. Sie erfordert vielmehr schmerzhaft interne Anpassungsprozesse, die in erster Instanz kontraktiv wirken. Das erklärt den verbreiteten Ruf nach teilweiser oder gänzlicher Abkehr vom Euro. Interne oder externe Änderungen des Wechselkurses haben allerdings, wenn sie effektiv sein sollen, gleiche Auswirkungen auf die Realeinkommen und symmetrische Auswirkungen auf die Vermögen. Anpassungen des effektiven Wechselkurses sind darüber hinaus nur dann hilfreich, wenn die Ursache des Ungleichgewichts in der preislichen Wettbewerbsfähigkeit einer Wirtschaft zu suchen ist. Andere Ursachen, z.B. nicht-preisliche Wettbewerbsfaktoren oder eine hohe Diskrepanz zwischen Sparen und Investieren – und die sind im Eurosystem offensichtlich weit verbreitet – erfordern andere Korrekturmaßnahmen.

*1. Einleitung*

Die 2008 aus den Vereinigten Staaten herübergewehrte Finanzmarktkrise wurde recht bald in Eurokrise umgetauft. Damit konnte nicht gemeint sein, dass der Euro als Währung in eine Krise geraten sei. Denn sein innerer und äußerer Wert blieben erstaunlich stabil. Vielmehr war es das System der gemeinsamen Währung, die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion, das, vor die Aufgabe der Finanzmarktstabilisierung gestellt, in seinen Fugen krachte und von den verschiedensten Seiten in Frage gestellt wurde. Ursache für diesen Vertrauensverlust des Systems war der plötzliche Vertrauensverlust im System, d.h. der Gleichgewichts- oder Regimewechsel des Systems, mit dem es in der Finanzmarktkrise die Risikoeinschätzung fundamental änderte (De Grauwe 2012: 113-18; Wagener/Eger 2014: 393-400). Niedrige Zinsen und eine fast unbegrenzte Kreditfinanzierung hatten im ersten Jahrzehnt der EWWU manche private wie öffentliche Schuldner zu übermäßigen Ausgaben Preisblasen führten. Solange der internationale Bankensektor davon überzeugt war, die Refinanzierung dieser Schulden gemeinsam schultern zu können, flossen die Kredite weiter, der Zins blieb niedrig und in allen Euroländern gleich. Das änderte sich schlagartig mit der Insolvenz von Lehman Brothers. Die Preisblasen platzten. Die Banken misstrauten einander, manche gerieten dadurch in Schieflage, die Staaten mussten mit vermehrten Schulden ihre

---

<sup>11</sup> Prof. em. Dr. Hans-Jürgen Wagener, Europa-Universität Viadrina Frankfurt (Oder); Prof. Dr. Thomas Eger, Universität Hamburg.

Banken stützen, und plötzlich wurde das Insolvenzrisiko von Eurostaaten real, was zur Differenzierung der Kreditkosten und der Schuldenlast führte und in einigen Fällen zu internationalen Rettungsoperationen bzw. zu unkonventionellen Maßnahmen der EZB.

Das doppelte Defizit äußert sich in einem chronischen, übermäßigen Haushaltsdefizit mit entsprechend wachsender Staatsverschuldung und einem chronischen, nicht nachhaltigen finanzierbaren Leistungsbilanzdefizit, das die Auslandsverschuldung eines Landes anwachsen lässt. Auch wenn die Ursache der Probleme letztlich überall die gleiche war, nämlich eine zu weit gegangene Liberalisierung der Finanzmärkte und deren Überoptimismus im Boom, haben die Probleme in jedem Land ihre eigene Geschichte. Nicht alle, die nach den Maastricht-Kriterien eine zu hohe Staatsverschuldung aufweisen, leiden unter einem doppelten Defizit. Denn Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten müssen logischerweise auch Länder mit Überschüssen gegenüberstehen. Nicht jede hohe Staatsverschuldung impliziert automatisch eine hohe Nettoauslandsverschuldung. Allerdings hatte die Bruttoverflechtung vor allem des Bankensektors auf Grund der Finanzmarktintegration und der Liberalisierung überall erheblich zugenommen und damit auch die Ansteckungsgefahr, was die Stabilisierungsbemühungen praktisch auf das Gesamtsystem ausweiten musste.

Die Kritik am Euro ist so alt wie seine Geschichte. Doch erst als man dem Bürger glaubhaft machen konnte, seine Steuern würden durch die Stabilisierungsmaßnahmen für übermäßige Ausgaben in andere Länder gelenkt bzw. die von der Union geforderten Stabilisierungsmaßnahmen brächten Rezession und Einkommensverluste, erst dann erreichte die Kritik die Straße und die Wahlurne. In Deutschland konstituierte sich erfolgreich eine Anti-Euro-Partei, deren Vorsitzender formelhaft wiederholt: „Die südeuropäischen Staaten sollen aus dem Euro austreten – das ist der erste wichtige Schritt zu Auflösung des Eurogebietes“ (FAZ.NET Im Gespräch: Bernd Lucke, 30.5.2013). „Ich bin dafür, dass zunächst die Südeuropäer ausscheiden. Man muss die Eurozone geordnet auflösen, sonst verlieren wir hohe Forderungen im Ausland“ (Interview Spiegel, 8.7.2013, S. 13). Ähnlich lautete es von der linken Seite des politischen Spektrums, ein „neues Währungssystem mit stabilen Wechselkursen“ sei unabdingbar (Wagenknecht 2014). Doch auch in der Wissenschaft gibt es starke Stimmen, die den Euro entweder generell für gescheitert ansehen (Streek 2013) oder zumindest einigen Ländern einen Austritt empfehlen (Sinn 2014a, 2014b). Eine eigene Währung, so die übereinstimmende Überzeugung, ermögliche es den betroffenen Ländern vor allem, das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht zu korrigieren und damit die Akkumulierung von Schulden zu stoppen bzw. diese abzubauen. Ganz konkret lautet die Hypothese: Eine eigene Währung erlaubt über externe Auf- oder Abwertung die Reduzierung der Leistungsbilanzsalden auf schmerzloserem, effektiverem und demokratischerem Wege, als dies durch interne Auf- oder Abwertung innerhalb des Eurosystems möglich ist.

Im Folgenden gehen wir der Frage nach, inwieweit eine solche Argumentation gerechtfertigt ist. Dazu ist erst einmal der Begriff des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts zu klären. In Abschnitt 3 werden einige relevante Daten präsentiert, mit deren Hilfe im vierten Abschnitt ein möglicher Bedarf für Auf- oder Abwertungen untersucht werden soll. Abschnitt 5 geht dann auf die Voraussetzungen und Effekte interner und externer Abwertungen ein, denn um diese geht es in der Diskussion vor allem. Zum Schluss folgt eine Zusammenfassung.

## 2. Ungleichgewicht

Zentral für unsere Überlegungen ist der Begriff des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts bzw. Ungleichgewichts. Der ist nun keineswegs eindeutig definiert. Am einfachsten verhält es sich in einem Goldstandardsystem, in dem das Zahlungsbilanzgleichgewicht durch konstante Währungsreserven gekennzeichnet ist und Zu- oder Abflüsse von Gold Änderungen der Geldmenge verursachen. Dadurch in Gang gesetzte Preisniveauänderungen führen automatisch zur Wiederherstellung des Gleichgewichts. So einfach war es in der Realität wohl nie.

Allerdings lässt sich aus diesem Referenzsystem eine wesentliche Voraussetzung für ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht ableiten, dass nämlich von außen keine unerwünschten Einflüsse auf Preisniveau und Vollbeschäftigung ausgehen sollten<sup>2</sup>. Solche Einflüsse können unterschiedlicher Natur sein. Sie lassen sich in erster Instanz an der Leistungsbilanz<sup>3</sup> festmachen, allerdings nicht dergestalt, dass ein positiver oder negativer Leistungsbilanzsaldo *eo ipso* ein Ungleichgewicht indizierte. Denn ein positiver Saldo oder Kapitalexporte mögen erwünscht sein, wo ein hochentwickeltes, demographisch alterndes Land in einem anderen investiert, das sich noch im Aufholprozess befindet und deshalb eine höhere Kapitalproduktivität aufweist. Der negative Saldo und Kapitalimport in letzterem ist solange kein Gleichgewichtsproblem, als diese Importe nachhaltig sind, d.h. durch langfristig geplante Direkt- und Portfolioinvestitionen oder normal über den Kapitalmarkt finanziert werden können.

Letztere Bedingung ist mit Sicherheit dann nicht mehr erfüllt, wenn das Leistungsbilanzdefizit und/oder Abflüsse aus der Kapitalbilanz die Währungsreserven erschöpfen. In einer Währungsunion würde dadurch, ähnlich wie unter dem Goldstandard, die Geldmenge abnehmen, wenn nicht – ja wenn es nicht Rettungsschirme und so etwas wie Target-2 Kredite (Cour-Thimann 2013) gäbe. Beides weist eindeutig auf temporäre außenwirtschaftliche Ungleichgewichte hin.

Der Leistungsbilanzsaldo setzt sich zusammen aus dem Saldo der Handelsbilanz (bzw. dem Außenbeitrag zum Bruttoinlandsprodukt:  $X - M$ ), dem Saldo der Einkommen (EB) aus dem Ausland und dem Saldo der einseitigen Übertragungen (Tr).

---

<sup>2</sup> Bei einem nachhaltig finanzierten Leistungsbilanzdefizit beispielsweise sind diese Gleichgewichtsbedingungen gegeben.

<sup>3</sup> Die Definitionen der VGR sind nicht eindeutig. International hat man sich im System of National Accounts (SNA) darauf geeinigt Leistungs-, Kapital- und Finanzbilanz zu unterscheiden, wobei die Kapitalbilanz im Wesentlichen Vermögensübertragungen enthält. Danach nimmt die Auslandsverschuldung eines Landes zu, wenn Leistungs- plus Kapitalbilanz negativ und die Finanzbilanz bei unveränderten Devisenreserven positiv sind (European Commission 2012: 16). Eurostat folgt dieser Konvention, gebraucht allerdings (nur in den deutschen Erläuterungen) andere Begriffe:

Die Zahlungsbilanz wird in drei breite Unterkategorien untergliedert: die Leistungsbilanz, die Vermögensübertragungsbilanz und die Kapitalbilanz. Die Kapitalbilanz wird in fünf Grundkomponenten untergliedert: Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen, Finanzderivate, sonstige Anlagen und Währungsreserven.

Diesem Sprachgebrauch folgen wir.

$$LB = (X - M) + EB + Tr$$

Alle drei können zu einem Ungleichgewicht beitragen, sie können sich aber auch gegenseitig kompensieren, wenn z.B. Zins- und Dividendeneinnahmen aus dem Ausland eine ungünstige Handelsbilanz ausgleichen. Gleichzeitig besteht der Leistungsbilanzsaldo aus der Differenz von verfügbarem Einkommen und inländischer Absorption:

$$LB = (Y + EB + Tr) - (C + G + I)$$

Rein saldenmechanisch ergibt sich die Identität:

$$LB = S - I$$

Das ist keine theoretische Erklärung, deutet aber an, wo eine solche zu suchen ist. Ein Leistungsbilanzdefizit ist damit zurückzuführen

- entweder auf besonders hohe Investitionsaufwendungen, was im Entwicklungsfall wünschenswert sein kann und eine spätere Bedienung daraus erwachsender Auslandsschulden ermöglichen sollte<sup>4</sup>,
- oder auf zu hohe inländische Konsum- und Staatsausgaben, bei denen das nicht der Fall ist und die deshalb nicht nachhaltig aufrechterhalten werden können,
- oder auf eine mangelnde internationale Wettbewerbsfähigkeit. Letztere wirkt sich unmittelbar auf Export und Import und damit auf die Beschäftigung aus.

Ein positiver Saldo in der Leistungsbilanz kann grundsätzlich nachhaltig sein, da er nur zur Akkumulation von Vermögen oder Währungsreserven führt. Wird er nicht durch die Zentralbank sterilisiert, kann er sich über die Geldmenge inflationär auf das Preisniveau auswirken.

Ebenso können Gleichgewichtsstörungen von der Kapitalbilanz ausgehen. Das war nach Einführung des Euro der Fall: Die Währungsrisiken fielen fort, Insolvenzrisiken waren weit und breit nicht sichtbar, die Zinsen in den „peripheren“ Ländern sanken dramatisch, die Nachfrage nach Kapital stieg ebenso dramatisch und die entwickelten EU Staaten waren bereit, massiv in die Region zu investieren. Entscheidend für den Charakter der daraus folgenden Gleichgewichtsstörung ist die Verwendung des hereinfließenden Kapitals, für investive oder konsumtive Zwecke oder zum Aufblähen von Preisblasen. Die Wachstumsunterschiede zwischen Peripherie (vor allem Ostmitteleuropa, aber auch Griechenland, Spanien und Irland, s. Tab. 2) und Zentrum ließen die damit verbundenen Leistungsbilanzdefizite nicht von vornherein als ungesund erscheinen. Erst die Krise bremste die Kapitalströme aus und machte die Probleme sichtbar.

Der reale effektive Wechselkurs ist ein Indikator für außenwirtschaftliche Ungleichgewichte, sei es dass er sie verursacht, sei es dass er sich zu ihrer Korrektur anpasst. Er wird in einem

---

<sup>4</sup> Falls der Investitionsboom beispielsweise zu einer Immobilienblase führt, ist das allerdings nicht der Fall und ein außenwirtschaftliches Ungleichgewicht vorprogrammiert, d.h. hohe Zins- und Rückzahlungsverpflichtungen, die nicht von Exportüberschüssen gedeckt werden.

Flexkurssystem vor allem durch nominale Auf- oder Abwertungen bestimmt, die der Devisenmarkt aus welchen Gründen auch immer vornimmt. D.h. hier kommen alle Teilelemente der Zahlungsbilanz zum Tragen, was spekulative Einflüsse möglich macht. In einem Fixkurssystem oder gar einer Währungsunion bestimmt die Entwicklung des relativen Preisniveaus und damit vor allem des relativen Kostenniveaus der Produktion den effektiven Wechselkurs. Allerdings ist ein Fixkurssystem wie das EWS grundsätzlich ebenfalls spekulativen Attacken ausgesetzt. Änderungen der realen effektiven Wechselkurse lassen auf außenwirtschaftliche Ungleichgewichte schließen. Sie können unmittelbar deren Folge sein, sie können aber auch Folge technischer und tarifpolitischer Entwicklungen oder wirtschaftspolitischer Interventionen (z.B. *beggar-thy-neighbour policy*) sein, was mittelbar wiederum außenwirtschaftliche Ungleichgewichte verursacht.

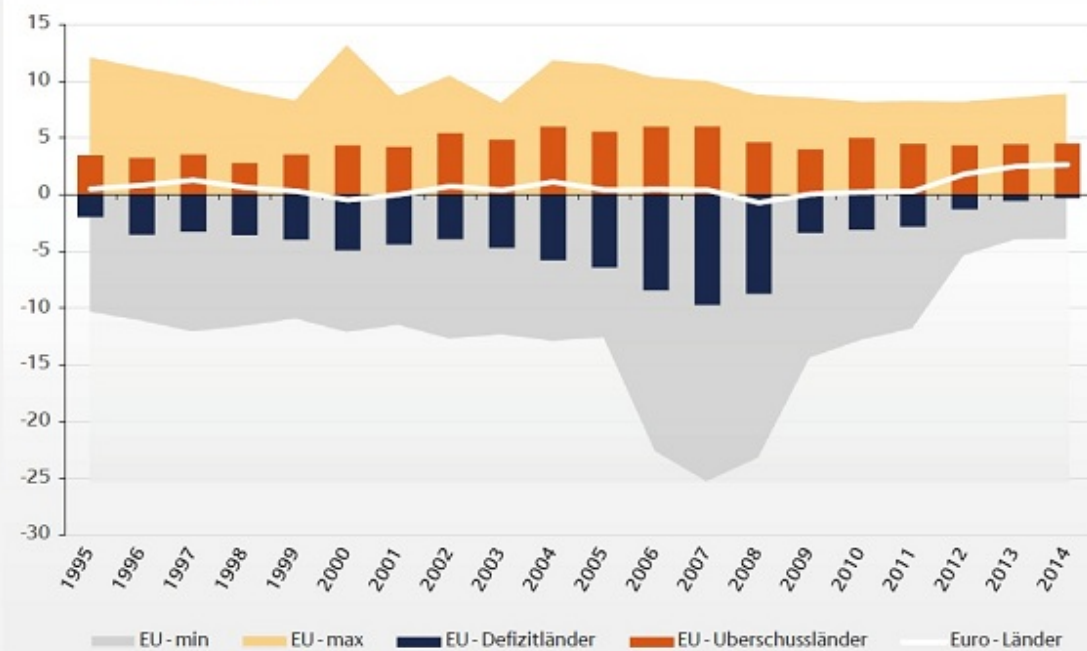
### 3. Daten

Wenden wir uns der konkreten Situation in der EU zu, so ist eine Einteilung der Mitgliedstaaten in eine Zweiklassengesellschaft üblich geworden. Die Europäische Kommission (European Commission 2012) identifiziert acht Überschussländern, zwanzig gelten demnach als Defizitländer. Ebenso üblich ist es, von Peripheriestaaten zu sprechen, womit vor allem – geographisch unvollständig - Irland, Portugal, Spanien, Italien, Griechenland und Zypern gemeint sind. Der Rest wäre dann als Zentrum anzusehen. Und es gibt die Nord-Süd Dichotomie – der eurowürdige Norden und der eurowürdige Süden. Und in der Tat befinden sich die acht Überschussländer im Norden, was sie offenbar – ökonomisch kaum begründet – zu eurowürdigen Ländern macht.

Wir ziehen eine Dreiklassengesellschaft vor, weil der Osten dazugehört und im ersten Dezennium seiner EU-Mitgliedschaft ganz offensichtlich eine eigene Klasse bildet. Was die beiden anderen Klassen, den Norden und den Süden, betrifft, so sind sie nicht homogen, weisen aber verschiedene gemeinsame Merkmale auf, ohne dass damit das Vorliegen von außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten präjudiziert würde.

Abbildung 1 (entnommen BMF 2013 zurückgehend auf European Commission 2012) zeigt, dass Überschuss und Defizit innerhalb der EU kein Null-Summen-Spiel sind wie im theoretischen Zwei-Länder (oder Heimatland – Rest der Welt) Fall. Auch wenn die EU-Länder einen großen Teil ihres Außenhandels untereinander abwickeln, spielt der Drittländerhandel eine wichtige Rolle. Schon damit ist einfachen Patentlösungen (à la Christine Lagarde: *it takes two to tango*) die Grundlage entzogen. Die Defizitländer haben nach Einführung des Euro ihr Defizit bis zur Finanzmarktkrise rasch ausgeweitet, besonders Griechenland, das für das EU-Minimum verantwortlich ist, danach aber noch rascher wieder abgebaut. Das war nur durch die Importreduzierung auf Grund einer rezessiven Stabilisierungspolitik möglich. Erstaunlich ist demgegenüber, dass die Überschussländer ihren Überschuss gleichzeitig mehr oder minder stabil halten, d.h. auf Drittmärkte, insbesondere in asiatischen und lateinamerikanischen Schwellenländern sowie den USA, ausweichen konnten.

Abbildung 1: Leistungsbilanzsalden in der EU 1995 - 2014  
in % des BIP



EU-max beziehungsweise EU-min stehen für den im Berichtsjahr höchsten positiven beziehungsweise negativen Leistungsbilanzsaldo.  
EU-Uberschussländer: AUS, BEL, DNK, DEU, LUX, NLD, FIN, SWE.  
EU-Defizitländer: Alle anderen Mitgliedstaaten der EU.

Quelle: Europäische Kommission (AMECO).

Tabelle 1 bricht dieses Bild auf die einzelnen Mitgliedstaaten runter. Zwischen Außenbeitrag ( $X - M$ ) und Leistungsbilanzsaldo tritt zuweilen eine große Diskrepanz auf. In Irland, Luxemburg, aber auch noch in Österreich hat das unter anderem mit der Bedeutung des Finanzsektors in diesen Ländern zu tun. Für die neueste Zeit (2013) ist es im Süden und Osten Resultat der Stabilisierungsbemühungen, um die Finanzverpflichtungen bewältigen zu können.

Die Bildung von drei Gruppen ist, wie erwähnt, nicht unproblematisch. Während Irland auf Grund seiner Wettbewerbsfähigkeit dem Norden zugerechnet werden kann, weist das Vereinigte Königreich notorisch ein, wenn auch geringes, Defizit auf. Es kann besser dem Süden zugeschlagen oder zusammen mit Frankreich und Italien als eigene Gruppe aufgeführt werden, die sich in einer ähnlichen Situation befindet, wobei Italien die geringsten Defizite aufweist. Auch die neuen Mitgliedstaaten im Osten haben sich sehr unterschiedlich entwickelt. Die weniger entwickelten unter ihnen (Baltische Staaten, Südosteuropa) haben bis zur Finanzmarktkrise extensiv auf Auslandskredite zurückgegriffen bzw. Direktinvestitionen aufgenommen und danach fast schlagartig stabilisiert. Die höher entwickelten Staaten in Ostmitteleuropa taten das Gleiche, nur in geringerem Umfang.

Die entscheidende Frage lautet nun: Wie lange sind Überschüsse und Defizite als „normal“ zu betrachten, d.h. basieren sie auf rationalen intertemporalen Allokationsentscheidungen, und wo müssen wir Ungleichgewichte konstatieren, die entweder durch automatische Stabilisatoren oder durch wirtschaftspolitische Maßnahmen zu korrigieren sind?

Tabelle 1: Leistungsbilanzsaldo und Außenbeitrag

Land	Leistungsbilanz In % des BIP				Außenbeitrag In % des BIP				Import In % des BIP	Warenexport in die EU In % des BIP
	2005	2008	2010	2013	2002	2008	2010	2013	2013	2013
Bel	2,9	,8	0,0	- 1,5	5,7	,9	2,1	1,8	84,0	64,7
Dk	3,6	2,4	4,0	6,4	5,8	3,2	5,5	5,7	49,3	21,1
Deut	3,9	6,6	6,2	7,3	4,5	6,3	5,6	6,3	44,3	22,8
Irl	- 1,4	- 4,8	- 2,3	..	17,2	9,0	18,6	24,2*	83,6*	47,3*
Lux	10,5	8,6	6,8	5,9	19,6	30,0	30,8	32,7	143,1	24,6
NL	6,9	6,8	5,6	9,7	6,5	8,3	8,1	10,2	78,2	63,5
Öst	2,0	3,7	3,7	2,2	4,8	5,8	4,4	4,6	52,8	29,4
Fin	4,8	3,7	2,0	- 1,3	9,2	3,8	1,3	- ,1	40,2	16,0
Schw	6,8	9,0	7,2	6,1	6,7	6,8	6,2	5,8	40,0	17,4

Land	Leistungsbilanz In % des BIP				Außenbeitrag In % des BIP				Import In % des BIP	Warenexport in die EU In % des BIP
	2005	2008	2010	2013	2002	2008	2010	2013	2013	2013
Gr	- 6,7	-13,6	-12,1	- 3,8	-13,5	-14,5	- 9,3	- 2,6	31,8	7,0
Sp	- 5,4	- 9,5	- 6,3	- 1,4	- 2,1	- 5,8	- 2,2	2,4	31,7	14,7
Fr	,2	-1,1	- 1,5	- 1,8	1,5	- 2,1	- 2,3	- 2,0	29,2	12,6
It	- ,7	- 1,9	- 2,7	- ,7	,9	- ,8	- 1,9	2,5	28,0	13,4
Zyp	- 4,4	-11,5	-12,1	- 4,0	- 1,5	-11,1	- 6,2	1,5	43,5	5,5
Mal	- 5,8	- 6,8	- 6,6	,9	3,7	- 1,8	- ,2	5,6	86,4	15,3
Por	- 8,4	-11,1	-11,4	-2,8	- 8,3	-10,1	- 7,7	1,1	39,5	20,1
VK	- 2,1	- 2,2	- 1,7	- 3,1	- 2,7	- 2,2	- 2,2	- 1,6	32,9	9,4

Land	Leistungsbilanz In % des BIP				Außenbeitrag In % des BIP				Import In % des BIP	Warenexport in die EU In % des BIP
	2005	2008	2010	2013	2002	2008	2010	2013	2013	2013
Bul	- 7,8	-22,0	-11,2	,4	- 8,1	-20,5	- 1,9	- ,9	71,2	33,6
Tsch	- 4,0	- 2,8	- 2,8	- 1,8	- 1,2	2,4	3,4	6,4	72,2	66,0
Est	-10,9	-13,5	- 1,2	- ,3	- 7,5	- 4,0	- 7,0	,8	87,2	47,3
Kro	- 5,2	- 7,5	- 4,8	,1	- 8,2	- 7,8	- ,4	,7*	42,4	12,2
Let	-11,2	-19,4	- ,5	- 1,8	- 9,8	-13,7	- 1,4	- 1,9	61,5	30,8
Lit	- 7,1	-12,7	- 3,0	- ,8	- 5,7	-11,8	- 1,9	,6	85,7	40,8
Ung	- 8,0	- 7,3	- 2,4	1,4	- 1,9	,5	5,7	8,0	88,0	64,6
Pol	- 3,4	- 5,5	- 5,2	- 3,3	- 3,5	- 4,0	- 1,2	2,4	45,4	29,2
Rum	- 7,6	-11,8	- 6,7	- 3,3	- 5,6	-13,0	- 5,7	- ,6	39,5	24,3
Slo	- 1,7	- 3,8	- 2,0	3,3	1,2	- 2,5	1,5	6,7	71,5	54,4
Slk	- 7,4	- 6,4	- 4,2	,2	- 7,3	- 2,4	- ,2	6,3	91,3	74,5

\* 2012

Quelle: Eurostat



Im „Osten“ herrschte unmittelbar vor der Finanzmarktkrise ein Investitionsboom, in einigen Fällen (Bulgarien, Rumänien, Litauen, Lettland, Polen) begleitet von einer überdurchschnittlichen Konsumquote, der auch zu einem überdurchschnittlichen Wachstum führte (s. Tab. 2). Infolge des externen Schocks kam er in der Krise jäh zum Stillstand. *Ex post* eindeutig ein Ungleichgewicht: Ungarn, Lettland und Rumänien mussten sich vom IWF und von der EU Notkredite beschaffen, die von den beiden ersteren vorzeitig zurückgezahlt wurden. Estland, Polen, die Slowakei und Bulgarien konnten aus eigenen Kräften stabilisieren, Litauen nur unter größten Schwierigkeiten.

Der „Süden“ ist der medienwirksame Parafall für außenwirtschaftliche Ungleichgewichte, vor allem Griechenland, Spanien, Portugal und Zypern, die – zusammen mit Irland – die Rettungsmaßnahmen der EU, der EZB und des IWF in Anspruch nehmen mussten. Die Ursachen sind allerdings unterschiedlich: in Irland und Spanien die geplatze Immobilienblase und ein überdehnter Bankensektor, in Griechenland, Portugal und Zypern primär dauerhaft nicht tragbare Konsumausgaben. Die Defizite Italiens, Frankreichs, aber auch Großbritanniens scheinen erträglich, was nicht bedeutet, dass diese Länder keine Probleme hätten. Nur liegen diese auf einer anderen Ebene.

Das theoretisch und praktisch umstrittenste Ungleichgewichtsproblem bringen die Überschussländer mit sich. Denn wann handelt es sich um eine „normale“ intertemporale Allokation, und ab wann liegt hier ein Ungleichgewicht vor? Soweit die mit den Überschüssen verbundenen Kapitalexporte sich über das normale Kapitalmarktrisiko hinaus als Fehlinvestitionen erweisen, ist wohl von Marktversagen und einem Ungleichgewicht zu sprechen. Der sprunghafte Anstieg des Spreads der Risikoeinschätzungen von Auslandsinvestitionen nach der Lehman-Insolvenz und die darauf folgenden Rettungsmaßnahmen zur Stabilisierung des Bankensektors lassen auf eine solche Situation schließen. Die Konstanz, mit der die Überschussländer ihre Export- und Leistungsbilanzüberschüsse vor und nach Ausbruch der Krise erzielten, schwächt dieses Erklärungsschema eher ab.

Die Wirtschaftsentwicklung ist in den drei Gruppen der EU-Mitglieder sehr unterschiedlich, wie Tab. 2 ausweist.

*Tabelle 2: Wachstumsraten des realen BIP  
(Abweichung vom Durchschnitt Euroraum-18)*

<i>Land</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bel	.5	.1	1.1	.1	-.3	-.1	.6	1.7	.4	.2	.6	.6
Dk	-.4	-.3	.1	.7	.1	-1.4	-1.2	-1.2	-.5	-.5	.3	.8
Deut	-.9	-1.1	-1.0	-1.0	.4	.3	.7	-.6	2.1	1.7	1.4	.8
Irl	4.5	3.0	2.0	4.4	2.2	2.0	-2.6	-9.6	-3.0	.6	.9	..
Lux	3.2	1.0	2.2	3.6	1.6	3.6	-1.1	-1.1	1.2	.3	.5	2.5
NL	-.8	-.4	0.0	.3	.1	.9	1.4	.8	-.4	-.7	-.5	-.4
Öst	.8	.2	.4	.7	.4	.7	1.0	.7	-.1	1.2	1.6	..
Fin	.9	1.3	1.9	1.2	1.1	2.2	-.1	-4.0	1.5	1.2	-.3	-1.0
Schw	1.6	1.6	2.0	1.5	1.0	.3	-1.0	-.5	4.7	1.3	1.6	1.9
ER-18	.9	.7	2.2	1.7	3.3	3.0	.4	-4.5	1.9	1.6	-.7	-.4

Land	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Gr	2.5	5.2	2.2	.6	2.2	.5	-.6	1.4	-6.8	-8.7	-6.3	-3.5
Sp	1.8	2.4	1.1	1.9	.8	.5	.5	.7	-2.1	-1.5	-.9	-.8
Fra	0.0	.2	.3	.1	-.8	-.7	-.5	1.4	-.2	.4	.7	.6
It	-.4	-.7	-.5	-.8	-1.1	-1.3	-1.6	-1.0	-.2	-1.2	-1.7	-1.5
Zyp	1.3	1.2	2.0	2.2	.8	2.1	3.2	2.6	-.6	-1.2	-1.7	-5.0
Mal	1.5	0.0	-2.5	1.9	-.7	.9	.5	1.7	2.2	0.0	1.3	2.0
Por	-.1	-1.6	-.6	-.9	-1.9	-.6	-.4	1.6	0.0	-2.9	-2.5	-1.0
VK	1.4	3.2	1.0	1.5	-.5	.4	-1.2	-.7	-.2	-.5	1.0	2.1
ER-18	.9	.7	2.2	1.7	3.3	3.0	.4	-4.5	1.9	1.6	-.7	-.4

Land	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bul	3.8	4.8	4.5	4.7	3.2	3.4	5.8	-1.0	-1.5	.2	1.3	1.3
Tsch	1.2	3.1	2.5	5.1	3.7	2.7	2.7	0.0	.6	.2	-.3	-.5
Est	5.7	7.1	4.1	7.1	6.8	4.5	-4.6	-9.6	.7	8.0	1.4	1.2
Kro	4.0	4.7	1.9	2.6	1.6	2.1	1.7	-2.4	-4.2	-1.8	-1.2	-.6
Let	6.2	7.0	6.6	8.4	7.7	7.0	-3.2	-13.2	-3.2	3.7	5.9	4.5
Lit	5.9	9.6	5.2	6.1	4.5	6.8	2.5	-10.3	-.3	4.4	4.4	3.7
Ung	3.6	3.2	2.6	2.3	.6	-2.9	.5	-2.3	-.8	0.0	-1.0	1.5
Pol	.5	3.2	3.1	1.9	2.9	3.8	4.7	6.1	2.0	2.9	2.7	2.0
Rum	4.2	4.5	6.3	2.5	4.6	3.3	6.9	-2.1	-3.0	.7	1.3	3.9
Slo	2.9	2.2	2.2	1.3	2.5	4.0	3.0	-3.4	-.6	-.9	-1.8	-.7
Slk	3.7	4.1	2.9	5.0	5.0	7.5	5.4	-.4	2.5	1.4	2.5	1.3
ER-18	.9	.7	2.2	1.7	3.3	3.0	.4	-4.5	1.9	1.6	-.7	-.4

Quelle: Eurostat

Der „Osten“ befand sich bis 2008 in einem rapiden *catching-up* Prozess, was ohne Kapitalimporte kaum möglich gewesen wäre<sup>5</sup>. Dieser Prozess wurde 2009-10 unterbrochen, mit scharfen Einschnitten vor allem in den baltischen Ländern, und danach stark verlangsamt wieder aufgenommen. Für Irland im „Norden“ gilt Ähnliches. Im „Süden“ waren Griechenland, Spanien und Zypern bis zur Krise ebenfalls in der Aufholspur, wurden dann aber von der Krise nachhaltig getroffen. Zwei Länder weichen konstant vom ER-18 Durchschnitt ab: Polen in positiver und Italien in negativer Richtung, zwei weitere tun das Gleiche mit nur seltenen Ausnahmen: Schweden und Portugal. Hierin äußern sich die Wettbewerbsfähigkeit bzw. strukturelle Vorteile (z.B. geografische Lage, Innovation) oder Fehlhaltungen (z.B. Arbeitsmarktrigiditäten, Bürokratie, Korruption).

Der Euro kennt nur einen uniformen Wechselkurs für alle Mitglieder. Überschüsse verursachen tendenziell einen Aufwertungsdruck, Defizite das Gegenteil. Dank der signifikant höheren Außenhandelsintensität der Überschussländer dominieren sie die externe

<sup>5</sup> Der Fall Chinas ist für ein Land im Aufholprozess außergewöhnlich: Die interne Sparneigung übertrifft die besonders hohen Investitionen noch und hat damit eine positive Leistungsbilanz zur Folge.

Wechselkursentwicklung<sup>6</sup>, wodurch wettbewerbsschwache Länder getroffen werden. Entsprechende Klagen aus Frankreich und Italien sind notorisch, was für Frankreich mehr Berechtigung aufweist als für Italien. Denn in letzterem Land ist die Wechselkurselastizität des Handels nicht signifikant von Null verschieden (Breuer/ Klose 2013). Über den externen Wechselkurs hinaus können die effektiven internen Wechselkurse divergieren und Wettbewerbsvorteile bzw. –nachteile generieren. Genauso gut können sie aber Reaktionen auf solche strukturellen Divergenzen sein. Sind die Überschüsse Resultat von Effizienzvorteilen im verschärften Wettbewerb des gemeinsamen Markts und der Globalisierung oder sind sie Resultat einer merkantilistischen Wirtschaftspolitik? Die Entscheidung fällt im Einzelfall nicht leicht.

*Tabelle 3: Wechselkurse*

<i>Land</i>	Realer effektiver Wechselkurs (REW) Mit Lohnstückkosten deflationiert Handelspartner: ER-17; 2005 = 100				Nominaler Wechselkurs Abwertung: + Aufwertung: -
	1998	2008	2010	2013	
					Dän. Krone mit minimaler Schwankung an den € gebunden
Bel	100,32	103,55	103,12	107,44	
Dk	94,79	107,87	109,24	106,98	
Deut	113,29	91,51	92,26	94,72	
Irl	88,55	110,31	96,18	89,78	
Lux	93,73	106,69	113,08	118,53	
NL	92,46	100,43	101,23	100,46	Schw. Krone 2008-09: + 15 % 2010-12: - 18 %
Öst	96,50	100,47	101,32	103,39	
Fin	101,81	101,86	105,28	109,84	
Schw	106,35	97,75	96,59	105,64	

<i>Land</i>	Realer effektiver Wechselkurs (REW) Mit Lohnstückkosten deflationiert Handelspartner: ER-17; 2005 = 100				Nominaler Wechselkurs Abwertung: + Aufwertung: -
	1998	2008	2010	2013	
					Alle Länder sind EWU Mitglieder
Gr	93,17	101,09	103,07	84,21	
Sp	92,19	108,02	103,64	94,01	
Fr	98,39	101,05	101,90	102,38	
It	93,55	102,94	103,66	104,80	
Zyp	88,73	96,42	97,35	92,80	
Mal	95,14	102,70	104,03	109,52	
Por	90,16	98,58	97,25	92,47	
VK	97,24	88,21	85,55	87,61	Brit. £: 2008-09: + 30 % 2010-12: - 9 %

<i>Land</i>	Realer effektiver Wechselkurs (REW)	Nominaler Wechselkurs
-------------	-------------------------------------	-----------------------

<sup>6</sup> Diese Aussage ist unabhängig davon, ob die Außenhandelsintensität eines Landes „normal“ ist, d.h. mit der Landesgröße oder seiner Wirtschaftskraft übereinstimmt oder nicht. Betrachtet man entsprechende Regressionsgleichungen, dann ist die Außenhandelsintensität von Deutschland, den Niederlanden und Belgien z.B. überdurchschnittlich hoch, was in den beiden letzteren auch durch die Häfen Rotterdam und Antwerpen verursacht wird. In Griechenland, Portugal und Zypern ist sie sehr niedrig, und Frankreich, Großbritannien und Italien liegen nur knapp unter der Trendlinie.

	Mit Lohnstückkosten deflationiert Handelspartner: ER-17; 2005 = 100				Abwertung: + Aufwertung: -
	1998	2008	2010	2013	
Bul	91,96	120,00	136,05	139,88	Bul. Lew und lit. Litas absolut fest zum € (currency board)
Tsch	73,24	121,24	116,71	114,42	
Est	82,69	139,11	128,34	134,16	Tsch. Krone: 2008: - 10 % 2009: + 6 %; 2010: - 4 %
Kro	93,61	108,83	108,98	102,67	Ung. Forint: 2009: + 11 % dann fast stabil
Let	92,23	164,47	130,16	133,90	
Lit	84,76	121,28	107,11	107,38	Poln. Zloty: 2009: + 23 % 2010: - 8 %; 2012: + 5 %
Ung	70,09	106,37	95,22	90,25	
Pol	105,18	118,91	104,13	98,08	Kro. Kuna: fast stabil
Rum	78,13	138,43	116,67	111,00	
Slo	99,96	104,84	109,71	105,45	Rum. Leu: 2008-09: + 27 % 2012: + 5 %
Slk	79,29	126,11	131,66	127,08	

Quelle: Eurostat

Nominale Wechselkursänderungen treffen wir nur in Nicht-Euroländern an, soweit sie ihre Währung nicht eng an den Euro gebunden haben wie Dänemark und jene Beitrittsländer, die den Euro in den vergangenen Jahren eingeführt haben (Slowenien, Slowakei, Estland, Lettland, Zypern, Malta) oder das in nächster Zukunft zu tun beabsichtigen (Litauen, Bulgarien). Der reale effektive Wechselkurs (REW<sup>7</sup>) spiegelt Änderungen des nominalen Wechselkurses wider und relative Änderungen der Lohnstückkosten. Erstere haben einen unmittelbaren Effekt (Großbritannien, Schweden, Ungarn, Polen, Rumänien, Tschechien), was bei letzteren nicht grundsätzlich ausgeschlossen ist, wenn sie nur einschneidend genug stattfinden (Deutschland vor der Krise, die baltischen Länder unmittelbar nach Eintritt der Krise, Griechenland und Portugal erst 2012).

Im ersten Dezennium des Euro-Systems fällt vor allem die Entwicklung des REW in Deutschland aus dem Rahmen. Die übrigen Länder des „Nordens“ und des „Südens“ (Irland vielleicht ausgenommen) weichen nicht so auffällig voneinander ab, dass sich hieraus die Unterschiede zwischen Überschuss und Defizit in der Leistungsbilanz erklären ließen. Mit anderen Worten: Es ist eher nicht die Wettbewerbsfähigkeit in den Preisen, die diese Unterschiede verursacht, sondern da spielen andere Faktoren eine Rolle. Die notorisch geringen Warenexporte aus dem „Süden“ in die EU (s. Tab. 1; darunter vor allem die zum „Greek puzzle“ stilisierte Exportlücke Griechenlands, s. Böwer/Michou/Ungerer 2014) deuten auf strukturelle Defizite hin. Vergleicht man den mit Lohnstückkosten deflationierten REW und den mit dem Verbraucherpreisindex deflationierten REW, dann erhält man ein Indiz, wie rasch die Güterpreise auf Änderungen der Lohnstückkosten reagieren. Die höchste Abweichung weist Griechenland auf:  $REW_{LSIK(2013)} = 84,21$ ;  $REW_{VPI(2013)} = 102,68$  (jeweils 2005 = 100). Hier sind die Gütermärkte offensichtlich besonders unflexibel. Auch Spanien ist ein ähnlicher Fall.

Der Vergleich von Tab. 1 und 3 lässt folgende Schlussfolgerungen zu:

<sup>7</sup> Wir wählen hier den mit den Lohnstückkosten deflationierten REW, weil er für das BIP aussagekräftiger ist als der mit den Konsumgüterpreisen deflationierte REW. Und wir beschränken die relevanten Handelspartner auf die 17 Euro-Mitglieder (Lettland hat erst 2014 den Euro eingeführt), weil es uns um die Verhältnisse innerhalb der EWU geht und dadurch die Effekte der Auf- und Abwertung des Euro ausgeschlossen bleiben.

- In Großbritannien und Schweden haben die nominalen und realen Wechselkursänderungen, aus welchen Gründen auch immer sie stattgefunden haben, auf die außenwirtschaftliche Position kaum Einfluss gehabt.
- Für Ungarn, Polen und Rumänien lassen sich solche Einflüsse zumindest nicht ausschließen.
- Die Änderungen des REW haben in Irland und den baltischen Ländern wohl die erwünschten Auswirkungen, auch wenn hier zusätzlich eine rigide Sparpolitik durchgeführt wurde, die sich kurzfristig ebenfalls positiv auf die außenwirtschaftliche Position auswirkt.
- Leistungsbilanzverbesserungen im Süden dürften eher der Rezession und dem damit verbundenen Ausfall an Importnachfrage als den spät einsetzenden Änderungen des REW zuzuschreiben sein.
- Die Zunahme des positiven Außenbeitrags in Deutschland gegenüber der Zeit vor 2005 steht in einem direkten zeitlichen Zusammenhang mit der realen Abwertung.

Die Leistungsbilanzungleichgewichte widerspiegeln in den ersten Jahren des Euro-Regimes vor allem die Kapitalströme und wurden weniger von mangelnder Wettbewerbsfähigkeit *ex ante* verursacht, so Guillemette und Turner (2013: 13). Doch der hohe Zufluss von Kapital in den Peripherieländern trug dort zu einer Kosteninflation bei, die ihre Wettbewerbsfähigkeit *ex post* schädigte<sup>8</sup>. Dieser Wettbewerbsnachteil ist inzwischen in den meisten betroffenen Ländern weitgehend ausgeglichen.

#### 4. Wie sind außenwirtschaftliche Ungleichgewichte zu beheben?

So wie es unterschiedliche Ursachen für außenwirtschaftliche Ungleichgewichte gibt, sind sie auch an verschiedenen Punkten zu kurieren. Die totalitäre Lösung der staatlichen Außenwirtschaftskontrolle und Devisenzwangswirtschaft schließen wir aus, ebenso ihre gemäßigte, in einem Marktumfeld aber wenig effektive Variante der Kapitalverkehrskontrollen. Ein weiterer dirigistischer Eingriff, Zölle und Subventionen, scheidet aus, weil diese im Gemeinsamen Markt ebenfalls definitionsgemäß ausgeschlossen sind.

Würde die Währungsunion wie der Goldstandard funktionieren, erfolgte ein automatischer Ausgleich von Ungleichgewichten über den sogenannten *price-specie-flow*, d.h. eine Veränderung der nationalen Geldmenge und damit der Preise. Das geht mit einer einheitlichen Währung auch ohne Gold, setzt aber voraus, dass internationale Zahlungsverkehrssalden unmittelbar ausgeglichen werden müssen. Das System der TARGET-Salden schiebt diesen

---

<sup>8</sup> Die Kosteninflation war im „Osten“ zwischen 1998 und 2008 noch sehr viel höher (s. Tab. 3). Doch dafür ist vor allem der weiter unten zu besprechende Harrod-Balassa-Samuelsen Effekt verantwortlich, wodurch sich das nicht notwendigerweise auf die Wettbewerbsfähigkeit auszuwirken brauchte.

Ausgleich auf und unterbindet damit die automatische Anpassung, die dem System von Maastricht, wenn auch nicht explizit, zugrunde liegt.

Leistungsbilanzdefizite, die nicht nachhaltig über Kapitalimporte finanziert werden können, erfordern inländische Ausgabenkürzungen, vor allem eine Reduzierung der Importe und der privaten und öffentlichen Konsumausgaben. Das kann keine schmerzfreie Operation sein: Um die Differenz ( $S - I$ ) näher an Null zu bringen, müssen Haushalte und Staat mehr sparen. Rückwirkungen auf die Investitionen und damit auf Wachstum und Beschäftigung sind absehbar. Spiegelbildlich dazu lassen sich übermäßige Überschüsse durch Ausgabensteigerungen (Staatsausgaben, Konsum, Investition) zurückbilden. Auch das ist nicht kostenfrei zu haben. Zwar treffen Lohnerhöhungen sicher auf breite Zustimmung, doch die damit verbundene Inflationsgefahr und zunehmende Staatsverschuldung schon sehr viel weniger. Während sich nicht nachhaltige Defizite relativ leicht identifizieren lassen, ist das im Fall von übermäßigen Überschüssen – wie erwähnt – nicht so einfach. Die EU-Kommission beschränkt sich deshalb weise und richtet ihr Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten (Macroeconomic Imbalances Procedure, MIP<sup>9</sup>) vornehmlich auf die Defizitländer.

2013 ist auch Deutschland neben 15 anderen Ländern ins Fadenkreuz der MIP geraten, denn sein Leistungsbilanzüberschuss, der vielen Defizitländern ein Dorn im Auge ist, hatte den positiven Schwellenwert (+ 6 %, negativ – 4 %) überschritten. Die fällige In-Depth Review (European Commission 2014; s. hierzu auch Kollmann et al. 2014) unterscheidet sorgfältig zwischen der positiv zu bewertenden Wettbewerbsfähigkeit, die zwar unter anderem<sup>10</sup> auf Lohn- und Preisdisziplin, aber nicht auf einer merkantilistischen Dumping-Politik beruht, und dem eher bedenklichen Ungleichgewicht ( $S - I$ ), das, soweit es nicht demographisch bedingt ist, auf hohe Gewinne in der Privatwirtschaft und eine zu geringe private wie öffentliche Investitionsneigung zurück zu führen ist. Die daraus folgende Empfehlung einer inländischen Nachfragestimulierung würde die Entwicklung in Deutschland fördern, den Defizitländern des „Südens“ aber nur begrenzt Erleichterung schaffen (vom Osten, auf den die Auswirkungen wegen des Outsourcing und Offshoring zweifellos stärker wären, ist nicht die Rede). Zur Umsetzung stehen geldpolitische Instrumente in einer Währungsunion nicht mehr zur Verfügung. Den einzelnen Mitgliedern bleiben einkommens- und fiskalpolitische Instrumente für diesen Zweck.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> Die 2011 eingeführte MIP sieht eine regelmäßige Überwachung (Alert Mechanism Report, AMR) der wirtschaftlichen Gleichgewichte durch die Kommission vor, die bei einer Über- bzw. Unterschreitung gewisser Schwellenwerte zu einer vertieften Analyse (In-Depth Review, IDR) führt. Diese liegt eventuellen Politikempfehlungen zugrunde, die vom Rat mit „umgekehrter“ qualifizierter Mehrheit beschlossen werden, d.h. sie können nur mit qualifizierter Mehrheit abgelehnt werden.

<sup>10</sup> Für die Kostenentwicklung wichtig sind darüber hinaus zunehmendes Outsourcing und Offshoring, d.h. die Verlagerung lohn-, energie- und umweltkostenintensiver Produktionssparten ins Ausland, bevorzugt nach Ostmitteleuropa.

<sup>11</sup> In diesem Zusammenhang ist das wirtschaftspolitische Selbstverständnis des Bundeswirtschaftsministeriums bemerkenswert: „Insgesamt ergibt sich der deutsche Leistungsbilanzsaldo aus einer Vielzahl vorwiegend privat- und einzelwirtschaftlicher Entscheidungen. Er kann nicht als direkte wirtschaftspolitische Einflussgröße verstanden werden“ (BMW 2013: 14).

Leistungsbilanzsalden werden oft unmittelbar mit der Wettbewerbsfähigkeit einer Wirtschaft in Verbindung gebracht. Das ist, wie gezeigt, nicht zwingend. Aber die Wettbewerbsfähigkeit kann eine wichtige Rolle spielen. Dann stellt sich die Frage, was im Fall einer schwachen Wettbewerbsfähigkeit zu tun sei. Abwerten ist häufig die spontane Antwort. Doch auch das ist nicht zwingend, denn der Preis ist nicht der einzige Wettbewerbsparameter<sup>12</sup>. Er ist allerdings der Parameter, von dem man sich – nicht immer zu recht – eine unmittelbare Wirkung verspricht. Innovation, Qualität, Service sind mindestens ebenso wichtig, nur erfordert ihre Verbesserung Investitionen und damit Zeit. Ist die Beeinflussung der inländischen Ausgaben im Wesentlichen Sache der Nachfragepolitik, kommen bei der Stimulierung der Wettbewerbsfähigkeit vor allem angebotspolitische Instrumente zur Geltung. Interessanterweise hat die EU zusammen mit der EWU auch den Kohäsionsfonds ins Leben gerufen, der – wenn auch in bescheidenem Umfang – strukturelle Wettbewerbsnachteile ausgleichen soll. Hier könnte man sich ein verstärktes Engagement vorstellen (Botta 2014).

Wenn Auf- oder Abwertungen die Wettbewerbsposition eines Landes verändern sollen, muss es sich um reale Auf- oder Abwertungen, also Veränderungen des realen effektiven Wechselkurses handeln, egal ob sie intern durch Änderungen der relativen Kosten oder extern durch Änderungen des nominalen Wechselkurses eingeleitet werden. Sie haben *ceteris paribus* einen doppelten Effekt: zum einen Änderungen der Realeinkommen und zum anderen Änderungen der Terms-of-Trade. Im Fall der Abwertung sinken die Exportpreise für das Ausland, was die Nachfrage stimulieren soll. Gleichzeitig steigen die Importpreise im Verhältnis zum inländischen Preisniveau, was zur Einschränkung der Importnachfrage und zur Substitution von Importen durch inländische Produkte führen soll. Die Abnahme des Realeinkommens hat ebenfalls einen einschränkenden Effekt auf die Importe. All das hängt von den entsprechenden Elastizitäten ab, und die sind von Land zu Land sehr verschieden (s. Breuer/ Klose 2013; Giordano/Zollino 2014)<sup>13</sup>.

Das Votum für die Rückkehr zur eigenen Währung in den Defizitländern (die Überschussländer dürfen den Euro behalten) zielt vor allem auf die vermutete Notwendigkeit abzuwerten, was extern, d.h. über den Devisenmarkt, rascher und effektiver möglich sei als intern, d.h. über Kosten- und Preissenkungen. Dabei geht man von einem großen Abwertungsbedarf aus. Für Griechenland kursieren Schätzungen bis zu 33 % und mehr, was auffällig mit der griechischen Exportlücke übereinstimmt. Die Banken Goldman Sachs (s. Sinn 2014b: 120f) und Morgan Stanley (Spiegel-Online 14.4.2014), letztere ausgehend von den Lohnstückkosten, haben Modellrechnungen angestellt, welche Preisanpassungen erforderlich wären, um ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht über längere Frist wieder zu

---

<sup>12</sup> Sinns (2014b: S. 112) Behauptung „There is no such thing as a technical lack of competitiveness“ scheint uns überspitzt. Mangelnde technische Konkurrenzfähigkeit, genauso wie Lieferschwierigkeiten auf Grund von Streiks, Korruption, Infrastrukturproblemen etc. oder Arbeitsmarktinflexibilität und Bürokratie können nur begrenzt durch niedrigere Preise ausgeglichen werden. Italien würde auch durch eine substantielle Abwertung als Industriestandort nicht attraktiver, sondern nur durch strukturelle Reformen. Das ist der Regierung Renzi bewusst.

<sup>13</sup> Giordano/Zollino (2014) zeigen, dass die Elastizität von Import und Export bezüglich Änderungen des realen effektiven Wechselkurses in den vier großen Euro-Ländern stark von der Wahl des REW Indikators (deflationiert mit Lohnstückkosten oder Preisen) abhängt und sehr unterschiedlich ist. Spanien z.B. hat seine Exportposition trotz signifikanter Aufwertung verbessert (*the Spanish paradox*). Die nicht-preislichen Wettbewerbsfaktoren waren offensichtlich stärker (s. auch Cardoso/Correa-López/Doménech 2014).

erlangen. Sinn (ibid. und 2014a: 142) basiert seine Schätzung auf den Vergleich des Preisniveaus Griechenlands mit der Türkei, die unmittelbare Wettbewerber seien. Beide Argumente sind näher zu untersuchen<sup>14</sup>. Die erforderlichen Daten stehen zur Verfügung<sup>15</sup>

*Tabelle 4: Preisniveau und Lohnstückkosten*

<i>Land</i>	Preisniveau BIP EU-28 = 100				BIP pro Kopf in KKS ER-18 = 100	Lohnstück- kosten
	1998	2008	2010	2012	2012	2012
Bel	107,4	111,9	110,0	110,9	111	27,8
Dk	130,9	137,7	136,6	136,5	116	29,6
Deut	114,8	104,0	104,5	103,4	114	24,2
Irl	103,3	121,9	110,6	108,6	119	15,9
Lux	110,1	116,1	121,0	120,3	243	19,6
NL	105,2	107,9	111,4	109,9	118	25,1
Öst	106,6	109,2	110,4	109,9	120	26,5
Fin	116,6	117,6	119,5	120,8	107	28,9
Schw	122,9	116,9	123,7	133,1	117	33,8

<i>Land</i>	Preisniveau BIP EU-28 = 100				BIP pro Kopf in KKS ER-18 = 100	Lohnstück- kosten
	1998	2008	2010	2012	2012	2012
Gr	79,8	89,8	92,0	89,3	71	22,5
Sp	83,7	92,3	94,1	91,2	88	19,5
Fr	112,4	113,0	112,4	112,0	100	26,6
It	94,2	101,1	102,3	100,4	93	27,0
Zyp	85,6	87,8	88,8	87,8	85	22,0
Mal	64,8	71,8	73,1	74,6	80	18,7
Por	80,6	83,2	82,9	80,6	70	17,8
VK	111,5	104,7	105,7	113,3	97	21,8

<i>Land</i>	Preisniveau BIP EU-28 = 100				BIP pro Kopf in KKS ER-18 = 100	Lohnstück- kosten
	1998	2008	2010	2012	2012	2012
Bul	30,2	42,8	44,4	45,1	44	8,1
Tsch	45,1	73,2	72,4	70,4	75	15,6
Est	49,9	70,3	68,7	71,4	66	13,8

<sup>14</sup> Für Goldman Sachs (2012) ist eine nachhaltige Auswirtschaftslage durch eine Nettoauslandsverschuldung von ca. 25 % des BIP definiert. Da Italien sich in dieser Größenordnung bewegt, sind preisliche Anpassungen praktisch nicht erforderlich. Das erlaubt allerdings nicht den Schluss, die italienische Wirtschaft sei wettbewerbsfähig. Quod non. Für Spanien errechnet Goldman Sachs dagegen den größten Abwertungsbedarf, während dieses Land bei Morgan Stanley, die von den Lohnstückkosten ausgehen, dem Gleichgewicht am nächsten kommt.

<sup>15</sup> Für das Preisniveau sind nicht die Verbraucherpreise, sondern die Preise des BIP relevant. Die Lohnstückkosten errechnen sich aus den durchschnittlichen Arbeitskosten pro Stunde (in Euro) geteilt durch die Arbeitsproduktivität, und zwar die Stundenproduktivität.



Kro	57,7	68,0	70,4	65,4	57	10,8*
Let	41,4	72,0	63,9	66,8	59	10,7
Lit	41,3	63,0	59,1	60,3	66	8,9
Ung	45,8	65,9	59,7	57,5	62	12,1
Pol	49,5	67,7	59,8	57,8	62	12,5
Rum	36,4	55,6	49,6	48,4	49	9,2
Slo	73,1	81,3	84,1	80,3	78	17,3
Slk	41,9	65,8	66,9	67,8	70	11,0

\* berechnet mit Arbeitsproduktivität pro Beschäftigtem

Quelle: Eurostat

Die Länder mit mehr oder minder flexiblen Wechselkursen weisen größere Veränderungen des Preisniveaus auf als die Euroländer bzw. jene, die ihre Währung fest an den Euro gebunden haben. Das konnten wir bereits beim realen effektiven Wechselkurs feststellen. Hier interessiert uns allerdings weniger die Entwicklung als das Niveau der Preise: Sind knapp 90 % des EU Durchschnitts für Griechenland oder 103 % für Deutschland viel oder wenig? Zwischen Preisniveau und Entwicklungsniveau einer Wirtschaft besteht ein positiver Zusammenhang. Für die EU ist der Zusammenhang sehr eng<sup>16</sup>:

$$\begin{aligned}
 \text{PN} &= 2.73825 + 1.00243 \text{ BIP/Kopf} \\
 &\quad (0.404) \quad (12.923) \\
 R^2 &= 0.870
 \end{aligned}$$

Was das Preisniveau betrifft, so ging die Purchasing-Power-Parity Theorie des Wechselkurses vom Gesetz des einheitlichen Preises aus. Da die Lohnstückkosten ein wesentlicher Bestandteil des Preises sind, impliziert das ähnliche Lohnstückkosten in allen Ländern. Beides ist offensichtlich nicht der Fall. Die Intuition hinter der Schätzgleichung ist die Erklärung von Kravis-Lipsey-Bhagwati oder alternativ die Harrod-Balassa-Samuelson Erklärung (Kravis/Lipsey 1982; Bhagwati 1984; Krugman/ Obstfeld 1994: 418f). Die theoretische Ausgangshypothese, dass die Lohnstückkosten überall mehr oder minder gleich seien, weil eine niedrige Arbeitsproduktivität durch einen niedrigen Lohn kompensiert wird, ist offensichtlich unzutreffend. Der Lohn fällt mit abnehmendem Entwicklungsniveau schneller als die Arbeitsproduktivität. Bei niedrigem Entwicklungsniveau ist die relative Faktorausstattung mit Arbeit hoch, die Löhne sind niedrig, und es werden arbeitsintensivere Produktionsweisen gewählt. Mit wachsendem Arbeitseinsatz fällt das Grenzprodukt der Arbeit aber schneller als das Durchschnittsprodukt. Das Harrod-Balassa-Samuelson Argument kommt hinzu: Im Dienstleistungssektor ist die Substituierbarkeit von Arbeit und Kapital äußerst beschränkt, die Arbeitsproduktivität steigt deshalb nur langsam mit wachsendem Entwicklungsniveau und unterscheidet sich zwischen entwickelten und weniger entwickelten Ländern nur geringfügig. Für die Löhne gilt dagegen das Gesetz vom einheitlichen Preis: Ist der Lohn im verarbeitenden Gewerbe niedrig, ist er es auch bei den Dienstleistungen. Die Lohnstückkosten in diesem Sektor fallen folglich fast *pari passu* mit dem Lohn. Im Mittel über beide Sektoren steigen somit die Lohnstückkosten mit zunehmendem

<sup>16</sup> Luxemburg ist als Ausreißer gestrichen. In Klammern t-ratios. Die gestrichelte Linie in der Abbildung gibt die Standardabweichung an.

Entwicklungsniveau, d.h. einer zunehmenden Kapitalintensität, in ähnlichem Maß, wie es die Preise tun.

Aus Abb. 2 sehen wir, dass die acht Überschussländer am höchsten entwickelt sind (für das als Ausreißer gestrichelte Luxemburg gilt das *a fortiori*). Die drei skandinavischen Länder unter ihnen weisen ein überdurchschnittliches Preisniveau auf, was möglicherweise auf einen hohen Innovationsgehalt des Outputs und auf einen höheren Humankapitalanteil in den Lohnstückkosten hindeutet. Die restlichen fünf Überschussländer<sup>17</sup> liegen unter der Trendlinie, Deutschland besonders deutlich. Das bedeutet, ein hohes Preisniveau ist nicht automatisch mit einem Leistungsbilanzdefizit verbunden. Von den Südländern stechen besonders Portugal und Griechenland mit einem hohen Preisniveau hervor, letzteres liegt als einziges Land deutlich außerhalb der Standardabweichung. Vergleichen wir den Trendwert mit dem tatsächlichen Wert, dann weichen Griechenland 21 % nach oben vom Trend ab und Deutschland 12 % nach unten. Das ist nicht ihr Abwertungs- bzw. Aufwertungsbedarf, sondern gibt nur die Richtung möglicher Preisniveauveränderungen an, die im Fall Griechenlands und Portugals dringender erscheinen als im Fall Deutschlands.

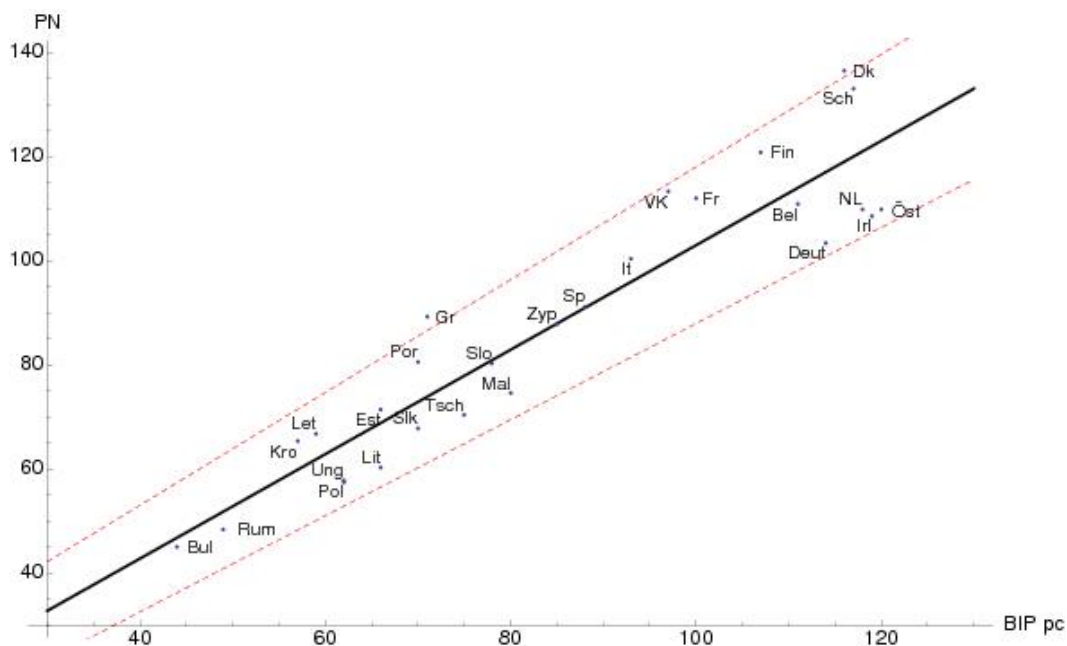


Abbildung 2: Korrelation Preisniveau – BIP pro Kopf (2012)

2012 lag das tatsächliche griechische Preisniveau 50 % über dem türkischen, das ebenfalls verhältnismäßig hoch war<sup>18</sup>. Daraus leitet Sinn einen Abwertungsbedarf ab. Da das griechische Entwicklungsniveau (BIP pro Kopf) gleichzeitig rund 45 % über dem türkischen lag, ergibt sich ein Trendwert für Griechenland um 40 % über dem türkischen. Der so bestimmte Abwertungsbedarf schrumpft erheblich. Aber hat Sinn (2014a: 142) nicht recht, die Hypothese des einheitlichen Preises aufrecht zu erhalten: „Gleiches Wasser, gleiche Tempel, gleiches Essen. Da kann man nicht um die Hälfte teurer sein“? Kann man offensichtlich

<sup>17</sup> Wir rechnen Irland mit seinem sehr positiven Außenbeitrag dazu (vgl. Tab. 1).

<sup>18</sup> Inzwischen wurde die Lira rund 20 % abgewertet, was das Preisniveau in die Nähe des Trendwerts gesenkt hat.

schon. Denn Griechenlands Tourismusindustrie nahm 2014 wieder einen Aufschwung. Der Preisabstand zwischen beiden Ländern hat sich jedoch auf Grund der Abwertung (intern in Griechenland, extern in der Türkei) nicht wesentlich verringert. Und von Spanien oder Italien („Gleiches Wasser, gleiche Tempel, gleiches Essen“) erwartet niemand, dass sie auf türkisches Niveau abwerten, um ihre Tourismusindustrie wettbewerbsfähig zu halten.

Eine ähnlich enge Beziehung besteht – wie erwartet – auch zwischen den Lohnstückkosten<sup>19</sup> und dem Entwicklungsniveau:

$$\begin{aligned} \text{LSK} &= - 3,3065 + 0,2646 \text{ BIP/Kopf} \\ &\quad (- 1,158) \quad (8,171) \\ R^2 &= 0,728 \end{aligned}$$

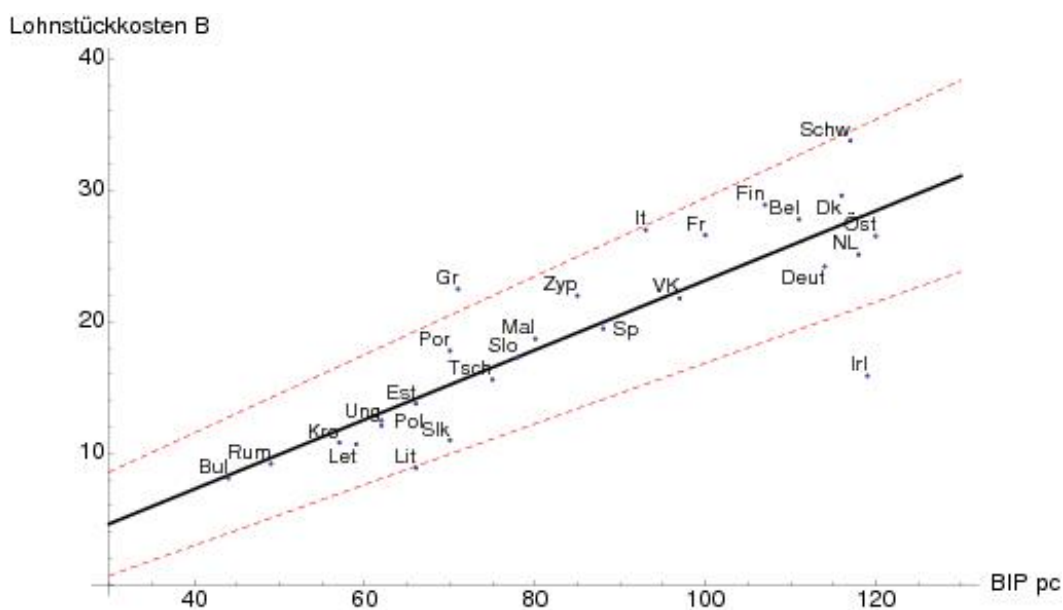


Abbildung 3: Korrelation Lohnstückkosten – BIP pro Kopf (2012)

In unserem Zusammenhang ist die Tatsache wichtig, dass Griechenland und Italien hohe Lohnstückkosten aufweisen, die im Fall Griechenlands zum Teil auf den scharfen Wirtschaftseinbruch 2009 – 12 zurückzuführen sind, dem Lohnkürzungen mit einer gewissen Verzögerung folgten (und Preissenkungen, wie gezeigt, mit einer weiteren Verzögerung). Vor der Krise hatten Griechenland und Zypern fast das gleiche BIP pro Kopf, d.h. die griechischen Lohnstückkosten lagen um einiges dichter am Trend, sind deshalb eher nicht die Hauptverantwortlichen für das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht und die Exportlücke. Das sind ähnlich wie in Italien (Giordano/Zollino 2014; Tiffin 2014) vor allem strukturelle

<sup>19</sup> Die Lohnstückkosten hält Sinn (2014b: 123) für einen ungeeigneten Indikator, denn am Ende seien es die Preise, die für die Wettbewerbsfähigkeit entscheidend sind. Richtig, aber wie sollen die Preise sinken, wenn nicht über wachsende Produktivität und fallende Löhne, d.h. über niedrigere Lohnstückkosten. Eine Senkung der Lohnstückkosten durch Rationalisierungen in der Rezession ist nach Sinn (ibid.) „a mere statistical artefact“. Dem können wir nicht folgen: Die Streichung unproduktiver Jobs senkt die Durchschnittskosten und schafft damit Raum für Preissenkungen – ein normaler Anpassungsprozess im Konjunkturabschwung. Die arbeitslos Gewordenen wird man kaum damit trösten können, dass sie einem „mere statistical artefact“ zum Opfer gefallen sind.

Defizite (Böwer/Michou/Ungerer 2014). Ebenso wenig scheinen die Lohnstückkosten für Leistungsbilanzüberschüsse verantwortlich zu sein. In den entwickelten Euroländern sind sie auffallend gleich (Ausnahme Irland), was der ursprünglichen theoretischen Erwartung entspricht: Sowohl in den Defizitländern Italien und Frankreich, wie in sechs Überschussländern. Nur Schweden weicht stärker nach oben ab.

Fassen wir kurz zusammen: Lohnstückkosten und Preisniveau variieren erheblich zwischen den einzelnen EU Ländern in Abhängigkeit vom Pro-Kopf-Sozialprodukt. In einem System mit freiem Handel und Wettbewerb sollte das zu intensivem Handel und ausländischen Direktinvestitionen führen, die im Vergleich zu den Zielländern mit kapitalintensiveren Methoden arbeiten und so besonders niedrige Lohnstückkosten realisieren können. Daraus ergeben sich ein *catching-up* Prozess und eine Tendenz zum Ausgleich der Faktorpreise. Verbunden damit sind Kapitaleinfuhren, folglich ein Leistungsbilanzdefizit. Diesem Muster entspricht vor allem die Beziehung zwischen dem „Norden“ und dem „Osten“ in Europa. Der „Süden“ weicht von dem Muster ab: Die Handelsintensität ist vergleichsweise niedrig und die Lohnstückkosten sind eher hoch. Während in Griechenland, Zypern und auch Spanien bis zum Ausbruch der Krise noch von einem *catching-up* die Rede sein konnte, fielen Italien und Portugal immer weiter zurück (vgl. Tab. 2). Hieraus lässt sich *prima facie* ein gewisser Abwertungsbedarf ableiten. Es steht aber zu vermuten, dass ein niedrigerer realer Wechselkurs nicht wirklich Abhilfe schafft, da die Defizite struktureller Natur sind. Aus dem gleichen Grund dürfte eine Stimulierung der Nachfrage im „Norden“ stärker dem „Osten“ zugute kommen als dem „Süden“: Nicht nur die Löhne, auch die strukturellen Wettbewerbsparameter sind dort günstiger.

##### 5. *Interne oder externe Abwertung?*

Wie hoch man den Abwertungsbedarf in den Defizitländern des „Südens“ auch ansetzen will, die eigentliche Diskussion hat die Frage „interne oder externe Abwertung?“ zum Gegenstand und damit generell die Institution der Währungsunion. Griechenland dient dabei als Exempel, hat es sich doch in eine fast ausweglose Situation hineinmanövriert. Die strengeren Kritiker der Währungsunion glauben allerdings, dass alle Defizitländer mit einer eigenen Währung besser fahren würden. Warum eigentlich?

Das „klassische“ Argument wurde von dem Neoliberalen Milton Friedman (1953) vor über 60 Jahren formuliert: Flexible Wechselkurse führen bei schockartigen Gleichgewichtsstörungen rasch zu den notwendigen Anpassungen und zurück zum Gleichgewicht. Die Wirtschaftssubjekte können ohne staatliche Beschränkungen ihren internationalen Geschäften nachgehen, ohne dass das Gleichgewicht längerfristig gestört wird. Der Chicagoer Keynesianer Harry G. Johnson (1969) nahm das Argument bereitwillig auf und betonte, flexible Wechselkurse stellten den Staat frei von Rücksichten auf das außenwirtschaftliche Gleichgewicht und gewährten ihm so Autonomie in der Geld-, Fiskal- und restlichen Wirtschaftspolitik. Eines der Gegenargumente weist daraufhin, dass wir innerhalb von Staaten, auch von großen, einheitliche Währungen und damit feste Wechselkurse vorfinden. Das kann aber nur dann problemlos funktionieren, so Johnson, wenn innerhalb der Staaten

freie Mobilität von Gütern, Arbeit und Kapital besteht, was zwischen Staaten 1969 nicht der Fall war.

Damit sind wir bei der Theorie des optimalen Währungsraums und der Europäischen Währungsunion (Mundell 1961; s. auch Wagener/Eger 2014: Kap. 10). Der Gemeinsame Markt hat die freie Mobilität von Gütern, Arbeit und Kapital zum Ziel. In welchem Maß sie aber realisiert ist, um eine einheitliche Währung zu rechtfertigen, ist umstritten. Verschiedene empirische Studien untersuchen, ob der Euro sich negativ auf den Umfang und die Persistenz von außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten auswirkt. Berger und Nitsch (2010) zum Beispiel stellen fest, dass sich die bilateralen Handelssalden zwischen Euroländern nach Einführung der gemeinsamen Währung deutlich vergrößert haben und dauerhafter geworden sind. Generell sind Ungleichgewichte zwischen Ländern mit eigener Währung und flexiblen Wechselkursen niedriger und rascher korrigiert. Die Ursache für diese Diskrepanz sehen sie in Güter- und Arbeitsmarkttrigiditäten, die verhindern, dass in Ländern mit festen Wechselkursen oder einer gemeinsamen Währung die realen Wechselkurse rasch genug auf Ungleichgewichte reagieren.

Auf diese offensichtlich notwendige Bedingung einer einheitlichen Währung sind die Maastricht-Kriterien bei der Einführung des Euro nicht eingegangen. Sie tauchte aber sofort als Voraussetzung für die internationalen Hilfsprogramme auf, als die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in der Krise zu akuten Liquiditäts- und Solvenzproblemen führte. Interne Abwertung plus Flexibilisierung der Güter- und Arbeitsmärkte stoßen verständlicherweise in den betroffenen Ländern nicht auf begeisterte Zustimmung. Vor allem die „linke“ Fundamentalkritik am Euro sieht darin jedoch eine neoliberale Verschwörung der Banken. Denn die Flexibilisierung der Güter- und Arbeitsmärkte gilt ihr als Abbau des Wohlfahrtsstaates.

Die vom ökonomischen Standpunkt bizarren Vorstellungen Wolfgang Streeks (2013) in seiner Adorno-Vorlesung können wir hier nicht im Einzelnen behandeln. Während er „das neoliberale Instrumentarium einer inneren Abwertung“ als marktwirtschaftlichen Klassenkampf von oben und den „Euro als frivoles Experiment“ (S. 237) verteufelt, sieht er in der „Möglichkeit der [externen] Abwertung“ eine „Korrektur marktgerechter Verteilungsergebnisse durch diskretionären politischen Eingriff“ (S. 204).<sup>20</sup> Dass die „Rückkehr zu einem geordneten System flexibler Wechselkurse“ (S. 251) weder weniger Markt, noch Raum für staatliche Interventionen bringt, sondern das Wirkungsfeld des Devisenmarkts (und damit der Spekulation) erweitert, entzieht sich nicht ganz dieser Vorstellung: Das System der flexiblen Wechselkurse sollte deshalb eben „geordnet“ sein. Die „Rückkehr zu Formen der Kapitalverkehrskontrollen“ ist ohnehin wünschenswert und nötig (S. 253). Sarah Wagenknechts (2014) Politikempfehlungen stimmen hiermit weitgehend überein: „Eine Auflösung der Gemeinschaftswährung darf nicht so laufen, dass die

---

<sup>20</sup> Genau hat man sich das so vor vorzustellen: „Wähler und Gewerkschaftsmitglieder in Ländern mit einer linken politischen Tradition hatten so die Möglichkeit, ihre Realeinkommen auf Kosten der Käufer von Importprodukten und der ausländischen Hersteller derselben zu erhöhen und dabei die Einkommensverteilung zu ihren Gunsten zu verändern“ (Streek 2013, S. 252). Denn die durch die Abwertung verteuerten Importgüter sind, wie Streek mehrfach betont, reine Luxuskonsumgüter, also nur großkalibrige BMW, kein VW (vom Benzin ganz zu schweigen).

Wechselkurse der Spekulation überlassen werden. Es muss Institutionen geben, die die Wechselkurse auf dem Währungsmarkt stabil halten. Und es braucht Kapitalverkehrskontrollen“.

Der Devisenmarkt lässt sich innerhalb enger Grenzen manipulieren. Das macht den Wechselkurs aber nicht zu einer Instrumentvariable in der Verfügung des jeweiligen Landes, schon gar nicht, wenn chronische Leistungsbilanzdefizite die Währungsreserven ausgezehrt haben. Man kann den freien Devisenmarkt ausschalten und damit Währungsspekulation verhindern. Der staatlich fixierte Wechselkurs verliert dann seine preisliche Lenkungsfunktion, und die Austauschverhältnisse im Handel werden gütermäßig bestimmt. Diese Erfahrung haben die sozialistischen Planwirtschaften zu Genüge machen können. Mit seinem Plädoyer für freie Devisenmärkte setzt sich Friedman für individuelle Handlungsfreiheit und wirtschaftspolitische Autonomie ein wohl wissend, dass bei makroökonomischen Ungleichgewichten schmerzhaft Anpassungen erforderlich sind. Vermittelt über den Markt werden sie seiner Ansicht nach rascher und durchgreifender vorgenommen als über diskrete tarif- und ordnungspolitische Entscheidungen. Es entbehrt nicht einer gewissen Ironie, wenn die antikapitalistische Kritik (wie auch immer kastrierte) „neoliberale“ Institutionen fordert, um den Neoliberalismus zu bekämpfen und unvermeidliche Anpassungsprozesse zu umgehen.

Ernster zu nehmen ist die Befürchtung, die mit der internen Abwertung verbundene Lohnzurückhaltung bzw. Lohnsenkung werde auf massiven gewerkschaftlichen Widerstand stoßen und möglicherweise den sozialen Frieden gefährden (so z.B. Sinn 2014a: 135). Allerdings ist da zu fragen: Wo liegt der Unterschied zwischen der internen und der externen Abwertung? Um ihren Zweck zu erfüllen, müssen beide zu einer realen Abwertung führen, und die ist nun einmal mit einer Senkung der Realeinkommen verbunden, und zwar *ceteris paribus* mit exakt der gleichen. Ein Zahlenbeispiel für Griechenland verdeutlicht das. Um das griechische Exportpreisniveau um ein Drittel zu senken, ist eine Abwertung um 50 % erforderlich. Die griechische Importquote wird mit 30 % angesetzt (vgl. Tab. 1).

Tabelle 5: Primäreffekte der internen und externen Abwertung

	Preise in €	Preise in GRD	Wechselkurs
<i>Situation vor der Abwertung</i>			
Binnenpreise	1	300	1 € = 300 GDR
Exportpreise	1	300	
Preisniveau	100	100	
Nominallohn	100	30 000	
<i>Situation nach der Abwertung</i>			
Binnenpreise	0,66	300	
Exportpreise	0,66	300	1 € = 450 GDR
Importpreise	1	450	
Preisniveau	76,2	115	
Nominallohn	66	30 000	
Reallohn in %	86,6	86,9	

Solange die Wirtschaftssubjekte einer Geldillusion unterliegen, werden sie die Inflationsvariante, d.h. die externe Abwertung vorziehen. Diese birgt aber eine große Gefahr: Auch hier tolerieren die Gewerkschaften die Realeinkommensenkung wahrscheinlich nicht und versuchen, diese durch nominale Lohnsteigerungen wettzumachen – die bekannte Lohn-Preis-Abwertungsspirale. Die spreads der Zinssätze vor Einführung des Euro belegen das Phänomen anschaulich.

Ein weiteres, sicher nicht zu vernachlässigendes Argument (ebenfalls bei Sinn 2014a: 137 und 2014b: 139f zu finden) bezieht sich auf die Tatsache, dass bei einer Deflation oder auch bereits bei unvorhergesehen verminderten Inflationsraten nominal fixierte, längerfristige Verpflichtungen (Mieten, Kreditverträge) die Schuldner stärker belasten: Im Extremfall treibt die Deflation die Schuldner in den Ruin. Doch auch hier gibt es eine Entsprechung bei der Inflationsvariante, nur dass es da die Gläubiger sind (das sind auch die Sparer), die die Belastung tragen. Weder in Irland noch in Lettland hat in der jüngsten Krise die Deflationspolitik zu in dieser Hinsicht untragbaren Zuständen geführt, sondern eine rasche Erholung ermöglicht.

Die Frage einer geordneten Insolvenz oder eines Schuldenschnitts ist unabhängig von der Form der Abwertung. Die reale Belastung durch die in Euro denominierten Auslandsschulden steigt in beiden Fällen gleichermaßen. Über ihre sekundären Effekte (Exportsteigerung, Importreduzierung) sollte die Abwertung dem weiteren Anwachsen der Auslandsverschuldung Einhalt gebieten und zu einem langsamen Abbau der Schulden führen. Dabei ist zu beachten, dass die Nettoverschuldung gegenüber dem Ausland in den Defizitländern des „Südens“ anders als die vielzitierte Staatsverschuldung sehr unterschiedlich ist (Eurostat-Zahlen für 2012<sup>21</sup>): in Portugal (116 % des BIP), Griechenland (109 %) und Spanien (93 %) hoch, in Italien (28 %) und Frankreich (21 %) vergleichsweise niedrig.

Die interne Abwertung muss über wirtschaftspolitische, vor allem tarifpolitische Entscheidungen in die Wege geleitet werden. Das ist ein schmerzhafter Prozess. Zusätzlich setzt sie hinreichend flexible Gütermärkte voraus, damit die Lohnkürzungen möglichst umgehend zu entsprechenden Preissenkungen führen und die Reallöhne in Abhängigkeit von der Importquote nur moderat fallen<sup>22</sup>. Die vom Devisenmarkt fixierte externe Abwertung wird als exogener Schock erfahren, für den primär niemand verantwortlich gemacht werden kann. Ob er reaktionslos akzeptiert wird, ist, wie gesagt, eine andere Frage.

Eine eigene Währung erleichtert das Schuldenmachen. In heimischer Währung denominierte Schulden können grundsätzlich monetär finanziert werden. Ein Insolvenzrisiko besteht nicht. Das ist allerdings kein *free lunch*. Denn an die Stelle des Insolvenzrisikos tritt das Inflations- und Wechselkursrisiko. Inwieweit sich dieses in den Zinsraten niederschlägt, hängt von zahlreichen weiteren Faktoren ab. Die Staatsverschuldung Großbritanniens lag über die gesamte Krisenperiode über der Spaniens; doch Spanien musste nach dem Regimewechsel

---

<sup>21</sup> Diese Zahlen schließen vermutlich die Target-Salden nicht ein.

<sup>22</sup> Die starken Abwertungen nach 2008 haben die Realeinkommen in den importintensiven Ländern des „Ostens“ und Irland (vgl. Tab. 1 und Tab. 3) dementsprechend härter getroffen als in den importschwachen Ländern des „Südens“.

innerhalb des Eurosystems deutlich höhere Zinsen bezahlen. Daraus folgt nicht automatisch, dass Spanien mit einer eigenen Währung seine Zinskosten reduzieren könnte.

## 6. Schlussfolgerungen

Die Finanzmarktkrise und die auf sie folgende Rezession haben außenwirtschaftliche Ungleichgewichte innerhalb des Euroraums, aber auch darüber hinaus, zum Teil sichtbar gemacht, zum Teil auch verursacht. Die Währungsstabilität ist davon unberührt geblieben. Anders verhält es sich mit der Stabilität des Finanzsystems, die in der Folge der Finanzmarktkrise als gefährdet angesehen wurde. Vor allem Euroländer mit einem doppelten Defizit gerieten in Liquiditäts- und Solvenzschwierigkeiten oder mussten zumindest erhöhte Zinsen für zusätzliche Kredite in Kauf nehmen.

Nicht jedes Leistungsbilanzdefizit ist *per se* ein Krankheitssymptom, genauso wenig wie ein Überschuss. Hohe Kapitalimporte können unterschiedliche Wachstumschancen widerspiegeln und sind dann für beide Seiten, den Importeur wie den Exporteur, vorteilhaft. Doch selbst in diesem Fall kommt es zu Problemen, wenn eine generelle Vertrauenskrise im internationalen Finanzsystem den Kreditfluss unterbricht, wie es 2008 im „Osten“ der Fall war: Was eben noch eine gesunde Wachstumspolitik zu sein schien, verliert plötzlich seine Grundlage und erfordert einschneidende Maßnahmen. Je mehr die Kapitalströme konsumtiv verwendet werden und je mehr sie spekulativ sind – was *ex ante* selbst bei Immobilienpreisblasen nicht evident ist –, desto eher kann man von ungesunden Entwicklungen sprechen.

Das Ursachengeflecht, das in den einzelnen EU Ländern nach 2007 zu mehr oder minder tiefgreifenden Problemen geführt hat, ist äußerst komplex. Auch wenn die Auslösung der Finanzmarktkrise eindeutig nicht dem Euro zugeschrieben werden kann, spielt er in diesem Ursachengeflecht eine wichtige Rolle. Seine Einführung hat für die beteiligten Länder das internationale Finanzierungsregime grundlegend geändert. Sie fiel allerdings in eine Periode, in der auch außerhalb Europas die Finanzmärkte übermäßig dereguliert worden sind, weil man sie von Natur für effizient, und das heißt einer realistischen Risikoeinschätzung für fähig hielt. Innerhalb der Währungsunion war der Euro auf der einen Seite ein Stabilisierungsanker für bislang inflationsanfällige Länder, auf der anderen Seite wussten gerade diese mit dem sich eröffnenden Zugang zu billigen und fast unbegrenzten Krediten nicht hinreichend bedachtsam umzugehen. Sie mussten es sozusagen auf die harte Weise lernen. Die dabei eingesetzten Hilfsmaßnahmen der übrigen Euro-Länder und der EZB stehen hier nicht zur Debatte.

Was zur Debatte steht, ist die Frage, ob die auf unterschiedliche Ursachen zurückzuführenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte durch ein anderes Währungsregime, nämlich eine eigene Währung mit flexiblen Wechselkursen, effizienter behoben werden könnten. Die Frage lässt sich auch unverblümt formulieren: Hat der Euro in der Krise versagt? Unsere Antwort ist ein eindeutiges Nein. Als Währung weist er eine erstaunliche Stabilität auf. Die Krise hat die Glaubwürdigkeit der Konstruktion von Maastricht (kein *bail-out*, keine Staatsfinanzierung durch die EZB) erschüttert. Das hat zur Schaffung eines Schutzgürtels um die Gemeinschaftswährung (ESM, Bankenunion) geführt, dessen Funktionsfähigkeit sich noch



beweisen muss. Doch die im „Süden“ weiter anwachsende Staatsverschuldung ließe sich auch mit einer eigenen Währung nicht umkehren. Entsprechende Sorgen würden höchstens mehr auf Seiten der Gläubiger anfallen.

Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit spielt eine eher untergeordnete Rolle im Gesamtphänomen der makroökonomischen Ungleichgewichte. Soweit diese vor allem von der Kapitalbilanz verursacht worden sind, müssen sie durch Änderungen im makroökonomischen Ausgabenverhalten korrigiert werden. Wo die Wettbewerbsfähigkeit prekär ist, gilt es zu prüfen, inwieweit Preisanpassungen hier hilfreich sein können bzw. inwieweit die Probleme von anderen, strukturellen Wettbewerbsparametern (Qualität, Innovation, Service, Reputation, Bürokratie) herrühren. Es ist wohl richtig, dass sich alles verkaufen lässt, wenn der Preis stimmt. Doch die dafür notwendigen Abwertungen, und damit Realeinkommensverluste, stießen in den betroffenen Ländern auf unüberwindbare Widerstände. Unter anderen an diesem Problem ist einst die DDR gescheitert: Die internationale Wettbewerbsfähigkeit verschlechterte sich kontinuierlich, der Wechselkurs (Richtungskoeffizient genannt), und damit die Terms of Trade, mussten ständig nach unten angepasst werden – die notwendigen Importe erforderten den Export von immer mehr heimischen Produkten.

Die Vorteile einer eigenen Währung sind bekannt und sie müssen für jedes einzelne Land gegenüber den Vorteilen der Gemeinschaftswährung abgewogen werden (De Grauwe 2012: 72 ff). Die Tatsache, dass das reale Preisniveau über den Wechselkurs vom Devisenmarkt diktiert wird, gehört wohl kaum zu den Stärken der eigenen Währung. Wo sie erforderlich sind, erfolgen externe Abwertungen häufig rascher und konsequenter als interne. Doch einige Länder (Irland, Lettland) haben gerade in der jüngsten Krise gezeigt, dass auch eine effiziente interne Abwertung möglich ist. Der soziale Stress, den eine substantielle reale Abwertung verursacht und der bei einer internen Abwertung möglicherweise intensiver gefühlt wird als bei einer externen, macht sie zu einem politischen Problem. Sie kann nur dort reibungslos durchgesetzt werden, wo, wie z.B. in Irland oder Lettland, ein hinreichender Konsens über ihre Notwendigkeit besteht.

### *Literatur*

Berger, Helge/ Volker Nitsch, 2010, The Euro's Effect on Trade Imbalances, *IMF Working Paper*, WP/10/226.

Bhagwati, Jagdish, 1984, Why are Services Cheaper in Poor Countries? *Economic Journal* 94: 279-86.

BMF, 2013, Bundesministerium für Finanzen, *Monatsbericht* vom 20. 6. 2013.

BMWi, 2013, Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, *Schlaglichter der Wirtschaftspolitik. Monatsbericht Juli 2013*.

- Botta, Alberto, 2014, Structural Asymmetries at the Roots of the Eurozone Crisis: What's New for Industrial Policy in the EU? *Working Paper No. 794*, Levy Economics Institute.
- Böwer, Uwe/Vasiliki Michou/Christoph Ungerer 2014, The puzzle of the missing Greek exports, *European Economy*, Economic Papers 518.
- Breuer, Sebastian/ Jens Klose, 2013, Who gains from nominal devaluation? An empirical assessment of Euro-area exports and imports, *Working Paper 04/2013*, German Council of Economic Experts.
- Cardoso, Miguel/ Mónica Correa-López/ Rafael Doménech, 2012, Export shares, price competitiveness and the 'Spanish paradox', *Vox*, November 2012;  
<http://www.voxeu.org/article/export-shares-price-competitiveness-and-spanish-paradox>.
- Cour-Thimann, Philippine, 2013, Target Balances and the Crisis in the Euro Area, *CESifo Forum 14* (Special Issue).
- De Grauwe, Paul, 2012, *Economics of Monetary Union*, 9<sup>th</sup> ed., Oxford (Oxford University Press).
- European Commission, 2012, Current Account Surpluses in the EU, *European Economy 9/12*.
- European Commission, 2014, Macroeconomic Imbalances. Germany 2014, *Occasional Paper 174*.
- Friedman, Milton, 1953, The Case for Flexible Exchange Rates, in: ders. *Essays in Positive Economics*, Chicago (Chicago University Press): 157-203.
- Giordano, Claire/ Francesco Zollino (2014), *Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest Euro-area countries*, paper 13<sup>th</sup> EACES biennial conference, Budapest 4.- 6.9.2014.
- Guillemette, Yvan/ David Turner, 2013, Policy options to durably resolve Euro area imbalances, *Economics Department Working Papers No. 1035*, OECD.
- Goldman Sachs, 2012, Achieving fiscal and external balance (Part 1): The price adjustment required for external sustainability, *European Economics Analyst Issue No. 12/01*.
- Johnson, Harry G., 1969, The Case for Flexible Exchange Rates, 1969, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, June 1969: 12-24.
- Kollmann, Robert et al., 2014, What drives the German current account? And how does it affect other EU member states? *European Economy. Economic Papers 516*.
- Kravis, Irving B./ Robert E. Lipsey, 1982, Towards an Explanation of National Price Levels, NBER Working Paper Series, *Working Paper No. 1034*.
- Krugman, Paul R./ Maurice Obstfeld, 1994, *International Economics. Theory and Practice*, 3<sup>rd</sup> ed., New York (HarperCollins).

Mundell, Robert A., 1961, A theory of optimal currency area, *American Economic Review* 51: 657-65.

Sinn, Hans-Werner, 2014a, *Gefangen im Euro*, München (Redline).

Sinn, Hans-Werner, 2014b, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford (Oxford University Press).

Streek, Wolfgang, 2013, *Gekaufte Zeit. Die vertagte Krise des demokratischen Kapitalismus*, Berlin (Suhrkamp).

Tiffin Andrew, 2014, European Productivity, Innovation and Competitiveness: The Case of Italy, *IMF Working Paper* WP/14/79.

Wagener, Hans-Jürgen/ Thomas Eger, 2014, *Europäische Integration. Wirtschaft und Recht, Geschichte und Politik*, 3. Aufl., München (Vahlen).

Wagenknecht, Sarah, 2014, *Der Euro spaltet Europa*, Interview, Zeit Online, 13.2.2014.