

Finanzkrise und Zahlungsbilanz- entwicklungen in der Europäischen Währungsunion

In einigen Ländern des Euro-Raums hatten sich im Vorfeld der Finanzkrise erhebliche und persistente Leistungsbilanzdefizite aufgebaut. Infolgedessen hat die Verschuldung dieser Länder gegenüber dem Ausland kräftig zugenommen, und die Finanzierungsrisiken der Kapitalgeber sind dadurch signifikant gestiegen. Die Finanzkrise hat diese Schwachstellen und Risiken abrupt offenlegt: Zur Verschärfung der Entwicklungen trug bei, dass vielfach negative Rückkopplungen zwischen den Problemen im Bereich der öffentlichen Finanzen und den Risiken der nationalen Bankensysteme zum Tragen kamen, die die Tragfähigkeit der gesamten Verschuldungsposition gegenüber dem Ausland in den Augen der privaten Investoren in Zweifel zogen. Im Ergebnis stehen in jüngster Zeit den Leistungsbilanzdefiziten dieser Länder – ungeachtet der rückläufigen Positionen – keine ausreichenden privaten Kapitalzuflüsse mehr gegenüber. Insoweit handelt es sich in den betreffenden Ländern nicht nur um einen Vertrauensverlust in die öffentlichen Haushalte, sondern um krisenhafte Zahlungsbilanzprobleme.

Derartige Zahlungsbilanzschwierigkeiten wurden im Vorfeld vielfach als vernachlässigbares Risiko für den gemeinsamen Währungsraum angesehen und ihre Tragweite unterschätzt. Darüber hinaus hat die Krise gezeigt, dass die üblichen Korrekturmechanismen bei nationalen Zahlungsbilanzungleichgewichten innerhalb des Euro-Raums im Vergleich zu anderen Wechselkurssystemen verzögert wirken. Wie eigene empirische Untersuchungen bestätigen, ist dies auch darauf zurückzuführen, dass in einer Währungsunion nicht nur die Wechselkurse zwischen den Mitgliedstaaten fixiert werden, sondern dass die gemeinsame Geldpolitik über die Vereinheitlichung der kurzfristigen Zinssätze und über die liquiditätspolitischen Stützungsmaßnahmen den Anpassungsprozess abfedert und zeitlich streckt.

Damit wird in den betroffenen Ländern ein allzu abrupter gesamtwirtschaftlicher Korrekturprozess mit erheblichen Folgekosten für die Realwirtschaft und die dortigen Finanzsysteme verhindert. In dem Maß, in dem marktgetriebene Korrekturprozesse nur eingeschränkt wirken, kommt es damit jedoch entscheidend darauf an, dass über wirtschafts- und finanzpolitische Koordinierung und Konditionalitäten die notwendigen makroökonomischen Anpassungsprozesse abgesichert werden, um für die Zukunft zu nachhaltigen externen Positionen innerhalb der Währungsunion beizutragen. Außerdem dürfen die sich in den Zinsen widerspiegelnden Risikoprämien nicht weitgehend eingeebnet werden. Dies setzt eine geeignete Regulierung und ein geschärftes Risikobewusstsein der Marktteilnehmer voraus. Dies gilt insbesondere dann, wenn – wie in der Europäischen Währungsunion (EWU) – die nationale Eigenverantwortung das konstitutive Element des institutionellen und rechtlichen Rahmens bildet.

Darüber hinaus stellt ein geschwächter Korrekturmechanismus in der EWU aber auch grundsätzlich höhere Anforderungen an die Homogenität der Mitglieder. Das neu implementierte makroökonomische Ungleichgewichtsverfahren der EU sowie der Fiskalpakt sind sicherlich Schritte in die richtige Richtung. Allerdings muss sich noch zeigen, inwieweit Fehlentwicklungen damit künftig frühzeitig identifiziert und behoben werden können.

Grenzüberschreitende Finanzierungsengpässe werden durch die gemeinsame Währung nicht ausgeschlossen

Nach Einführung des Euro Aufbau außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte

Die ersten Jahre des letzten Jahrzehnts bis zum Ausbruch der internationalen Finanzkrise in den Jahren 2007 und 2008 waren nicht nur auf globaler Ebene von einem massiven Aufbau außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte geprägt. Auch innerhalb der EWU war eine deutliche Divergenz zwischen Ländern mit persistenten und zum Teil steigenden Leistungsbilanzdefiziten auf der einen Seite sowie sogenannten „Überschussländern“ auf der anderen Seite zu beobachten. In der Folge bauten sich zunehmend höhere Auslandsverbindlichkeiten der Defizitländer auf.

Hohe Auslandsverbindlichkeiten – insbesondere wenn ihre Finanzierung kurzfristiger Natur ist – beinhalten jedoch das Risiko, bereits vorhandene nationale Schwachstellen und Verletzbarkeiten zu verstärken. Die Länder an der Peripherie des gemeinsamen Währungsraumes erfuhren in der aktuellen Staatsschuldenkrise genau dies: Die Finanzierung der Leistungsbilanzsalden wurde nicht mehr durch entsprechende private Kapitalströme gedeckt. Der Zahlungsbilanzausgleich musste über öffentliche Mittel erfolgen.¹⁾

Die entstandenen Finanzierungslücken reflektierten die zunehmende Skepsis der internationalen Finanzmärkte hinsichtlich der Tragfähigkeit der aufgelaufenen Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland sowie – davon nicht unabhängig – hinsichtlich der Lage der Banken in den von der Krise betroffenen Ländern. Hinzu kamen vielfach negative Rückkopplungen zwischen den Problemen im Bereich der öffentlichen Finanzen und in den Bankensystemen der betreffenden Länder. Diese Rückkopplungswirkungen trafen die Krisenländer je nach spezifischer Ausgangslage durchaus unterschiedlich: In Irland und Spanien verschlechterten die aus den jeweiligen Korrekturen an den Immobilienmärkten resultierenden Probleme in

den dortigen Bankensystemen die Solvenz der öffentlichen Haushalte, in Griechenland führte hingegen die staatliche Solvenzkrisen zu nachfolgenden Krisen der ansässigen Banken. Ungeachtet dieser Unterschiede bewirkten diese wechselseitigen Abhängigkeiten aber eine endogene Verschärfung der nationalen Probleme und trugen maßgeblich zu dem markanten Umschwung der privaten Kapitalflüsse bei. Es handelt sich somit in der aktuellen Krise über die engere fiskalische Verschuldungsthematik hinaus um krisenhafte Entwicklungen in den Zahlungsbilanzen einiger Mitgliedsländer der Währungsunion.

Defizite in der Zahlungsbilanz, die mit einer Veränderung der staatlichen Auslandsposition in Form eines Abbaus von Währungsreserven oder steigenden Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen staatlichen oder überstaatlichen Institutionen einhergehen, sind nur über einen begrenzten Zeitraum hinweg aufrechtzuerhalten. Analog zur Definition der Tragfähigkeit von Leistungsbilanzdefiziten nach Milesi-Ferretti und Razin (1996) werden entsprechende Krisen definiert als eine Situation, die erhebliche Korrekturen der Wirtschaftspolitik erfordert, um die Auslandsverbindlichkeiten innerhalb des bestehenden Währungsregimes weiterhin bedienen zu können.²⁾

*Definition:
Zahlungsbilanz-
krise*

In der wirtschaftspolitischen Diskussion wurde die Möglichkeit nationaler Zahlungsbilanzkrisen in der Währungsunion im Vorfeld der aktuellen

¹ Wie in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur üblich werden dem privaten Kapitalverkehr im Folgenden alle grenzüberschreitenden Finanzströme zugeordnet, die weder auf Transaktionen zwischen der inländischen und einer ausländischen Zentralbank (z. B. Währungsreserven, TARGET2-Salden) noch auf internationalen Hilfsprogrammen beruhen. Dies schließt nicht aus, dass auch staatliche Akteure beteiligt sein können.

² Bei dem Begriff der Tragfähigkeit von Leistungsbilanzungleichgewichten geht es um die Bewertung „whether a continuation of the current policy stance is going to require a ‚drastic‘ policy shift (such as a sudden tightening of monetary and fiscal policy, causing a large recession) or lead to a crisis (such as an exchange rate collapse, resulting in an inability to service external obligations)“. Vgl.: G. M. Milesi-Ferretti und A. Razin (1996), Current-Account Sustainability, Princeton Studies in International Finance No. 81, Princeton NJ, S. 5.

Vor der Krise wurde die Gefahr nationaler Zahlungsbilanzprobleme weitgehend ausgeblendet, ...

Krise weitgehend ausgeblendet. Aus der Überzeugung heraus, dass sich nach dem Wegfall des Wechselkursrisikos keine Finanzierungspässe mehr für ein einzelnes Land einstellen würden, erschien auch die Analyse nationaler Zahlungsbilanzen lange Zeit überflüssig. Es herrschte die Überzeugung vor, dass ein gemeinsamer Währungsraum Zahlungsbilanzkrisen einzelner Mitgliedsländer verhindern würde.³⁾

... was sich als unangebracht erwiesen hat

Diese Argumentation hat sich als Trugschluss erwiesen.⁴⁾ Zahlungsbilanzkrisen können grundsätzlich eintreten unabhängig davon, ob eine Volkswirtschaft Teil eines gemeinsamen Währungsraumes ist oder nicht. Die Zahlungsbilanz ist zwar ex post eine buchhalterische Identität, in ökonomischer Sicht drückt sie jedoch eine wesentliche Budgetrestriktion aus: Defizite müssen finanziert werden. Gelingt dies nicht mehr oder nur noch erschwert, sind Anpassungen unumgänglich. Diese Restriktion bindet auch Mitglieder einer Währungsunion. Allerdings bestehen für Länder in einer Währungsunion besondere Rahmenbedingungen, da ihnen weder der Wechselkurs noch die nationale Geldpolitik als Anpassungsinstrumente zur Verfügung stehen. Darüber hinaus hat die aktuelle Krise deutlich gemacht, dass in einem gemeinsamen Währungsraum nationale Fehlentwicklungen erhebliche Ansteckungseffekte hervorrufen können.

Zahlungsbilanzprobleme einzelner Mitglieder können Stabilität der Währungsunion gefährden

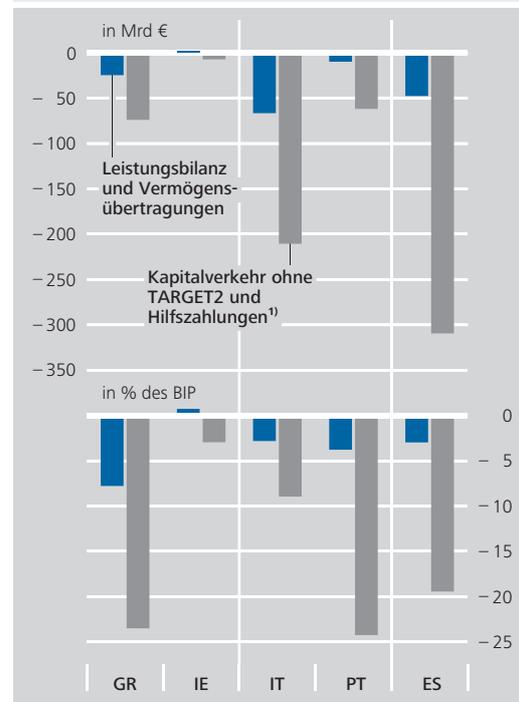
Aufbau innereuropäischer Leistungsbilanzungleichgewichte in der EWU

Kapital wurde zu günstigen Konditionen zur Verfügung gestellt

Zu Beginn der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion glichen sich mit dem Wegfall des Wechselkursrisikos die Zinsen der Teilnehmerländer auf niedrigem Niveau an. Dies war unter dem Gesichtspunkt einer vertieften Finanzmarktintegration auch prinzipiell erwünscht. In den Peripherieländern stimulierten die günstigen Finanzierungskonditionen zugleich aber die Inlandsnachfrage; ein prozyklischer Realzinseffekt kam zum Tragen: Bei

Leistungsbilanzen^{*)} und privater Kapitalverkehr

1. Vj. 2011 bis 2. Vj. 2012, Salden



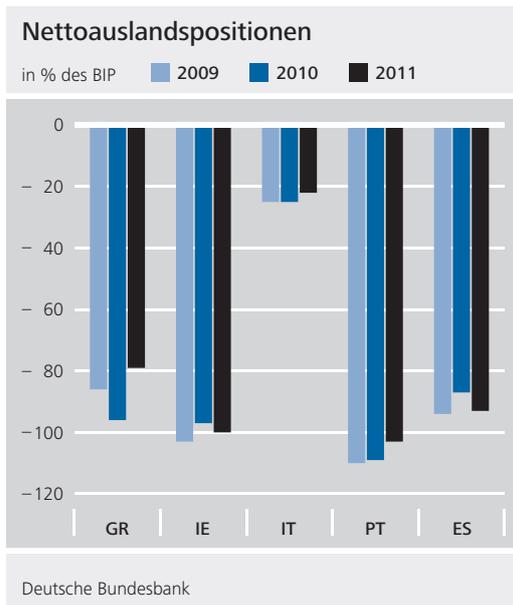
* Einschl. Vermögensübertragungen. 1 (+) = Kapitalimport, (-) = Kapitalexport.
 Deutsche Bundesbank

überdurchschnittlichen Preissteigerungen für nicht handelbare Güter erschienen Investitionen in diesem Bereich besonders lohnend – zu Lasten des Exportangebots. Zudem flossen private Kapitalströme aus dem Ausland in großem Ausmaß über einen langen Zeitraum hinweg in die betreffenden Volkswirtschaften. Der mit den Kapitalflüssen einhergehende Boom des Immobiliensektors heizte über einen positiven

Realzinseffekt dominierte ...

³ Diese Sichtweise liegt implizit auch dem Vertrag zur Arbeitsweise der Europäischen Union zugrunde, der Zahlungsbilanzhilfen nur für EU-Länder vorsieht, die den Euro noch nicht eingeführt haben (Art. 143 AEUV). Vgl.: B. Marzino, J. Pisani-Ferri und A. Sapir (2010), Two crises, two responses, Bruegel Policy Brief, 2010/01, March; sowie: F. Giavazzi und L. Spaventa (2010), Why the current account may matter in a monetary union: lessons from the financial crisis in the euro area, CEPR Discussion Paper Series No. 8008, London.

⁴ Vgl.: H.-W. Sinn (2011), Die europäische Zahlungsbilanzkrise, ifo Schnelldienst 16/2011, S. 3 ff.; M. Wolf (2012), Can one have a balance of payment crisis in a currency union?, Financial Times Deutschland; S. Merler und J. Pisani-Ferri (2012), Sudden Stops in the Euro Area, Bruegel Policy 2012/06, Bruegel, Brüssel; K. Reeh (2012), Balance of Payment Adjustment in the Monetary Union, CESifo Forum Special Issue, CESifo München.



Persistente Überschüsse und Defizite der nationalen Leistungsbilanzsalden wurden lange Zeit als normale Begleiterscheinung eines raschen und erfolgreichen Aufholprozesses in den süd-europäischen Peripherieländern interpretiert. Allerdings war das schnelle und exzessive Ansteigen der privaten Nachfrage in den Jahren vor der Finanzkrise nicht in vollem Umfang durch den Konvergenzprozess gerechtfertigt. Die häufig ineffiziente Verwendung des zufließenden Kapitals, damit teilweise einhergehende Preisblasen auf den Kapital- oder Immobilienmärkten sowie das außergewöhnlich hohe Kreditwachstum wurden nicht in ausreichender Weise als Alarmzeichen gewertet; sie schlugen sich zunächst auch nicht in steigenden Zinsaufschlägen nieder.⁶⁾

*Leistungs-
bilanzdefizite
vorrangig als
Ausdruck
wirtschaftlicher
Konvergenz
interpretiert, ...*

Vermögenseffekt die Inlandsnachfrage in verschiedenen Ländern zusätzlich an.

*... den Wett-
bewerbseffekt*

Die über die Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit ausgelöste Dämpfung der Exporte reichte nicht aus, die Lohnentwicklung in den betroffenen Ländern entscheidend zu beeinflussen und einen Anpassungsprozess in Gang zu setzen. Somit verstärkten die gegenläufigen außenwirtschaftlichen Entwicklungen die bereits bestehenden makroökonomischen Divergenzen zwischen den Mitgliedern der EWU im Vorfeld der Finanzkrise stetig. Erhebliche und dauerhafte Leistungsbilanzungleichgewichte im Euro-Raum waren die Folge.⁵⁾

So wiesen Ende 2009 die hohen Netto-Auslandsverbindlichkeiten in Relation zum BIP von Griechenland (86%), Irland (103%), Portugal (110%) und Spanien (94%) auf eine erhebliche Anfälligkeit gegenüber einem Rückzug ausländischer Investoren hin. Dies gilt insbesondere für eine Auslandsverschuldung in Form von Fremdkapital, da diese konkrete Zahlungsverpflichtungen verursacht und einen akuten Finanzierungsbedarf mit sich bringt, zum einen über die notwendige Anschlussfinanzierung auslaufender Kredite, zum anderen über die

*... aber Netto-
Auslandsver-
bindlichkeiten
signalisierten
bereits be-
stehende Risiken*

*Auseinander-
driften der
Leistungsbilanz-
entwicklungen
in der EWU*

So stiegen die Leistungsbilanzüberschüsse in Deutschland sowie Österreich, Dänemark, Belgien, Finnland, den Niederlanden und Luxemburg seit Beginn des Jahrtausends oftmals kontinuierlich an. Deutschland erreichte 2007 mit beinahe 7 1/2% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) einen Höchstwert. Auf der anderen Seite wiesen die Leistungsbilanzpositionen der restlichen Euro-Länder zum Teil steigende Defizite auf. Insbesondere die Peripherieländer Spanien, Portugal und Griechenland erreichten in den Jahren 2007 beziehungsweise 2008 Werte von 10%, 12 1/2% sowie 15% des jeweiligen BIP.

⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Leistungsbilanzsalden und preisliche Wettbewerbsfähigkeit im Euro-Raum, Monatsbericht, Juni 2007, S. 35 ff.

⁶ Vgl.: F. Giavazzi und L. Spaventa (2010), Why the current account may matter in a monetary union: lessons from the financial crisis in the Euro area, CEPR Discussion Paper 8008, CEPR, London; H. Zemanek, A. Belke und G. Schnabl (2009), Current Account Imbalances and Structural Adjustment in the Euro Area: How to rebalance Competitiveness, Policy Paper 7, IZA, Bonn; H. Berger und V. Nitsch (2010), The Euro's effect on Trade Imbalances, IMF Working Paper, IMF, Washington; C. Borio und P. Disyatat (2011), Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No link?, BIS Working Paper, 346, BIS, Basel.

anhaltend hohen Zinsverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland.⁷⁾

Veränderte Risikowahrnehmung nach Einsetzen der Finanzkrise

Veränderte Risikowahrnehmung mit Einsetzen der Finanzkrise

Im Zuge der Ausweitung der Finanzkrise auf Europa geriet der Glaube an einen stetig andauernden und sich ohne größere Rückschläge fortsetzenden Konvergenzprozess zunehmend ins Wanken. Infolgedessen wurde die Tragfähigkeit der Verschuldungsposition einiger Mitgliedstaaten immer stärker infrage gestellt. Finanzmittel aus privaten Quellen waren weniger leicht und nur noch zu verteuerten Konditionen zu erhalten.

Währungsunion schottete die Mitglieder zunächst vor den Auswirkungen der Finanzkrise ab, ...

Nach dem Kollaps von Lehman Brothers im September 2008 wurden jedoch zunächst die EU-Länder außerhalb der EWU, in erster Linie solche mit fixen Wechselkursen, mit erheblichen Abflüssen von Kapital konfrontiert, was abrupte Anpassungen der Leistungsbilanzen erzwang. Die internationalen Investoren betrachteten den Euro-Raum zum damaligen Zeitpunkt noch immer als Hort der Stabilität, sodass auch Mitgliedstaaten mit erheblichen Defiziten in der Leistungsbilanz von abrupten Umkehrungen der grenzüberschreitenden privaten Kapitalflüsse zunächst verschont blieben.

... bis Staatsschuldenkrise auch im Euro-Raum Fehlentwicklungen offen legte

Mit Einsetzen der Staatsschuldenkrise veränderte sich die Wahrnehmung der Risiken aus Engagements in den Ländern des gemeinsamen Währungsraumes jedoch drastisch. Infolge des Vertrauensverlustes der internationalen Investoren schlugen die privaten Brutto-Kapitalströme in die Peripherieländer der Währungsunion um. Per saldo zogen sich private ausländische Kapitalgeber aus den von der aktuellen Schuldenkrise besonders betroffenen EWU-Mitgliedsländern zurück. Ein nicht unwesentlicher Teil der Mittel floss dabei über die jeweiligen Bankensysteme ab.⁸⁾ Anstelle privater Kapitalzuflüsse verzeichneten einige Länder mit Leistungsbilanzdefiziten wie Griechenland,

Portugal, Spanien oder Italien im Ergebnis vielmehr sogar private Netto-Kapitalexporte.

Absolut gesehen am größten waren die Kapitalabflüsse in Spanien und Italien, wo seit Jahresbeginn 2011 bis zum Ende des zweiten Quartals 2012 private Finanzmittel in Höhe von netto 307 Mrd € beziehungsweise 211 Mrd € abgezogen worden sind. Hinzu kamen kumulierte Defizite der Leistungsbilanz von 50 Mrd € beziehungsweise 66 Mrd €.⁹⁾ Aber auch in Griechenland und Portugal lagen die privaten Netto-Kapitalexporte deutlich über dem ohnehin infolge des Defizits im Leistungsverkehr anfallenden Finanzbedarf.

Rückzug der internationalen Investoren

Finanzhilfen und verstärkte Refinanzierung der Banken durch das Eurosystem ersetzen fehlende private Zahlungsströme

Die immer stärker ansteigenden Abflüsse privaten Kapitals führten in einigen EWU-Mitgliedstaaten trotz sinkender Defizite der Leistungsbilanz dazu, dass ein Ausgleich der privaten Zahlungsbilanztransaktionen aus eigener Kraft nicht mehr möglich war.

Neben der Bereitstellung umfangreicher internationaler Finanzhilfen in Form bilateraler Kredite und EFSF/IWF-Anpassungsprogramme lin-

Verstärkte Refinanzierung bei den Notenbanken

⁷ Bei einem internationalen Vergleich der Brutto-Auslandsverschuldung ist jedoch zu beachten, dass dieser Wert wesentlich von der jeweiligen Wirtschaftsstruktur abhängt. So wies Irland mit einer nach wie vor großen Bedeutung des Finanzsektors zum Jahresende 2011 mit über 1000% des BIP eine ungleich höhere Schuldenquote auf als Griechenland mit einer im Vergleich dazu geringen Relation von „nur“ 170% (jeweils ohne Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen).

⁸ Vom ersten Quartal 2011 bis zum ersten Quartal 2012 summierten sich die wechsellkursbereinigten Rückgänge der Auslandsverbindlichkeiten der irischen Geschäftsbanken auf über 100 Mrd €. In Spanien betrug die kumulierte Abflüsse aus den Bankbilanzen in das Ausland knapp 50 Mrd €, in Portugal und Italien jeweils fast 30 Mrd €. Auch aus dem griechischen Bankensystem zogen ausländische Investoren in diesem Zeitraum noch über 20 Mrd € ab, obwohl hier die Staatsschuldenkrise bereits im Frühjahr 2010 eingesetzt hatte.

⁹ Einschl. Vermögensübertragungen.

Hilfsprogramme von IWF und EU ^{*)}

Mrd €; Stand: 31. Juli 2012

Hilfsprogramme von	Griechenland ¹⁾	Irland	Portugal
EU zugesagt ^{*)}	182	45	52
ausgezahlt	89	33	38
IWF zugesagt ^{*)}	58	23	26
ausgezahlt	22	17	20

* Die zugesagten Gesamtsummen der verschiedenen Hilfsprogramme werden in einzelnen Tranchen ausgezahlt und stehen unter dem Vorbehalt positiver Zwischenberichte der Troika aus Vertretern der EU, des IWF und der EZB. ¹⁾ Ohne Unterstützungsmaßnahmen im Zusammenhang mit dem Schuldenschnitt im März 2012.

Deutsche Bundesbank

derte in besonderem Maße die einheitliche Geldpolitik des Eurosystems über den umfangreichen Einsatz liquiditätspolitischer Stützungsmaßnahmen, von denen diese Länder maßgeblich profitierten, die dortigen Finanzierungsgänge.¹⁰⁾ Das steigende Misstrauen der Kreditinstitute untereinander hatte dazu geführt, dass sich viele Geschäftsbanken der Krisenländer nur noch schwer oder zum Teil gar nicht mehr am Interbankenmarkt refinanzieren konnten. Zudem belasteten Einlagenabzüge und Probleme bei der Refinanzierung auslaufender Anleihen die Passivseite einiger Kreditinstitute. In der Folge kam es in den Ländern, die am stärksten von der Finanzkrise betroffen waren und die den anfälligsten Bankensektor aufwiesen, zu einem Anstieg der Refinanzierungsgeschäfte bei den nationalen Zentralbanken. Grenzüberschreitende Zahlungen aus Leistungsbilanz- beziehungsweise Kapitalverkehrstransaktionen wurden dadurch zu einem erheblichen Teil mit Mitteln des Eurosystems durchgeführt.

Inbesondere in Italien und Spanien starker Anstieg der TARGET2-Verbindlichkeiten

Die Substitution privater grenzüberschreitender Zahlungsflüsse durch die zunehmende Eurosystem-Refinanzierung spiegelt sich in der Entwicklung der nationalen TARGET2-Salden wider.¹¹⁾ Die stärkste Zunahme der entsprechenden Verbindlichkeiten gegenüber der EZB seit Jahresanfang 2011 war in Spanien zu be-

obachten: Am 31. August 2012 betragen die TARGET2-Verbindlichkeiten 434 Mrd €, verglichen mit 51 Mrd € zum 31. Dezember 2010. In der Bilanz der Banca d'Italia hatte zu diesem Zeitpunkt sogar noch ein leichtes Plus von 3 Mrd € zu Buche gestanden, das sich jedoch im Laufe der folgenden 20 Monate in ein Minus von 289 Mrd € verkehrte. Auch die TARGET2-Salden der Programmländer Griechenland (108 Mrd €), Irland (über 90 Mrd €) und Portugal (72 Mrd €) waren Ende August 2012 noch stark negativ.

Dem stehen diejenigen nationalen Notenbanken gegenüber, die erhebliche und kontinuierlich steigende Aktivposten gegenüber der EZB

10 Im Mai 2010 erhielt Griechenland die Zusage bilateraler Hilfen durch einzelne Euro-Mitgliedstaaten über zunächst 80 Mrd €, ergänzt um 30 Mrd €, die der IWF beisteuert. Dieses erste Hilfspaket wurde im Mai 2012 von einem zweiten Hilfspaket abgelöst, das bis 2014 weitere 130 Mrd € externe Zahlungen vorsieht. Hinzu kamen diverse Unterstützungsmaßnahmen der EU im Zusammenhang mit dem Schuldenschnitt im März 2012. Für Irland wurde im November 2010 ein internationales Hilfspaket mit einer Laufzeit von drei Jahren beschlossen, das externe Finanzhilfen in Höhe von insgesamt 67,5 Mrd € umfasst. Im April 2011 stellte Portugal einen Antrag auf externe Hilfe. Das im Mai von EU und IWF beschlossene Hilfsprogramm erstreckt sich ebenso wie bei Irland über einen Zeitraum von drei Jahren und sieht Finanzhilfen in Höhe von 78 Mrd € vor. Der Freigabe der einzelnen Auszahlungen geht in allen genannten Ländern eine Überprüfung der vereinbarten und tatsächlich erzielten Reformfortschritte durch die sogenannte Troika, bestehend aus Experten der EU, des IWF und der EZB, voraus.

11 TARGET2 ist ein Zahlungsverkehrssystem, über das nationale und grenzüberschreitende Zahlungen in Zentralbankgeld schnell und endgültig abgewickelt werden. Vgl.: A. Lipponer und J. Ulbrich (2011), Salden im Zahlungsverkehrssystem TARGET2 – ein Problem?, Ifo Schnelldienst 16/2011, S. 69 ff.; H.-W. Sinn (2011), a. a. O.; S. Kooth, und B. van Roye (2012), Nationale Geldschöpfung im Euroraum, Mechanismen, Defekte, Therapie, Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeitrag 508/509, Universität Kiel; Deutsche Bundesbank, Die Entwicklung des TARGET2-Saldos der Bundesbank, Monatsbericht, März 2011, S. 34; Deutsche Bundesbank, Zur Problematik der TARGET2-Salden im Eurosystem, Geschäftsbericht 2011, S. 52; Europäische Zentralbank, TARGET2-Salden der nationalen Zentralbanken im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht, Oktober 2011, S. 36; U. Bindseil und P. König (2011), The Economics of TARGET2 Balances, SF 649 Working Paper 35; OENB (2012), TARGET verstehen – Das Zahlungsverkehrssystem TARGET2 aus volkswirtschaftlicher und bilanzieller Sicht, Geldpolitik und Wirtschaft, Q1/12, PENB, Wien; H.-W. Sinn und T. Wollmershäuser (2012), Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility, Int Tax Public Finance; W. Kohler (2011), Zahlungsbilanzkrisen im Eurosystem: Griechenland in der Rolle des Reservewährungslandes?, Ifo-Schnelldienst 16/2011, S. 12 ff.

Aufbau von TARGET2-Forderungen in Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen

verbuchen. Die höchsten TARGET2-Forderungen hatte am 31. August 2012 Deutschland mit 751 Mrd € zu verzeichnen. Aber auch die Niederlande, Luxemburg und Finnland wiesen hohe positive TARGET2-Salden auf.

Außergewöhnliche geldpolitische Maßnahmen

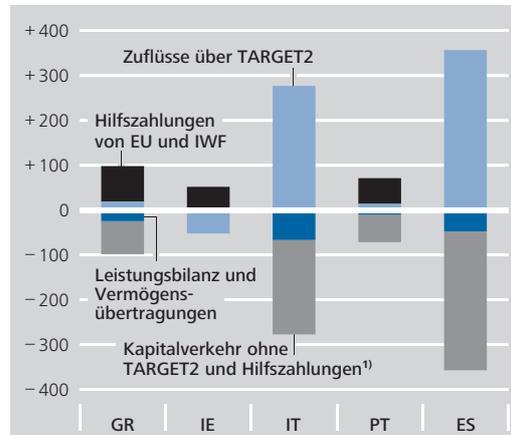
Die massive Ausweitung der TARGET2-Salden ist die Folge des Versiegens der privaten Finanzierungströme einerseits und der geldpolitischen Lockerung sowie der Vielzahl außergewöhnlicher geldpolitischer Maßnahmen des Eurosystems in der Finanzkrise andererseits, so zum Beispiel die seit Oktober 2008 praktizierte Vollzuteilung von Refinanzierungsgeschäften oder die Ausweitung des Sicherheitenrahmens. Auch durch die sogenannte Emergency Liquidity Assistance (ELA) wird Banken im Falle akuter Zahlungsengpässe in nationaler Verantwortung zusätzliche Liquidität zur Verfügung gestellt. Bei der Interpretation dieser Entwicklungen gilt es jedoch Ursache und Wirkung nicht zu verwechseln: Die TARGET2-Salden sind Konsequenz der beschriebenen Faktoren im Rahmen einer dezentral durch die nationalen Notenbanken des Eurosystems umgesetzten Geldpolitik. Sie sind keine eigenständige Quelle originärer Risiken in der Währungsunion. Letztere entstehen aus der Liquiditätsbereitstellung, nicht aus ihrer nachträglichen geographischen Verteilung über das TARGET2-Zahlungssystem.

Liquiditätshilfen und finanzielle Transfers müssen mit Reformen einhergehen

In der Summe haben die umfangreichen Unterstützungsmaßnahmen der EU und des IWF sowie die außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems in den betroffenen Ländern und der Währungsunion insgesamt einen krisenbedingt sehr viel heftigeren Anpassungsprozess verhindert und damit eine Atempause verschafft. Sie können das Vertrauen in das Funktionieren der EWU aber nur dann nachhaltig stärken, wenn sie zeitlich begrenzt bleiben und von konsistenten wirtschaftspolitischen Reformen begleitet werden. Geschieht dies nicht oder nicht ausreichend, tragen sie dazu bei, die bestehende Situation zu verfestigen. Das Spannungsverhältnis, das sich im geltenden Rechtsrahmen zwischen dem Primat der nationalen Eigenverantwortlichkeit

Zahlungsbilanzsituation

1. Vj. 2011 bis 2. Vj. 2012; in Mrd €



¹ (+) = Kapitalimport, (-) = Kapitalexport.

Deutsche Bundesbank

und Stützungsmaßnahmen seitens anderer Mitgliedsländer und des Eurosystems ergibt, würde so noch weiter zunehmen.

Korrektur von Zahlungsbilanzungleichgewichten bei gemeinsamer Geldpolitik und nationaler Eigenverantwortung

Mit der Einführung der gemeinsamen Währung in den Ländern des Euro-Raums wurde der institutionelle und ökonomische Integrationsgrad spürbar über den vorherigen Rahmen des Europäischen Währungssystems hinaus angehoben. Obwohl der Schritt in eine politische Union nicht zugleich beschritten wurde, verändert der Rahmen der einheitlichen Geldpolitik die Mechanismen der Zahlungsbilanzanpassung in den Mitgliedsländern erheblich. Dies lässt sich anhand einer Gegenüberstellung der wesentlichen Anpassungskanäle in unterschiedlichen währungspolitischen Regimen illustrieren.

Anpassungsprozess in der EWU anders als im Fixkursregime, ...

So unterscheidet sich beispielsweise die Anpassung von Zahlungsbilanzungleichgewichten in einer Währungsunion grundlegend von dem Korrekturmechanismus eines fixen Wechselkursregimes. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass die einheitliche Geldpolitik

in der Währungsunion auf die Entwicklungen im Währungsraum als Ganzem ausgerichtet ist. Eine regional differenzierte Geldpolitik, die isoliert auf spezifische Entwicklungen in Teilbereichen des gemeinsamen Währungsraumes reagiert, ist damit nicht vereinbar. Dies ist anders in einem System fester Wechselkurse: Unter der Prämisse eines unveränderten Preisstabilitätsziels der Ankerwährung und freien Kapitalverkehrs kann hier die nationale Zentralbank zwar auch bei einer festen Wechselkursbindung die nationale Geldpolitik nicht frei bestimmen („impossible trinity“),¹²⁾ doch verbleibt ihr im Falle eines Ungleichgewichts auf dem Devisenmarkt zumindest kurzfristig die Wahl zwischen einer direkten Intervention durch den An- oder Verkauf von Devisen und einer Senkung beziehungsweise Anhebung des nationalen Leitzinses zur Beeinflussung der privaten Kapitalflüsse.

... in dem Leistungsbilanzdefizit mit Verknappung der inländischen Geldmenge und Zinsanstieg einhergeht

Beide Maßnahmen ziehen in einem Fixkursystem eine Verknappung der inländischen Geldmenge und damit der Kreditnachfrage nach sich, die sich letztlich auf die realwirtschaftlich wirksame Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen auswirkt. Langfristig wird der dadurch erzwungene Rückgang des relativen Preis- und Lohnniveaus die internationale Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen. Insofern muss die betroffene Volkswirtschaft zwar die Konsequenzen dieser auf die Fixierung des Wechselkurses ausgerichteten Geldpolitik in Kauf nehmen. Die damit einhergehende wirtschaftspolitische Kontraktion im Inland wirkt jedoch im Hinblick auf die Zahlungsbilanz stabilisierend, das heißt, sie trägt zu einem Abbau bestehender Zahlungsbilanzungleichgewichte bei.

Sterilisierung kann kurzfristige Auswirkungen auf die Geldmenge kompensieren

Die geldpolitischen Konsequenzen des Fixkursregimes kann die Zentralbank vorübergehend durch eine expansive Kreditvergabe an den heimischen Bankensektor sterilisieren, wenn es darum geht, temporäre Schwankungen auszugleichen und unerwünschte Auswirkungen auf die Realwirtschaft abzufedern. Da die Sterilisierung den für die inländischen Korrekturen er-

forderlichen Zinsanstieg konterkariert, wird ein Abbau der Zahlungsbilanzungleichgewichte aber verzögert. Allerdings kann die Zentralbank eine anhaltende Überschussnachfrage nach ausländischer Währung zum herrschenden Wechselkurs aufgrund des begrenzten Bestandes an Devisenreserven ohnehin nicht dauerhaft ausgleichen. Sterilisierung ist somit lediglich eine kurzfristige Option. Langfristig ist ein Anstieg der kurzfristigen Zinsen aus fundamentalen Gründen unvermeidbar, und deshalb entwickelt sich in einem Regime fixer Wechselkurse die Geldmenge endogen, das heißt auf die Fixierung des Wechselkurszieles ausgerichtet.

In einer Währungsunion wird der Leitzins dagegen einheitlich für alle Mitglieder festgelegt, unabhängig davon, ob diese aktuell einen Überschuss oder ein Defizit privater Zahlungsbilanztransaktionen aufweisen. Zugleich reduziert sich die national umlaufende Geldmenge in einem einzelnen Defizitland in der Regel nicht im Umfang der privaten Netto-Kapitalabflüsse. Stattdessen können die Geschäftsbanken bei ausreichenden Sicherheiten den bestehenden Finanzierungsbedarf durch eine stärkere Inanspruchnahme von Refinanzierungsgeschäften decken. Zinseffekte, wie sie im Fixkursregime zu erwarten sind, werden damit am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve weitgehend eingegeben, und infolgedessen ergibt sich aus geldpolitischer Sicht auch ein gedämpfter Anpassungsdruck bei den Preisen. Insofern ähnelt der internationale Zahlungsbilanzzusammenhang in der EWU dem Anpassungsmechanismus eines Landes mit Fixkursregime und sterilisierender Geldpolitik. Die gemeinsame Währung wirkt hier als automatischer Stabilisator.

Anpassungsmechanismus in der Währungsunion ähnelt Fixkursystem mit sterilisierender Geldpolitik

¹² Aufgrund der Wechselbeziehungen zwischen Zinsniveau und Wechselkursen (Zinsparität), ist es unmöglich, zugleich die Wechselkurse stabil zu halten, eine autonome Geldpolitik zu verfolgen und die grenzüberschreitenden Finanzströme frei fluktuieren zu lassen. Vgl.: M. Fleming (1962), Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates, IMF Staff Papers 9, S. 369 ff.; R. Mundell (1963), Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates in: The Canadian Journal of Economics and Political Science 29, S. 475 ff.

*Auch am langen
Ende geringere
Zinsdifferen-
zierung in der
Währungsunion*

Hinzu kommt: Mit den Geldmarktzinsen werden durch die gemeinsame Geldpolitik auch die langfristigen Zinsen der Tendenz nach stärker vereinheitlicht. Dies war im Vorfeld der Krise angesichts der sehr gering ausgeprägten Zinsdifferenzierung eindeutig zu beobachten, damals verstärkt durch die Zweifel der Finanzmarktakteure an der strikten Durchsetzung der „non-bail-out“-Klausel des EU-Vertrages. Sogar bei einer länderspezifischen Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen von Banken bleiben die Auswirkungen auf die Zahlungsbilanz zunächst einmal begrenzter als in anderen Währungsregimen, da Geschäftsbanken bei merklichen Verteuerungen ihrer Kapitalmarktfinanzierung grundsätzlich auf die Liquiditätsoperationen des Eurosystems zu einem einheitlichen Zins ausweichen können.

*Reagibilität
inländischer
Finanzierungs-
bedingungen
auf globale
Stressfaktoren in
Währungsunion
niedriger*

Das Ausmaß, in dem inländische Finanzierungsbedingungen und globale Entwicklungen zusammenspielen, war im Vorfeld der jüngsten Krise ebenfalls beeinträchtigt. Offenbar fungierte die Währungsunion – wie erwähnt – lange Zeit als eine Art Schutzwall, der verhinderte, dass sich die länderspezifischen Finanzierungsbedingungen unmittelbar an Entwicklungen globaler Stressfaktoren orientieren. So war die Korrelation zwischen dem Volatilitätsindex VIX S&P 500 als einem Maß globaler Finanzmarktspannungen und den Prämien nationaler Credit Default Swaps (CDS) außerhalb des Euro-Raums signifikant höher als in der EWU.¹³⁾ Die schwächere Reaktion länderspezifischer Risikoeinschätzungen in der Währungsunion auf globale Entwicklungen trug letztlich dazu bei, dass sich kein adäquater Preis des Risikos innerhalb des Euro-Raums als Frühwarnsystem und rechtzeitiger Korrekturmechanismus herausbildete. Letzteres ist jedoch weniger den Rahmenbedingungen des gemeinsamen Währungsraums geschuldet, als vielmehr der unzureichenden Wahrnehmung sich aufbauender Ungleichgewichte durch die Finanzmärkte, die diese Risiken in der Aufbau-phase nicht angemessen einpreisten.

Die schlagartig einsetzende Neubewertung von Risiken in der Krise und die folgenden Umschwünge in den privaten Kapitalströmen erzwingen seitdem erhebliche gesamtwirtschaftliche Anpassungen, die vielfach mit einer schweren Rezession und hoher Arbeitslosigkeit in den betreffenden Ländern einhergehen. Allerdings wird auch in der Krise die Stabilisierungsfunktion der einheitlichen Geldpolitik deutlich. Diese mildert den Anpassungsprozess über niedrige Kurzfristzinsen und geldpolitische Stützungsmaßnahmen spürbar ab. Im Gegenzug nehmen jedoch die bilanziellen Risiken für das Notenbanksystem zu. Die einheitliche Geldpolitik gerät hier in ein Spannungsverhältnis mit dem im geltenden Rechtsrahmen verankerten Primat der nationalen Eigenverantwortung der Mitgliedsländer der Währungsunion. Denn je wirksamer die Geldpolitik mit ihren Maßnahmen die Finanzsysteme der Krisenländer stützt, desto stärker werden Risiken auf die Bilanz des Eurosystems übertragen und letztlich auf die Steuerzahler der Mitgliedsländer insgesamt umverteilt. Das sich ergebende Spannungsverhältnis wird spätestens dann akut, wenn die Geldpolitik ihre Maßnahmen gezielt zur Stützung der angespannten Situation in von der Krise betroffenen Ländern einsetzt. Dies mag zwar mit Erwägungen der Finanzstabilität oder der Gewährleistung der Funktionsbedingungen einer einheitlichen Geldpolitik begründet werden, gleichzeitig übernimmt die Geldpolitik damit jedoch eine Stabilisierungsfunktion, die in einer Währungsunion souveräner Mitgliedstaaten eine originär fiskalpolitische Aufgabe darstellt. Derartige Risikoübernahmen ersetzen folglich Unterstützungsmaßnahmen, die von

Außergewöhnliche geldpolitische Maßnahmen dämpfen Anpassungsprozess

¹³ J. Ejsing und W. Lemke (2009), The Janus-headed salvation: sovereign and bank credit risk premia during 2008–09, ECB Working Paper 1127, Frankfurt a. M., interpretieren die Korrelation zwischen einem gemeinsamen globalen Risikofaktor – repräsentiert durch den Volatilitätsindex VIX S&P 500 – und Credit Default Swaps (CDS) als das Ausmaß, in dem die Risikoprämien einzelner Länder auf globale Entwicklungen reagieren. P. Honohan (2010), Lessons from Ireland, Comparative Economic Studies 52, S. 133 ff. stellt heraus, dass die gemeinsame Währung den Zinssatz auch für inländische Entwicklungen weniger elastisch macht.

demokratisch dazu legitimierten Akteuren zu erbringen wären.

Empirische Evidenz belegt geschwächten Zahlungsbilanzausgleich in der EWU

Empirische Untersuchung analysiert Anpassung der Leistungsbilanz in verschiedenen Wechselkursregimen

Eigene ökonometrische Untersuchungen stützen die Hypothese, dass der Zahlungsbilanzausgleich in der Währungsunion von anderen Faktoren bestimmt wird als in anderen Währungsregimen. Dabei wird die Anpassung der Leistungsbilanzsalden untersucht. Im Gegensatz zum gesamten privaten Zahlungsbilanzsaldo hat dies den Vorteil, dass flexible Wechselkursregime, deren Zahlungsbilanz per Definition ausgeglichen ist, in den Datensatz aufgenommen werden können. Darüber hinaus weist die Kapitalbilanz eine äußerst hohe Volatilität auf, die in den Schätzansätzen insbesondere dann hinderlich ist, wenn es um längerfristige Zusammenhänge geht.¹⁴⁾

Zahlungsbilanzkrisen meist in Verbindung mit realwirtschaftlichen Ungleichgewichten

Zudem gehen krisenhafte Entwicklungen in der Zahlungsbilanz überwiegend mit Leistungsbilanzdefiziten einher. Schließlich deutet auch der erhebliche, nur teilweise durch Fundamentalfaktoren erklärbare Anstieg der Leistungsbilanzdefizite in den Peripherieländern im Vorfeld der Krise darauf hin, dass die Salden weit über das tragfähige Niveau hinausgingen und die damit einhergehende rapide zunehmende Verschuldung gegenüber dem Ausland ein beträchtliches, zum Zeitpunkt der Entstehung nicht adäquat eingeschätztes Risiko darstellte. Obendrein waren die Kapitalabflüsse infolge der Staatsschuldenkrise insbesondere in denjenigen Ländern am größten, die die höchsten Leistungsbilanzdefizite aufwiesen.¹⁵⁾

Dauerhafte Abweichungen von ausgeglichener Leistungsbilanz prinzipiell möglich

Auf Basis eines Datensatzes, der die inzwischen 27 EU-Länder zwischen 1994 und 2011 erfasst, bestätigt sich, dass ein höherer Grad an Wechselkurs- beziehungsweise Zinsflexibilität zu einer signifikant rascheren Anpassung der Leistungsbilanz an ihren Gleichgewichtswert führt. Gemäß den durchgeführten Schätzungen wur-

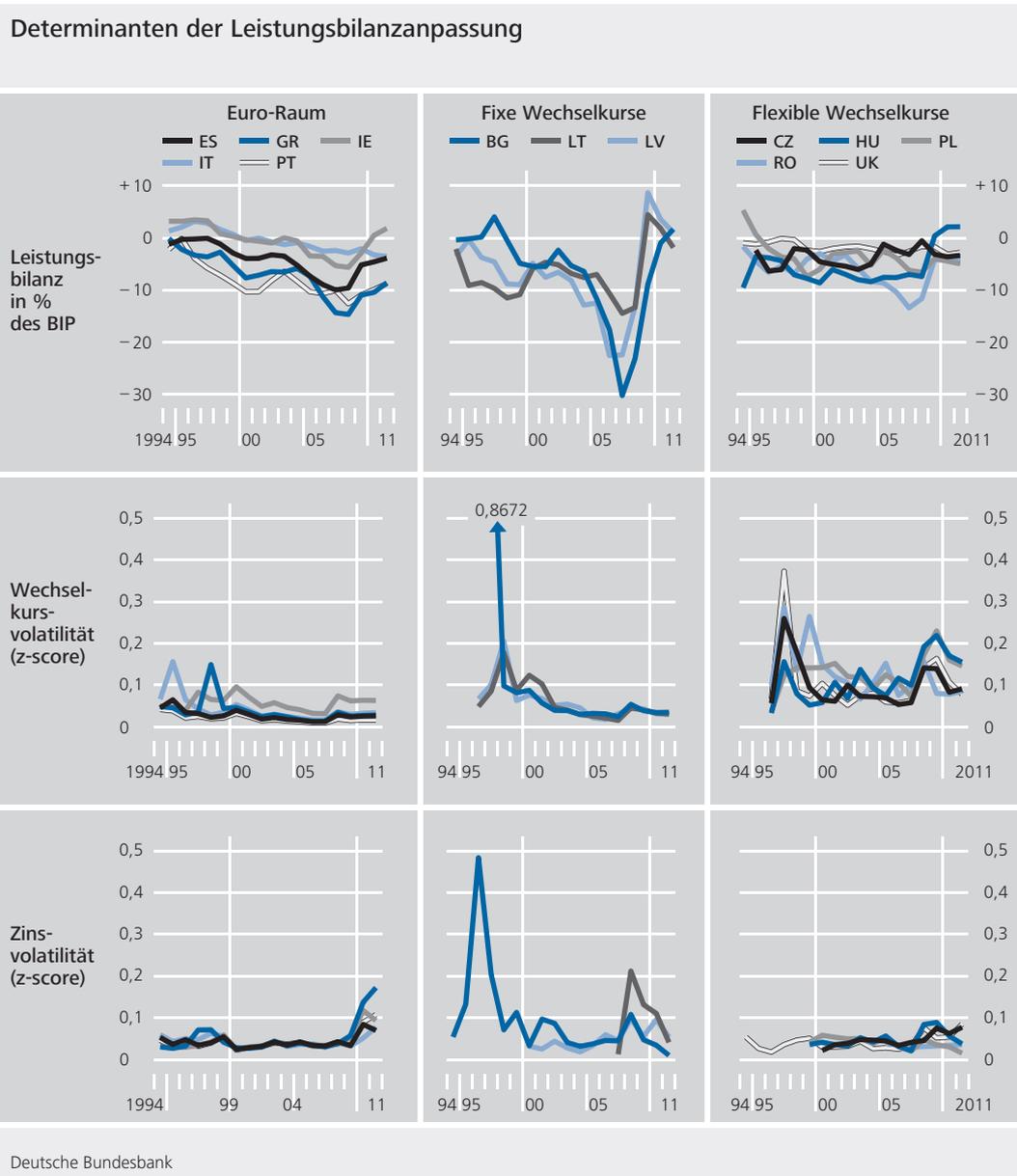
den im Falle völlig flexibler Wechselkurse Abweichungen vom Gleichgewicht innerhalb eines Jahres bereits zu mehr als der Hälfte abgebaut, nur 40% setzten sich in dem darauf folgenden Jahr fort. Eine Rückkehr zum Gleichgewicht impliziert jedoch nicht, dass es sich dabei stets um eine ausgeglichene Leistungsbilanz handeln muss. Vielmehr können positive oder negative Leistungsbilanzsalden durchaus ein Gleichgewichtsphänomen darstellen; beispielsweise kann ein wirtschaftlicher Aufholprozess über einen längeren Zeitraum hinweg die Existenz von Leistungsbilanzdefiziten rechtfertigen. Das Modell beschreibt lediglich den Anpassungsprozess von einem beliebigen Ausgangswert zum langfristigen Gleichgewicht, das modellendogen determiniert wird. Länderspezifische Unterschiede der gleichgewichtigen Salden sind dabei zugelassen, ohne dass diese als Ungleichgewichte definiert werden (vgl. die Erläuterungen auf S. 24 ff.).

In Ländern mit festen Wechselkursen sind die langfristigen Zinsen weitaus volatiler als bei flexiblen Wechselkursen. Somit kann der geringere Beitrag der Wechselkursvolatilität zur Anpassung der außenwirtschaftlichen Salden zumindest teilweise durch eine höhere Volatilität der Zinssätze kompensiert werden. Trotzdem bleibt die Persistenz der Leistungsbilanzsalden in einem Fixkurssystem signifikant höher als bei flexiblen Wechselkursen. Die bestehenden Divergenzen wurden im Untersuchungszeitraum in einem Jahr nur zu 40% zurückgeführt,

Zinsvolatilität kompensiert im Fixkursregime geringe Flexibilität der Wechselkurse

¹⁴ Die grundsätzliche Argumentation eines verzögerten Korrekturmechanismus gilt aber auch für Zahlungsbilanzkrisen, die ursächlich auf Entwicklungen der Kapitalbilanz zurückzuführen sind.

¹⁵ Die gegenwärtige Krise im Euro-Raum ist losgelöst von den realwirtschaftlichen Entwicklungen der neunziger Jahre und zu Beginn des neuen Jahrtausends nicht zu erklären. So nahmen die Verwerfungen im Euro-Raum erst infolge der sichtbar werdenden staatlichen sowie privaten Verschuldungsproblematik bzw. der gleichzeitig auftretenden akkumulierten Leistungsbilanzdefizite an Dramatik zu, während zuvor die Währungsunion als Schutzschild vor den Verwerfungen der Finanzkrise fungierte. Vgl.: P. R. Lane und B. Pels (2012), Current Account Imbalances in Europe, CEPR Discussion Paper 8958, CEPR, London; M. Obstfeld und K. Rogoff (2010), Global Imbalances and the Financial Crisis; Products of Common Causes, in: R. Glick und M. Spiegel (eds), Asia and the Global Financial Crisis, Federal Reserve Bank San Francisco, S. 131ff.



60% der Abweichungen in das Folgejahr übertragen.

Stressfaktoren verzögerte den Zahlungsbilanzausgleich innerhalb der Währungsunion statistisch signifikant.

Persistenz von Leistungsbilanzungleichgewichten am größten in der Währungsunion, ...

Die Persistenz von Leistungsbilanzdefiziten in der Währungsunion ist mit einem geschätzten Einfluss des aktuellen Leistungsbilanzsaldos auf den entsprechenden Wert im Folgejahr mit 75% merklich höher war als in Regimen mit flexiblen Wechselkursen oder in Fixkursregimen. Dies ist insbesondere auf die im Vergleich zum Fixkurssystem niedrigere Zinsvolatilität zurückzuführen, die nicht in der Lage ist, den fehlenden oder geringen Einfluss der Wechselkursvolatilität zu ersetzen. Auch die geringere Elastizität der Zinsen in Bezug auf globale

Die vorliegenden Untersuchungen bestätigen somit, dass die Anpassung der Leistungsbilanz vom Währungsregime abhängt, beziehungsweise dass die Rückkehr des Leistungsbilanzsaldos zum Gleichgewicht in einer Währungsunion in der Regel verzögert erfolgt. Ein abgeschwächter Anpassungsprozess in der Währungsunion impliziert zwar nicht, dass es zwingend zu Zahlungsbilanzproblemen kommen muss. Eine Akkumulation ungleichgewichtiger Salden wird aber angesichts der fest-

... was das Aufschaukeln von Ungleichgewichten begünstigt

Anpassung von Leistungsbilanzsalden in unterschiedlichen Währungsregimen

In den nachfolgenden empirischen Untersuchungen wird im Rahmen eines autoregressiven Modells geprüft, ob die Zugehörigkeit zu einem bestimmten Währungsregime einen signifikanten Einfluss darauf hat, wie schnell die Leistungsbilanzsalden zum Gleichgewicht zurückkehren.¹⁾ Gemäß theoretischen Überlegungen ist davon auszugehen, dass nominale Wechselkursveränderungen und damit unterschiedliche Wechselkursregime langfristig keinen Einfluss auf den Leistungsbilanzsaldo ausüben. Allerdings bestehen in der kurzen Frist erhebliche Preisrigiditäten, sodass die internationale Wettbewerbsfähigkeit, insbesondere in Zusammenhang mit Anpassungsprozessen, durchaus durch nominale Entwicklungen des Wechselkurses beeinflusst werden dürfte.²⁾

Das Gleichgewicht der Leistungsbilanz wird dabei „modellendogen“ durch die einbezogenen Variablen bestimmt. Der Ansatz unterstellt somit keinen ausgeglichenen Leistungsbilanzsaldo, auch nicht im Steady State, und akzeptiert individuelle länderspezifische Gleichgewichtswerte. Die Frage, inwiefern diese Niveaus vom zugrunde liegenden Wechselkursregime abhängen, wird allerdings im Rahmen des hier vorgestellten Modells nicht beantwortet.³⁾

Die vorliegende Analyse unterscheidet in Bezug auf den Anpassungsprozess der Leistungsbilanz explizit zwischen dem Einfluss eines Fixkurssystems und dem einer Mitgliedschaft in einer Währungsunion.⁴⁾ Der Datensatz umfasst die 27 EU-Länder von 1994 bis 2011. Die Schätzungen basieren auf folgender Regressionsgleichung:⁵⁾

$$(1) \text{CAGDP}_{it} = p_0 + p_1 \text{CAGDP}_{it-1} + p_2 \text{CAGDP}_{it-1} \times \text{ER_REGIME}_{it-1} + p_3 \text{ER_REGIME}_{it-1} + e_{it}$$

1 In den empirischen Untersuchungen wird die Leistungsbilanz und nicht der gesamte private Zahlungsbilanzsaldo als erklärende Variable herangezogen. Sie konzentrieren sich somit wie auch die Ausführungen im Haupttext auf die Entstehung realwirtschaftlich bedingter Zahlungsbilanzungleichgewichte. Aus ökonomischer Sicht besteht ein Vorteil der expliziten Beschränkung auf die Leistungsbilanz darin, dass bei flexiblen Wechselkursregimen die privaten Zahlungsbilanztransaktionen per se ausgeglichen sind, und es folglich nicht möglich wäre, Länder mit flexiblen Wechselkursen in die empirische Untersuchung aufzunehmen. Zudem stellt die Leistungsbilanz eine gute Proxy für die Zahlungsbilanz dar, wenn die Leistungsbilanz und die privaten Zahlungsbilanztransaktionen hoch korreliert sind bzw. die Veränderungen in dieselbe Richtung weisen. In diesem Fall kann eine ökonomische Untersuchung von der im Vergleich zu den internationalen Kapitalflüssen geringeren Volatilität der Leistungsbilanzsalden profitieren.

2 Vgl.: M. Mussa (1986), Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates: Evidence and Implications, Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy 25, S. 117 ff.

3 Da der Fokus auf dem Anpassungsprozess liegt, weist das Modell keine konkreten Werte für gleichgewichtige Leistungsbilanzsalden aus und bezieht keine Fundamentalvariablen ein. Im Gegensatz dazu untersuchen Arratibel et al. (2008), Real Convergence in Central and Eastern European EU Member States – Which Role for the Exchange Rate Volatility?, ECB Working Paper 929, European Central Bank, Frankfurt, den Zusammenhang zwischen der Wechselkursvolatilität und dem Niveau der Leistungsbilanz.

4 Vgl.: M. D. Chinn und S.-J. Wei (2008), A faith-based initiative: Do we really know that a flexible exchange rate regime facilitates current account adjustment?, NBER Working Paper 14420, Cambridge MA.; S. Herrmann (2008), Do we really know that flexible exchange rates facilitate current account adjustment? Some new empirical evidence for CEE countries, Applied Economics Quarterly 55, S. 295 ff.

5 Die Untersuchungen erfolgten auf Basis eines Feasible-Generalized-Least Square-Schätzers (FGLS) mit fixen Effekten, panel-korrigierten Standardfehlern und – falls notwendig – einem AR-Term zur Bereinigung der Autokorrelation. Dynamische Modelle mit fixen Effekten weisen den sog. Nickel-Bias auf, der aus der Korrelation der mittelwertbereinigten verzögerten endogenen Variablen mit dem mittelwertbereinigten Fehlerterm resultiert. Da im vorliegenden Datensatz die Anzahl der Perioden T hinreichend groß ist, sollte der Fehler jedoch nicht ausgesprochen hoch sein. Die Schätzungen wurden mit Eviews 7 durchgeführt. Datenquellen: Deutsche Bundesbank, BIZ und IWF.

mit $CAGDP$ als Leistungsbilanzsaldo in % des Bruttoinlandsprodukts (BIP), $p1$ als autoregressivem Koeffizienten, ER_REGIME als Wechselkursregime basierend auf verschiedenen Indikatoren. Die Subindizes i beziehungsweise t bezeichnen die Länder beziehungsweise das Beobachtungsjahr und e den Fehlerterm.

In einem ersten Schritt wird die Rate der Leistungsbilanzanpassung bei flexiblen, gemischten und fixen Wechselkursystemen sowie innerhalb einer Währungsunion ermittelt (Modell 1).⁶⁾ Ausgehend von einem einfachen Dummy-Ansatz, der das jeweilige Währungsregime anhand einer 0/1-Variablen repräsentiert, wird dargestellt, in welchem Maß sich die verschiedenen Systeme unterscheiden, ohne die Gründe für die unterschiedliche Anpassungsgeschwindigkeit genauer zu benennen.⁷⁾

In einem zweiten Schritt werden die unterschiedlichen Währungsregime gemäß ihren spezifischen Charakteristika modelliert (Modell 2).⁸⁾ Daraus lassen sich Informationen über die zugrunde liegenden Transmissionskanäle ableiten. Um zwischen fixen und flexiblen Wechselkursen zu differenzieren, wird gemäß Gosh, Gulde und Wolf der „z-score“-Index als Maß der Wechselkursvolatilität berücksichtigt; eine entsprechende Größe der Zinsvolatilität erlaubt es, zwischen dem Anpassungsprozess bei fixen Wechselkursen und in einer Währungsunion zu unterscheiden.⁹⁾

Die Persistenz der Leistungsbilanzsalden p ergibt sich aus dem autoregressiven Koeffizienten des verzögerten Leistungsbilanzsaldos $p1$ plus dem Koeffizienten des Interaktionsterms von verzögerter endogener Variable und Wechselkursregime $p2$. Die im Modell 1 ermittelte Rate, mit der bestehende Ungleichgewichte der Leistungsbilanz abgebaut werden, das heißt die Leis-

Einflussgrößen der Leistungsbilanzanpassung *)

Position	Modell 1 FGLS	Modell 2 FGLS
$CAGDP(-1)$	0,594 (5,44)***	1,029 (16,32)***
$CAGDP(-1) * FLEXIBLE$	-0,197 (-1,87)**	
$CAGDP(-1) * FIX$	0,006 (0,062)	
$CAGDP(-1) * EMU$	0,156 (2,06)**	
$CAGDP(-1) * ER_VOL(-1)$		-0,340 (-2,02)**
$CAGDP(-1) * IR_VOL(-1)$		-4,381 (-3,17)***
R^2	0,9	0,9
N	429	429
Durbin-Watson Statistic	1,84	2,0

* t-Werte in Klammern. ** bezeichnen Signifikanz auf dem 5%-Niveau. *** bezeichnen Signifikanz auf dem 1%-Niveau. Anmerkung: Die Variable für das Wechselkursregime wird nicht nur im Interaktionsterm berücksichtigt, sondern auch im Niveau. Dies ist aus ökonomischen Gründen notwendig. Da dies jedoch keine ökonomischen Implikationen hat, werden die Resultate nicht in der Tabelle aufgeführt.

Deutsche Bundesbank

6 Gemischte Währungsregime sind weder voll flexibel, noch basieren sie auf festen Wechselkursen. Hierzu gehören Wechselkursregime mit Bandbreiten sowie Systeme, bei denen Zentralbanken inoffiziell und unregelmäßig auf den Devisenmärkten intervenieren, um den Preis der Währung zu beeinflussen („managed floating“).

7 Vgl.: M. D. Chinn und S.-J. Wei (2008), a. a. O.

8 Eine stetige Variable reflektiert Entwicklungen in einem Wechselkursregime weitaus präziser als eine Dummy-Variable. Zudem werden systemimmanente Probleme eines Dummy-Ansatzes vermieden, z. B. eine insbesondere bei intermediären Regimen willkürliche Klassifikation. Allerdings steigt das Risiko einer möglichen Endogenität: Sind die erklärenden Variablen – Wechselkursvolatilität und Zinsvolatilität – von den zugrunde liegenden Leistungsbilanzentwicklungen beeinflusst und nicht vollständig exogen, kann dies mit verzerrten Schätzergebnissen einhergehen. Um dies zu vermeiden, wird die Volatilität des Wechselkurses und des Zinses verzögert in die Schätzung aufgenommen.

9 Wechselkursfluktuationen werden gemäß der folgenden Gleichung berücksichtigt: $z_t = \sqrt{\mu_t^2 + \sigma_t^2}$, mit μ_t als dem arithmetischen Mittel der täglichen prozentualen Veränderungen der nominalen Wechselkurse im Jahr t und σ_t als der Standardabweichung der täglichen prozentualen Veränderungen der nominalen Wechselkurse im Jahr t . In entsprechender Weise wird auch die Zinsvolatilität berechnet. Vgl.: A. Gosh, A. M. Gulde und H. Wolf (2003), Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences, Cambridge (Mass.), MIT Press.

Persistenz und Geschwindigkeit der Leistungsbilanzanpassung in verschiedenen Währungsregimen

Modelle	Persistenz P	Anpassungs- geschwindigkeit (1-P)
Modell 1		
Flexible Wechselkurse	0,40	0,60
Intermediäres Regime	0,59	0,41
Fixe Wechselkurse	0,60	0,40
EWU	0,75	0,25
Modell 2		
Wechselkurs- volatilität	1,03 - 0,34 * WK-Volatilität _{t-1}	- 0,03 + 0,34 * WK-Volatilität _{t-1}
Zinsvolatilität	1,03 - 4,38 * Zins-Volatilität _{t-1}	- 0,03 + 4,38 * Zins -Volatilität _{t-1}

Deutsche Bundesbank

Leistungsbilanz nach einer Störung zum Gleichgewicht zurückkehrt, ist $1 - (p1+p2)$. Entsprechend setzt sich die Persistenz in Modell 2 ebenfalls aus $p1 + p2$ zusammen, wobei $p2$ nun mit dem Grad an Wechselkurs- und Zinsvolatilität zu multiplizieren ist. Ein negatives Vorzeichen des Parameters $p2$ impliziert eine schnellere Anpassung der Leistungsbilanz, da der autoregressive Term (positives Vorzeichen) reduziert wird und damit die Persistenz der Leistungsbilanzungleichgewichte sinkt.

Gemäß den Ergebnissen der empirischen Untersuchungen wird die Anpassungsrate der Leistungsbilanz signifikant vom Wechselkursregime beeinflusst. So geht ein höherer Grad an Wechselkursflexibilität Hand in Hand mit einer rascheren Rückkehr der Leistungsbilanzsalden zum Gleichgewicht. In einem voll flexiblen Wechselkursregime werden die bestehenden Abweichungen innerhalb eines Jahres zu 60% abgebaut, während 40% der Ungleichgewichte im folgenden Jahr weiter bestehen. Mit einem

Wert von 59% ist die Persistenz von Ungleichgewichten innerhalb eines gemischten Regimes¹⁰⁾ deutlich ausgeprägter. Nur marginal länger ($p = 0,6$) bestehen die Abweichungen vom Gleichgewicht in einem Fixkursregime. Am weitaus langsamsten werden die Salden in einer Währungsunion ausgeglichen. Die innerhalb einer Periode erfolgte Rückführung der Ungleichgewichte liegt innerhalb der EWU bei nur 25%. Somit ist die Persistenz von Leistungsbilanzungleichgewichten im Euro-Raum im Untersuchungszeitraum erheblich größer als bei flexiblen Wechselkursen, aber auch signifikant höher als in einem Festkursregime.

Die Resultate aus Modell 2 verdeutlichen, dass es ein höherer Grad an Wechselkurs- und Zinsvolatilität ist, der den Rückkehrprozess der Leistungsbilanz zum Gleichgewicht unterstützt. So reduziert sich der autoregressive Koeffizient um 0,34 multipliziert mit der Wechselkursvolatilität des Vorjahres sowie um 4,38 multipliziert mit der Zinsvolatilität der Vorperiode. Die Koeffizienten selbst können nicht interpretiert werden, da sie von der jeweiligen Einheit der Variablen abhängen. Allerdings lässt sich im Rahmen einer Beitragsanalyse zeigen, inwiefern beide Faktoren zu einer beschleunigten Rückführung der Salden beitragen. In diesem Zusammenhang ist insbesondere von Interesse, in welchem Ausmaß die jeweiligen Werte der Leistungsbilanzanpassung in den unterschiedlichen Wechselkursregimen seit 1999 zurückzuführen sind auf die Volatilität von Wechselkursen und Zinsen (vgl. die Tabelle auf S. 27).¹¹⁾

¹⁰ Das gemischte Währungsregime entspricht dem Ausgangsszenario, da es nicht explizit als zusätzliche Dummy in die Schätzung aufgenommen wurde.

¹¹ Der Beitrag ergibt sich jeweils aus den geschätzten Koeffizienten der einbezogenen Variablen multipliziert mit den durchschnittlichen Werten der Variable innerhalb eines Währungssystems.

Die Ergebnisse illustrieren, dass innerhalb des Fixkursregimes der geringe Beitrag der Wechselkursvolatilität zum Abbau der Ungleichgewichte durch die höhere Volatilität der Zinssätze kompensiert wird. In der Währungsunion ist die Zinsvolatilität dagegen geringer als in den Fixkurssystemen und daher nicht in der Lage, eine fehlende oder geringere Wechselkursvolatilität zu ersetzen. Insgesamt stützen die empirischen Untersuchungen somit die Hypothese, dass die Anpassung der Leistungsbilanz innerhalb einer Währungsunion beeinträchtigt ist. Dies gilt vor allem gegenüber flexiblen Wechselkursen aufgrund einer geringeren Flexibilität der Wechselkurse; aber auch im Vergleich zu Fixkurssystemen weist die Währungsunion aufgrund der weniger volatilen Zinsentwicklung eine erkennbar höhere Persistenz der Leistungsbilanzsalden auf.

Beitrag von Zins- und Wechselkursvolatilität zur Leistungsbilanzanpassung in verschiedenen Regimen (1999 bis 2011)^{*)}

Position	EWU	Fixe Wechselkurse	Flexible Wechselkurse
Wechselkursvolatilität	- 0,05	- 0,07	- 0,17
Zinsvolatilität	- 0,19	- 0,24	- 0,18
Gesamtbeitrag	- 0,24	- 0,31	- 0,35

* Negative Werte reduzieren den autoregressiven Koeffizienten (Persistenz) und beschleunigen daher den Anpassungsprozess.

Deutsche Bundesbank

gestellten Persistenz von Leistungsbilanzpositionen wahrscheinlicher. Das Korrektiv der Marktdisziplin wirkte dem in der Vergangenheit nicht in ausreichendem Maße entgegen. Das im Zuge der Krise einsetzende Umschlagen der Risikowahrnehmung erfolgte dann jedoch abrupt und blieb nicht auf ein einzelnes Land beschränkt. In diesem Zusammenhang spielen häufig nicht lineare Reaktionen eine Rolle („thresholds“), die bei Überschreiten bestimmter Schwellenwerte eine plötzliche Reaktion der Finanzmärkte hervorrufen.

Wirtschaftspolitische Implikationen

Angesichts dieser Befunde ergeben sich zentrale wirtschaftspolitische Herausforderungen. Dies gilt sowohl für die akute Krisenbekämpfung als auch bezüglich der Frage, wie der institutionelle Rahmen der Währungsunion widerstandsfähiger gegenüber derartigen Risiken gemacht

werden kann. Aus geldpolitischer Perspektive ist zentral, dass auf beiden Feldern die Ausrichtung der einheitlichen europäischen Geldpolitik auf Preisstabilität gewährleistet bleibt.¹⁶⁾

Im kurzfristigen Krisenmanagement ist es essenziell, dass die Grenzziehung zwischen Geld- und Finanzpolitik gewahrt bleibt. Notenbanken spielen in einer Krise als Liquiditätsgeber der letzten Instanz für solvente Banken eine wichtige Rolle. Dies betrifft kurzfristige Operationen gegen werthaltige Sicherheiten. Jede Stützungsmaßnahme eines Finanzinstituts, die erkennbar über eine solche „lender of last resort“-Funktion bei zeitweiliger Illiquidität hinausgeht, bedeutet eine quasi-fiskalische Rolle für die Notenbank und gehört in den Verantwortungsbereich der Regierungen.

Striktes geldpolitisches Regelwerk notwendig

Bildung von Zahlungsbilanzungleichgewichten in der EWU begünstigt

¹⁶ Vgl. auch: C.A. Sims, Gaps in the institutional structure of the euro area, Financial Stability Review 16, Banque de France, April 2012.

*Reform der
Finanzmarkt-
regulierung führt
in die richtige
Richtung*

Über die kurzfristige Krisenabwehr hinaus ergibt sich aus den Erfahrungen der letzten Jahre eine Reihe von Ansatzpunkten, um die Widerstandsfähigkeit des institutionellen Rahmens in der Zukunft zu erhöhen. So sind sämtliche Maßnahmen, die die Anfälligkeit der nationalen Banken- und Finanzsysteme verringern helfen, zu begrüßen. Die bereits eingeleitete Straffung und Harmonisierung der Finanzmarktregulierung in der Europäischen Union kann dazu beitragen, dem Aufbau nicht nachhaltiger Verschuldungspositionen frühzeitig zu begegnen und Zahlungsbilanzkrisen vorzubeugen. Darüber hinaus weisen auch die Bemühungen um eine Stärkung der Bankenaufsicht auf europäischer Ebene durchaus in die richtige Richtung, wenn dabei nicht die Umverteilung von Risiken im Vordergrund steht, sondern die Verbesserung der Krisenresistenz von Kreditinstituten. Eine Voraussetzung dafür ist es, die wechselseitige Abhängigkeit von Staat und nationalem Finanzsektor deutlich zu verringern. Um dieses Ziel zu erreichen, ist jedoch neben einem einheitlichen Aufsichtsansatz auf europäischer Ebene auch ein veränderter Regulierungsansatz in Gestalt differenzierter Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für Staatsanleihen notwendig.

*Langfristig
höhere An-
forderungen an
Homogenität
der Mitglieder
einer Währungs-
union*

Generell ist festzuhalten, dass die gegenwärtige Grundordnung der europäischen Geld- und Fiskalpolitik hohe Anforderungen an die Homogenität und/oder die Anpassungsbereitschaft der Mitgliedstaaten stellt. Dies stützt die Bedeutung einer verstärkten Überwachung der Wirtschaftspolitik, die im Rahmen des Euro-Plus-Pakts sowie des makroökonomischen Überwachungsverfahrens und des gestärkten Stabilitäts- und Wachstumspakts realisiert werden soll. Es ist essenziell, auf diesem Wege Fehlentwicklungen künftig rechtzeitig zu identifizieren und rasch gegenzusteuern.

Fiskalpakt ...

Dies gilt auch für den Fiskalpakt, der am 1. Januar 2013 in Kraft treten wird und die Unterzeichnerstaaten (alle EU-Länder mit Ausnahme Großbritanniens und der Tschechischen Republik) dazu verpflichtet, die Vorgabe eines

strukturell annähernd ausgeglichenen gesamtstaatlichen Haushalts im nationalen Recht zu verankern. Darüber hinaus sind sogenannte Schuldenbremsen einzuführen, die bei Zielverfehlungen einen automatischen Korrekturmechanismus in Gang setzen. Allerdings sind auch mit dem Fiskalpakt noch keine Durchgriffsrechte auf die nationale Fiskalpolitik vorgesehen, die über den reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt hinausgehen.¹⁷⁾

Die beschlossenen Überwachungsverfahren können dazu dienen, den Marktteilnehmern frühzeitig Probleme „zu kommunizieren“ in der Erwartung, dass diese stärker als in der Vergangenheit über den Zins disziplinierend auf die betreffenden Länder wirken. Die Erfahrungen aus der ersten Dekade der EWU machen deutlich, dass der öffentliche Druck allein nicht ausreichen dürfte, um erforderliche Anpassungen in Gang zu bringen. Darüber hinaus sind wirksame Sanktionen, die bei Verletzung der Vorgaben auch tatsächlich angewandt werden, unverzichtbar. Ob die beschlossenen Verfahren dieser Anforderung genügen, bleibt allerdings abzuwarten.¹⁸⁾

Eine stärkere Zinsdifferenzierung könnte im Übrigen schon frühzeitig, das heißt vor dem Ausbruch einer Zahlungsbilanzkrise, zu einer Anpassung der internationalen Kapitalströme führen und auch auf realwirtschaftlicher Ebene Korrekturen, beispielsweise der Inlandsnachfrage, auslösen. Die Konvergenz der nominalen Zinsen innerhalb der Währungsunion ist kein Selbstzweck und nur dann wünschenswert, wenn sie auf fundamental gerechtfertigter Konvergenz beruht und nicht die Lenkungsfunktion von Finanzmarktpreisen untergräbt.

*... und Makro-
ökonomisches
Ungleich-
gewichtsverfah-
ren der EU
müssen sich
bewähren*

¹⁷ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zum Fiskalpakt und Europäischen Stabilitätsmechanismus, Monatsbericht, Februar 2012, S. 64 ff.

¹⁸ Vgl. dazu: Deutsche Bundesbank, Die außenwirtschaftliche Position Deutschlands vor dem Hintergrund zunehmender wirtschaftspolitischer Überwachung, Monatsbericht, Oktober 2011, S. 41 ff.

Eigenverantwortung soll über Reformen gestärkt werden

Eine verstärkte Koordination und mögliche Sanktionierung der Mitgliedstaaten auf europäischer Ebene entbindet die einzelnen Länder nicht von ihrer Eigenverantwortung. In dem gegenwärtigen ordnungspolitischen Rahmen der EWU müssen wirtschaftspolitische Maßnahmen letztlich auf nationaler Ebene beschlossen und umgesetzt werden. Die EWU unterscheidet sich von Bundesstaaten wie den Vereinigten Staaten oder Deutschland, in denen es ebenfalls zu regionalen wirtschaftlichen Divergenzen kommen kann, durch das Fehlen einer zentralen demokratisch legitimierten und parlamentarisch kontrollierten politischen Instanz mit umfangreichen Entscheidungskompetenzen zur Bewältigung interner Verschuldungskrisen.

Für die Länder der Währungsunion wäre ein solcher Weg in Richtung einer politischen Union ein grundsätzlich konsistenter Ansatz, die Währungsunion widerstandsfähiger zu machen. Der damit zwingend einhergehende Souveränitätsverzicht der nationalen Ebene würde jedoch eine tiefe Zäsur für die Mitgliedstaaten darstellen und wird nur dann gelingen, wenn sie gesellschaftlich gewünscht ist und unabhängig von rein wirtschaftlichen Erwägungen von den Bürgern akzeptiert wird.

Werden solche Sprünge im Integrationsgrad als politisch nicht erwünscht oder durchsetzbar erachtet, bleibt das Primat der nationalen Eigenverantwortung bestehen.

Politische Union muss von breiter Mehrheit getragen werden