

Handelsungleichgewichte der Eurozone nehmen ab

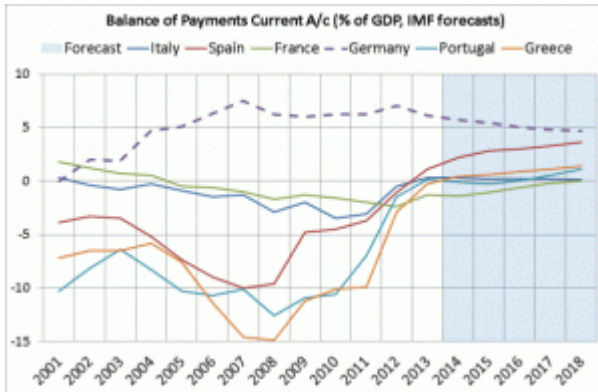
Description

Die Handelsungleichgewichte in der Eurozone haben sich mittlerweile dramatisch verringert, [schreibt Gavin Davis in der FT](#). Das sei jedoch hauptsächlich aus den falschen Gründen geschehen, nämlich per massiver Rezession im Süden statt per Verringerung der Wettbewerbsunterschiede innerhalb der Eurozone.

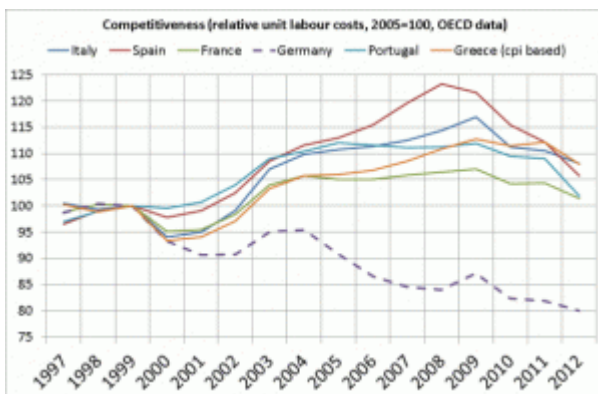
Als der Euro 1999 eingeführt wurde, schreibt Davis, glaubten seine Verfechter, dass die seit Jahrzehnten anhaltende Zahlungsbilanzkrise der schwächeren Mitgliedsstaaten der Eurozone zu Ende gehen würde. Der Glaube erwies sich als Traum. Die Leistungsbilanz-Ungleichgewichte erwiesen sich nach dem 2008er Crash als auf normalen Wegen unfinanzierbar. Die anwachsenden [Target2-Salden im EZB-System](#) zeigten, dass nur der Übergang zu öffentlicher Finanzierung das Euro-Gebiet zusammen halten konnte. Ohne Target2 wäre der Euro schon wieder Geschichte.

Die Bundesbank hat über Target2 einen Großteil dieser öffentlichen Finanzierung übernommen, was im Laufe der Jahre zu einem heißen politischen Eisen in Deutschland wurde. Die Fragestellung kochte hoch, was mit diesen Forderungen wird, wenn der Euro zerbricht. Die Lösung wird von vielen darin gesehen, dass die Leistungsbilanzdefizite im Süden verschwinden, wodurch keine weitere Finanzierung per Target2 mehr benötigt wird.

Dem scheint man nun nahe zu sein, denn die Zahlungsbilanzdefizite reduzieren sich schnell und die Target2-Salden schrumpfen. Das ist besonders bemerkenswert, weil zur gleichen Zeit der deutsche Überschuss kaum zurückgeht.



Ist dieser Aspekt der Krise damit erledigt? Viele glauben, dass die Angleichung der Handelsungleichgewichte ein Ergebnis der staatlichen Austerität und struktureller Reformen ist. Da sei zwar nicht ganz von der Hand zu weisen, schreibt Davis. Aber die Handelsdefizite während des Booms vor 2008 sind nicht nur wegen der schnell steigenden einheimischen Nachfrage im Süden entstanden, sondern auch wegen einer deutlichen Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit v.a. im Vergleich zu Deutschland, wo die Produktivität schneller zugenommen hat und gleichzeitig die Löhne langsamer gestiegen sind als im Süden.



Nun sind zwar dank niedriger Inflation die Arbeitskosten im Süden zurückgegangen, der Unterschied zu Deutschland hat sich jedoch nur wenig verändert. Dabei stellen Spanien und Irland immerhin bemerkenswerte Ausnahmen dar. Für die Mehrheit der Krisenländer gilt jedoch, dass die Verringerung der Handelsbilanzdefizite nicht auf die Senkung der relativen Arbeitskosten zurückgeht. Unterstellt man, dass die Wechselkursverhältnisse zwischen Deutschland und dem Süden zum Zeitpunkt der Euro-Einführung „richtig“ waren, kann es der einheitliche Euro heute nicht sein; die deutsche Währung müsste heute 20% tiefer notieren als damals.

Die Gründe für die Verbesserung der Handelsbilanzen liegen damit nicht in Lohnsenkungen oder strukturellen Verbesserungen, sondern in der durch die Krise und die Austeritätsprogramme verursachten Abnahme der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage im Süden. Das wird am deutlichsten in den relativen Arbeitslosenraten im Kern und in der Peripherie.



Würden die Krisenländer ihre Austerität aufgeben, um die Arbeitslosigkeit abzubauen, würden die Handelsbilanzdefizite wahrscheinlich bald wieder anwachsen, weil die Importe schneller steigen als das einheimische Angebot. Ohne die Möglichkeit, die eigene Währung abzuwerten, um ihre relative Wettbewerbsfähigkeit zu steigern, würden sie sich gleich wieder dem Szenario vieler Defizit-Länder gegenübersehen: Hohe Arbeitslosigkeit oder wachsende Handelsbilanzdefizite, die innerhalb des Euro kaum zu finanzieren sind.

So lange Deutschland keine Anstrengungen macht, den Anpassungsprozess aktiv zu unterstützen, dürfte es noch mindestens fünf Jahre dauern, bis die Wettbewerbslücke innerhalb der Eurozone geschlossen ist. In der Zwischenzeit bleiben die Arbeitslosenraten im Süden außerordentlich hoch. Das wiederum erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass die Wähler gegen die Rezessionen aufbegehren, unter denen sie zu leiden haben.

Gibt es auch die Möglichkeit einer schnelleren und robusteren Erholung, fragt Davis. Ja, sagt er, wenn die Weltwirtschaft wieder schneller wächst und privates Kapital in die Krisenländer strömt, so dass sich Bankensektoren und einheimische Nachfrage erholen ohne Target2-Finanzierung der Zahlungsbilanzen. Internationales Kapital hat bereits begonnen, hochrentierliche Staatsanleihen im Süden einzusammeln und das könnte dann auch bei Aktien und im Immobiliensektor geschehen. Wenn dies aber geschieht, dann wäre das zugleich eine sehr riskante Wette für Deutschland und internationale Langzeit-Investoren, schließt Davis.

Die Bemerkung von der "sehr riskanten Wette für Deutschland" führt zum Wechselkurssthema, auf das [hier](#) Bezug genommen wird.