

## Rebalancing der Leistungsbilanzdefizite in den Peripheriestaaten des Euroraums

Jürgen Matthes, März 2012

**In den südeuropäischen Krisenländern Griechenland, Portugal und Spanien erfolgen bereits merkliche Anpassungen, die dort infolge der Leistungsbilanzdefizite und der hohen Auslandsverschuldung notwendig sind. Die Wachstumsraten der realen Exporte waren zuletzt überaus kräftig. Zum Teil konnten die Krisenländer sogar die Anteile an ihren Exportmärkten ausbauen. Da sich zugleich die Importdynamik abschwächte, zeigen sich deutliche Fortschritte bei der Verminderung der Handelsbilanzdefizite. Dies gilt vor allem für Spanien. Diese Korrekturen relativieren zugleich die Bedeutung der Wettbewerbsfähigkeit. Lohnsenkungen in einer Größenordnung von mehr als 20 Prozent sind wohl nicht notwendig. Insgesamt dürften sich im Gefolge dieser Korrekturen auch die Netto-Auslandsschulden stabilisieren.**

Stichwörter: Außenwirtschaft, Leistungsbilanz

JEL-Klassifikation: F1, F32, F41

### Folgen der Ungleichgewichte im Euroraum

Die Schuldenkrise im Euroraum wird von vielen Beobachtern auch deshalb so kritisch gesehen, weil die im Vordergrund stehenden Krisenländer zugleich hohe Leistungsbilanzdefizite aufweisen und stark an internationaler Wettbewerbsfähigkeit verloren haben, ohne dass eine Währungsabwertung möglich ist. Verschiedene Gründe – wie ausufernde Staatsausgaben, stark steigende Lohnstückkosten – haben zu dieser Situation geführt (Busch/Grömling/Matthes, 2011). In der Folge ist die Auslandsverschuldung der betroffenen Staaten markant angestiegen. Vor diesem Hintergrund wird eine hitzige Debatte geführt, die wie folgt skizziert werden kann:

- Aufgrund fehlender Abwertungsmöglichkeiten müssten Löhne und Wohlstand stark schrumpfen. Da dies politisch nicht durchhaltbar erscheint, ist diese Anpassungsstrategie einer internen Abwertung zum Scheitern verurteilt (Sinn, 2011; Wilder, 2011) und der Euroraum droht auseinanderzubrechen (Roubini, 2011).
- Einige Krisenländer leiden an so hoher und chronischer Wettbewerbsschwäche, dass bei anhaltenden Leistungsbilanzdefiziten die Schuldentragfähigkeit nicht mehr gewährleistet ist und umfangreiche Schuldenschnitte drohen (Roubini, 2011).

- Es wird zu sehr auf die fiskalische Disziplin abgestellt und die anhaltenden hohen Leistungsbilanzdefizite und das mangelnde „Rebalancing“ der Krisenländer bleiben weitgehend unbeachtet (Krugman, 2010b; Tilford/Whyte, 2011).

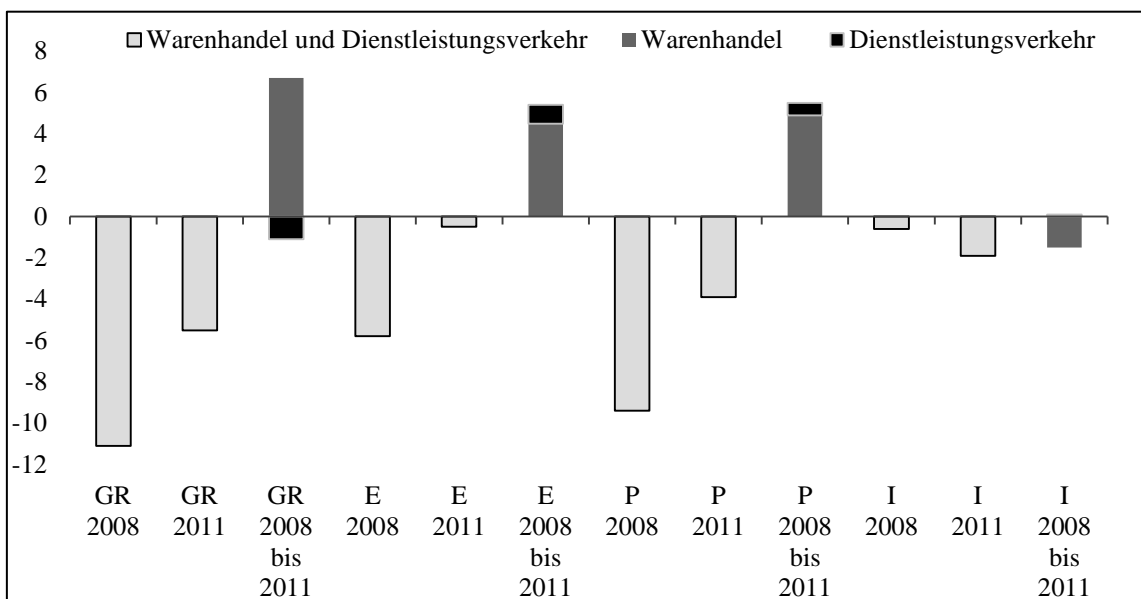
## Rebalancing im Handel mit nennenswerten Fortschritten

Vor der Verschärfung der Finanzkrise Ende 2008 waren in den südlichen Peripheriestaaten des Euroraums sehr große Leistungsbilanzdefizite entstanden (Busch/Grömling/Matthes, 2011). Der Saldo aus Einnahmen und Ausgaben in der Leistungsbilanz erreichte in Griechenland ein Minus bis zu rund 15 Prozent, in Portugal bis zu fast 13 Prozent und in Spanien bis zu rund 10 Prozent des BIP. Das gilt nicht für Italien, wo die Leistungsbilanz auf Basis der Eurostat-Zahlungsbilanzstatistik bis 2008 lediglich mit bis zu knapp 3 Prozent des BIP defizitär war. Die aktuelle Debatte suggeriert, dass sich daran bislang nichts Wesentliches geändert hat.

Abbildung 1

## Saldo im Warenhandel und Dienstleistungsverkehr

Angaben für 2008 und 2011 in Prozent des BIP, für die Veränderung 2008 bis 2011 in Prozentpunkten



Daten jeweils erstes bis drittes Quartal.  
Quellen: Eurostat; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Daher wird im vorliegenden Beitrag eine aktuelle Bestandsaufnahme vorgenommen mit Daten, die bis zum dritten Quartal 2011 reichen. Die Analyse fokussiert neben dem Dienstleistungsverkehr, bei dem die Euro-Peripherieländer bis auf Italien Überschüsse aufweisen, vor allem auf den Handel mit Waren, wo sehr hohe Defizite entstanden sind. In Griechenland belief sich dieses Defizit auf bis zu 19 Prozent, in Portugal auf über 13 Prozent und in

Spanien auf bis zu 9 Prozent des BIP. Damit war der defizitäre Warenhandel mit Abstand die Hauptursache für die hohen Leistungsbilanzdefizite.

Abbildung 1 stellt die zusammengefassten Salden im Warenhandel und Dienstleistungsverkehr der Jahre 2008 und 2011 gegenüber (jeweils die Summe erstes bis drittes Quartal). Dabei zeigt sich, dass beim Handel bereits ein erhebliches Rebalancing stattgefunden hat. In Griechenland und Portugal haben sich die Handelsbilanzdefizite (Waren und Dienstleistungen) mehr als halbiert, in Spanien ist das Defizit zuletzt mit 0,5 Prozent des BIP sogar schon fast eliminiert. In den drei Ländern hat vor allem der Warenhandel zu dieser Verbesserung beigetragen. In Italien, das auch hier nicht in das Schema passt, zeigt sich dagegen ein leichter Defizitanstieg im (Waren-)Handel, aber auf einem nur geringen Niveau von 1,9 Prozent des BIP.

Tabelle 1

## Warenhandel und Dienstleistungsverkehr

Angaben für 2008 und 2011 in Prozent des BIP und für die Veränderung 2008 bis 2011 in Prozentpunkten

	Griechenland			Spanien			Portugal			Italien		
	2008	2011	2008 bis 2011	2008	2011	2008 bis 2011	2008	2011	2008 bis 2011	2008	2011	2008 bis 2011
<b>Leistungsbilanz insgesamt</b>												
Einnahmen	29,9	27,1	-2,9	33,8	35,1	1,3	45,9	46,2	0,3	35,2	33,8	-1,5
Ausgaben	44,0	36,4	-7,6	43,8	39,2	-4,7	58,3	53,7	-4,6	38,0	37,6	-0,3
Saldo	-14,1	-9,3	4,8	-10,1	-4,1	6,0	-12,4	-7,6	4,8	-2,7	-3,9	-1,1
<b>Warenhandel und Dienstleistungsverkehr</b>												
Einnahmen	24,4	23,3	-1,1	27,6	30,3	2,7	34,5	36,1	1,6	29,4	29,1	-0,3
Ausgaben	35,5	28,8	-6,7	33,4	30,8	-2,6	43,9	40,0	-3,8	30,0	31,0	1,0
Saldo	-11,1	-5,5	5,6	-5,8	-0,5	5,3	-9,4	-3,9	5,5	-0,6	-1,9	-1,4
<b>Warenhandel</b>												
Einnahmen	8,6	9,3	0,7	18,4	20,7	2,3	23,9	24,7	0,9	24,2	24,1	-0,1
Ausgaben	28,2	22,2	-6,0	26,8	24,6	-2,1	37,3	33,2	-4,0	24,3	25,6	1,4
Saldo	-19,6	-12,9	6,7	-8,4	-3,9	4,5	-13,4	-8,5	4,9	-0,1	-1,5	-1,5
<b>Dienstleistungsverkehr</b>												
Einnahmen	15,8	14,0	-1,8	9,2	9,6	0,4	10,6	11,4	0,8	5,2	5,0	-0,2
Ausgaben	7,3	6,6	-0,7	6,6	6,2	-0,4	6,6	6,8	0,2	5,7	5,4	-0,3
Saldo	8,5	7,4	-1,1	2,6	3,5	0,9	4,0	4,6	0,6	-0,5	-0,4	0,1

Daten jeweils erstes bis drittes Quartal.

Quellen: Eurostat; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Ein Blick auf die Exporteinnahmen und die Importausgaben in Prozent des BIP in der Leistungsbilanz zeigt die Ursachen dieser Verbesserung (Tabelle 1). Im Warenhandel liegen die Anteile der Exporteinnahmen im Jahr 2011 – nach einem erheblichen zwischenzeitlichen Einbruch – schon wieder über dem Vorkrisenniveau des Jahres 2008. Dagegen sind die Importausgabenquoten deutlich unter das Vorkrisenniveau gesunken. Beide Befunde gelten nicht für Italien. Im Dienstleistungsverkehr ist dieses Bild mit wenigen Ausnahmen ebenfalls ablesbar. Es lässt sich zunächst festhalten, dass das Rebalancing bereits merklich eingesetzt hat.

### **Mechanismen zum Handelsbilanzausgleich in einer Währungsunion**

Grundsätzlich müssen für eine fortschreitende Verbesserung des Handelsbilanzsaldos (Waren und Dienstleistungen) die Exporte weiter steigen und die Importe sinken oder zumindest langsamer wachsen. Im besten Fall sollte diese Anpassung mit möglichst wenig Produktions- und Wohlstandseinbußen einhergehen. Das kann umso eher gelingen, je mehr ausländische Nachfrage in das Inland (für zusätzliche Exporte) umgelenkt wird und je mehr von der heimischen Nachfrage nach ausländischen Gütern (Importe) auf inländische Güter verlagert wird. Eine Änderung der relativen Preise, die inländische Güter verbilligt und ausländische verteuert, kann dafür ein zentraler Hebel sein. Man spricht dabei von einer realen Abwertung, die die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Landes verbessert.

Ein Land mit einer eigenen Währung kann – sofern es keine Gegenreaktion gibt – eine reale Abwertung durch eine nominale Währungsabwertung erreichen und so sein Handelsbilanzdefizit bekämpfen, weil Importe teurer und Exporte billiger werden. Einem Land in einer Währungsunion steht dieser Weg gegenüber den anderen Mitgliedsländern nicht zur Verfügung. Es kann bei unveränderten Wechselkursen der Währungsunion gegenüber Drittwährungen eine reale Abwertung nur dadurch erreichen, indem die eigenen Löhne und Preise relativ zu denen der Handelspartner gesenkt werden oder weniger stark steigen. Dieser Prozess, den man auch interne Abwertung nennt, braucht mehr Zeit als eine nominale Wechselkursabwertung. Zudem gilt er als politisch schwerer umsetzbar. Zum einen, weil möglicherweise auch Nominallöhne über eine längere Zeit sinken müssen, wogegen Arbeitnehmer eher Widerstand leisten. Zum anderen, weil für die Akzeptanz rückläufiger Löhne und Preise je nach Reaktion der Tarifpartner eine längere Rezession nötig sein wird.

Alternativ zu einer internen Abwertung (Relativpreisänderung) kann eine generelle Schrumpfung der heimischen Nachfrage zu einer Senkung der Importnachfrage und damit zu einem Rebalancing beitragen. Dabei können die heimische Produktion und damit das Wohlstandsniveau in Mitleidenschaft gezogen werden. Dies gilt allerdings umso weniger,

je stärker eine expandierende Auslandsnachfrage – auch ohne größere Relativpreisänderung – die heimische Güterproduktion aufrechterhält.

### **Erforderliche interne Abwertung**

In der öffentlichen Debatte ist immer wieder die Rede davon, dass die südlichen Euro-Peripherieländer sehr starke Lohnsenkungen zulassen müssten, um an Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen und um ihre Leistungsbilanzdefizite abbauen zu können. Zuweilen ist hier von einer erheblichen Größenordnung von 20 bis 30 Prozent die Rede (Krugman, 2010a; Sinn, 2011). Denn in etwa dieser Höhe sind die Lohnstückkosten (Löhne unter Berücksichtigung der Produktivität) in den Krisenländern stärker gestiegen als in Deutschland, dem größten Land der Währungsunion. Eine derart starke Lohnsenkung halten die genannten Autoren für nicht durchsetzbar. Stattdessen votieren sie für einen Austritt der Krisenländer aus der Währungsunion und eine nominale Währungsabwertung.

Zunächst lassen sich gegen diese vereinfachte und zugespitzte Forderung nach einer 20- bis 30-prozentigen Lohnsenkung zwei Einwände anführen:

1. Es kommt auf eine Senkung der Lohnstückkosten an. Sie kann nicht nur durch fallende Löhne, sondern auch durch eine verbesserte Produktivität erreicht werden. Die vielfältigen Strukturreformen in den Krisenländern sollen durch mehr Wettbewerb auf Arbeits- und Produktmärkten dieses Ziel erreichen und wirken teils auch bereits in der kurzen Frist (Biroli/Mourre/Turrini, 2010; OECD, 2012).
2. Die Lohnstückkostenentwicklung in den Krisenländern wird häufig allein zu der in Deutschland in Relation gesetzt. Umfassend und angemessen ist es aber, die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit mit realen effektiven Wechselkursen (REEW) zu messen, die eine große Anzahl von wichtigen Handelspartnern in und außerhalb des Euroraums berücksichtigen. Eine hohe heimische Lohnstückkostendynamik kann – wie für Griechenland bis vor der Krise aufzeigbar (Busch/Grömling/Matthes, 2011) – dann in einem vermindernden Ausmaß zu einer schlechteren internationalen Wettbewerbsfähigkeit führen, wenn die Lohnstückkostenanstiege bei wichtigen Handelspartnern noch stärker waren. Offen ist, welcher REEW der angemessene zur Messung der preislichen internationalen Wettbewerbsfähigkeit ist (Matthes, 2008). Daher weist Tabelle 2 mehrere REEW aus.

Es zeigt sich, dass es zu einer deutlichen Divergenz bei der Wettbewerbsfähigkeit im Euroraum gekommen war, die sich nach dem Jahr 2005 bis zu der Zeit der globalen Wirtschaftskrise weiter zuspitzte. Während die REEW in Deutschland in diesem Zeitraum im Vergleich zu 1999 um bis zu rund 10 Prozent sanken, stiegen sie in den südlichen Euro-Peripheriestaaten im Maximum – je nach betrachtetem REEW – um 8 bis 24 Prozent. Die

Spannweite und Rangfolge der Krisenländer schwankte dabei erheblich, was die Benutzung verschiedener REEW rechtfertigt.

Tabelle 2

## Reale effektive Wechselkurse

Handelsgewichtete Wechselkurse gegenüber 36 Industrieländern auf Basis unterschiedlicher Preiskonzepte, Index 1999 = 100; Maximum (Deutschland Minimum) im Zeitraum 2005 bis 2011 und aktueller Wert im dritten Quartal 2011

Basis	Lohnstückkosten der Gesamtwirtschaft		Exportpreise Waren und Dienstleistungen		BIP-Deflator	
	2005–2011	2011	2005–2011	2011	2005–2011	2011
Griechenland	115	107	119	116	113	110
Spanien	122	112	118	112	124	119
Italien	119	116	118	116	113	108
Portugal	114	111	108	108	112	109
Deutschland	87	90	91	91	90	90

Quellen: Europäische Kommission; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



Es geht hierbei nicht um die Relation zu Deutschland, sondern um die Werte der REEW selbst. Die Aussage, eine Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit durch eine Lohnsenkung in der Größenordnung von 20 bis 30 Prozent sei nötig, erscheint vor diesem Hintergrund nur partiell gerechtfertigt. In Portugal haben sich die REEW seit 1999 im Durchschnitt der drei REEW um bis zu gut 11 Prozent verschlechtert, in Griechenland und Italien um bis zu knapp 16 und 17 Prozent. Allein für Spanien zeigt sich eine durchschnittliche REEW-Erhöhung von durchschnittlich gut 20 Prozent.

Allerdings sind die REEW in Spanien – ausgehend vom dargestellten Maximum bis zum dritten Quartal 2011 – am stärksten unter den südlichen Euro-Peripheriestaaten zurückgegangen. Das gilt vor allem mit Blick auf den REEW auf Basis der Lohnstückkosten, der im Mittelpunkt dieser Betrachtung steht. Spanien hat seinen daran gemessenen Wettbewerbsnachteil immerhin schon halbiert, das Gleiche gilt auch für Griechenland. Bei den beiden anderen REEW sind die griechischen Fortschritte allerdings weniger deutlich. Auch Portugal und Italien haben Rückgänge der REEW erreicht, allerdings in einem nur relativ geringen Maß.

Aus diesen geringfügigen bis mäßigen Fortschritten lassen sich wichtige Schlussfolgerungen ableiten, die die Aussage infrage stellen, dass die Löhne 20 bis 30 Prozent sinken

müssten. Denn dahinter steht die Vermutung, dass die Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit vollständig wettgemacht werden muss. Die Entwicklung der Handelsbilanzdefizite (Waren und Dienstleistungen) relativiert dies:

- Abbildung 1 zeigt, dass die spanische Handelsbilanz im Jahr 2011 bereits nahezu ausgeglichen ist, obwohl die Fortschritte beim Abbau der Wettbewerbsnachteile nur beschränkt sind.
- Portugal und Griechenland, wo die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit noch langsamer fortschreitet, haben immerhin schon mehr als eine Halbierung ihres Handelsbilanzdefizits erreicht.

Diese Beobachtung legt nahe, dass der Zusammenhang zwischen der Entwicklung der REEW und dem Handelsbilanzsaldo komplex ist. Die Belastbarkeit der erwähnten Forderungen nach Lohnsenkungen von 20 bis 30 Prozent und ein vollständiger Abbau der Wettbewerbsnachteile erscheinen insofern fraglich, als dies implizit einen linearen Zusammenhang zwischen der Wettbewerbsfähigkeit und der Handelsbilanz unterstellt.

### **Erforderlicher Rückgang von Binnennachfrage und Produktion**

Die Reduktion der Handelsbilanzdefizite kann kausal nicht plausibel auf eine gestiegene Reagibilität von Exporten und Importen gegenüber einer (nur wenig) veränderten Wettbewerbsfähigkeit zurückgeführt werden. Vielmehr scheinen bei nur mäßig flexiblen Relativpreisen in erster Linie die Mengen zu reagieren. Folglich dürfte die Hauptursache für den Defizitabbau eine rückläufige gesamtwirtschaftliche Nachfrage in den Krisenländern sein. In der Tat schrumpfte die saisonbereinigte Binnennachfrage in realer Rechnung von ihrem quartalsbezogenen Maximum im Jahr 2007 oder 2008 bis zum dritten Quartal 2011 in Griechenland um rund 16 Prozent (Daten nur bis zum ersten Quartal 2011), in Spanien um 11 Prozent, in Portugal um 8 Prozent und in Italien um 4 Prozent.

Einerseits erscheint die Anpassung insofern unverzichtbar, als die betroffenen Länder zuvor – als Spiegel der Handelsbilanzdefizite – eine erhebliche kreditfinanzierte Übernachfrage im Verhältnis zu ihrer eigenen Produktion verzeichneten. Beispielsweise befanden sich die gesamtwirtschaftlichen Konsumquoten vor allem in Griechenland und Portugal auf einem im internationalen Vergleich hohen Niveau (Busch/Grömling/Matthes, 2011). Da die Produktion nicht so schnell die Lücke schließen kann, muss im Zuge einer Normalisierung zunächst die Nachfrage zurückgehen. Andererseits kann eine schrumpfende Nachfrage aber erhebliche ökonomische und politische Probleme mit sich bringen. So ist ein Teil der heimischen Produktion auf den Binnenabsatz fokussiert. Mit nachlassender Binnennachfrage sinken nicht nur die Importe, sondern auch die heimische Herstellung, Einkom-

men und Wohlstand. Damit verbunden steigen die Anzahl der Unternehmenszusammenbrüche und die der Arbeitslosen sowie auch die Gefahr von Banken Krisen. Es stellt sich zudem die Frage, wie lange die Bevölkerung einen solchen Anpassungsprozess politisch durchhält.

Diese Sorge kann durch eine Reihe von Überlegungen zumindest relativiert werden:

- In Griechenland und Spanien, aber weniger in Italien und Portugal, sind die Produktion, die Binnennachfrage und die Einkommen vor der Krise stark gestiegen. Der Wohlstandsrückgang führt folglich zurück auf ein Niveau, auf dem sich das Land noch vor nicht allzu langer Zeit befand.
- In Südeuropa bestehen noch vergleichsweise starke traditionelle Familienstrukturen, die arbeitslos gewordene Familienmitglieder (in Ergänzung zu teilweise nicht sehr stark ausgeprägten sozialen Sicherungssystemen) eine Zeit lang auffangen können.
- Vor allem in Portugal und weitgehend auch in Spanien und Italien scheint die Bevölkerung den Korrekturprozess bislang ohne größere Proteste und Radikalisierungstendenzen hinzunehmen. In Portugal und Spanien sind konservative Regierungen mit einer eigenen Reformagenda gewählt worden. In Italien erfährt die Regierung derzeit ein hohes und eher noch zunehmendes Ansehen in der Bevölkerung.
- Besonders in Italien und Griechenland gibt es in jüngerer Zeit offenbar Versuche, auch die wohlhabenden Bürger (und teilweise auch die Parlamentarier) zu Einkommenseinbußen zu bringen, etwa im Zuge verschärfter Steuerfahndungen. Dieser Ansatz hilft, die Unterstützung in der breiten Bevölkerung für Reformen zu stärken und den Eindruck zu mindern, die Eliten könnten sich dem Anpassungsprozess entziehen.
- Es ist wichtig, der Bevölkerung eine Zukunftsperspektive aufzuzeigen. Ein langer Schrumpfungsprozess ohne absehbares Ende wie in Griechenland ist nicht hilfreich. Daher geht es auch darum, die kurzfristigen Wachstumskräfte in den Krisenländern zu erhöhen, etwa durch die verstärkte und vereinfachte Nutzung von Geldern aus den EU-Strukturfonds oder, indem eine Kreditklemme mittels einer Liquiditätsstützung der Banken durch die EZB verhindert wird.

Es stellt sich die Frage, wie stark die Produktion und damit die Einkommen tatsächlich sinken müssten, um einen ausreichenden Importrückgang und damit eine Verbesserung der Handelsbilanz (Waren und Dienstleistungen) zu erreichen. Die Deutsche Bank (Mayer, 2012) hat hierzu eine Simulationsrechnung vorgelegt. Weil die Leistungsbilanzprobleme in Italien relativ gering sind, wird hier nur eine BIP-Senkung von 1 Prozent für notwendig erachtet. Doch für die übrigen betrachteten Länder wird ein gravierender Schrumpfungsbedarf ermittelt: In Griechenland sinkt das BIP etwa um 35 Prozent, in Portugal um 22 Pro-



zent und in Spanien um 17 Prozent. Würden diese Zahlen zutreffen, erscheint es in der Tat fraglich, ob dieser Anpassungsprozess durchgehalten werden kann.

Tabelle 3

## Indikatoren der Exportentwicklung

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent, Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten

	2010	2011
<b>Griechenland</b>		
Veränderung der realen Exporte	4,2	7,9
Veränderung der realen Importe	-7,2	-14,3
Exportperformance	-5,4	0,5
Wachstumsbeitrag des Außenbeitrags	3,1	6,1
<b>Portugal</b>		
Veränderung der realen Exporte	8,8	7,2
Veränderung der realen Importe	5,1	-4,9
Exportperformance	-0,9	2,3
Wachstumsbeitrag des Außenbeitrags	0,6	4,2
<b>Spanien</b>		
Veränderung der realen Exporte	13,5	9,1
Veränderung der realen Importe	8,9	1,5
Exportperformance	3,1	3,8
Wachstumsbeitrag des Außenbeitrags	0,9	2,0
<b>Italien</b>		
Veränderung der realen Exporte	12,2	4,9
Veränderung der realen Importe	12,7	3,4
Exportperformance	1,8	-1,4
Wachstumsbeitrag des Außenbeitrags	-0,2	0,3
<b>Deutschland</b>		
Veränderung der realen Exporte	13,4	8,3
Veränderung der realen Importe	11,5	8,0
Exportperformance	2,2	2,2
Wachstumsbeitrag des Außenbeitrags	1,4	0,6

2011: Prognose der OECD. Angaben für Handel mit Waren und Dienstleistungen (VGR-Basis). Exportperformance: Veränderung der realen Exporte von Waren und Dienstleistungen relativ zur Veränderung der realen Importe der jeweiligen Handelspartner; Anstieg bedeutet Exportmarktanteilszuwachs.  
Quellen: OECD; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Diese Simulationsrechnung lässt sich kritisch hinterfragen: Sie nimmt vereinfachend an, dass die Exporte konstant bleiben, und ermittelt, wie stark Produktion und Binnennach-

frage schrumpfen müssen, wenn das Verhältnis von Binnennachfrage und Importen gleich bleibt. Während die letztere vereinfachende Annahme nachvollziehbar erscheint, gilt dies nicht für die Konstanz der Exporte. Im Gegenteil, die Entwicklung der realen Exporte war in den hier betrachteten Ländern in den vergangenen beiden Jahren auch als Reflex auf den Einbruch im Jahr 2009 recht dynamisch (Tabelle 3). Im Jahr 2010 erreichten demnach Spanien und Italien ähnlich hohe Zuwächse wie Deutschland. Im Jahr 2011 war dies auch für Griechenland und Portugal der Fall, allerdings nicht mehr so ausgeprägt wie für Italien.

Diese partiellen Erfolge stellen die Relevanz der durch die REEW gemessenen preislichen internationalen Wettbewerbsfähigkeit zusätzlich infrage. Denn es widerspricht weitgehend der Erwartung, dass Länder wie Portugal (mit erheblich verschlechterter Wettbewerbsfähigkeit) oder Spanien (mit nur mäßigen Verbesserungen nach zuvor sehr starken Einbußen) nicht nur stark wachsende Exporte erreichen, sondern sogar Exportmarktanteile gewinnen. Eine mögliche Erklärung für diese Diskrepanz könnte in einer Verbesserung der nicht preislichen Wettbewerbsfähigkeit liegen. So dürfte der hohe Anpassungsdruck durch die krisenhafte Entwicklung die Unternehmen in den betroffenen Staaten zu Restrukturierungen und zu der Suche nach neuen Produkten und Absatzmärkten veranlasst haben. Dies spiegelt sich möglicherweise noch nicht in den zuvor aufgeführten REEW oder den Lohnstückkosten wider, dürfte aber die recht guten Exporterfolge begünstigt haben.

Auf der Exportseite zeigt sich am aktuellen Rand folglich ein nennenswertes Rebalancing, das den Anpassungsprozess der Leistungsbilanzen stützt. Zusätzlich verlief die Importentwicklung vor allem im Jahr 2011 deutlich gebremst. Beides mindert somit den Schrumpfbedarf der Binnennachfrage und damit den der Produktion. Dies wird beim Blick auf den fast durchweg positiven Wachstumsbeitrag des Außenhandels deutlich und gilt vor allem für Griechenland, Portugal und Spanien und besonders für das Jahr 2011. Auch für die nächsten Jahre dürften nach der jüngsten OECD-Prognose von Ende 2011 positive Wachstumseffekte vom Außenhandel ausgehen. Dies trägt ebenfalls zur Relativierung der Sorge bei, die Anpassungsprozesse seien zu lang und zu tief, um politisch durchhaltbar zu sein.

### **Tragfähigkeit der Auslandsverschuldung**

Gleichwohl stehen Sorgen um die Tragfähigkeit der Auslandsschulden der meisten Krisenländer im Raum. Denn im Zuge von anhaltenden Leistungsbilanzdefiziten, die durch Nettokapitalimporte finanziert wurden, ist die Netto-Auslandsverschuldung bis zum dritten Quartal 2011 vor allem in Griechenland (93 Prozent des BIP), Portugal (104 Prozent des BIP) und Spanien (94 Prozent des BIP) gestiegen. Dies gilt weniger für Italien (24 Prozent

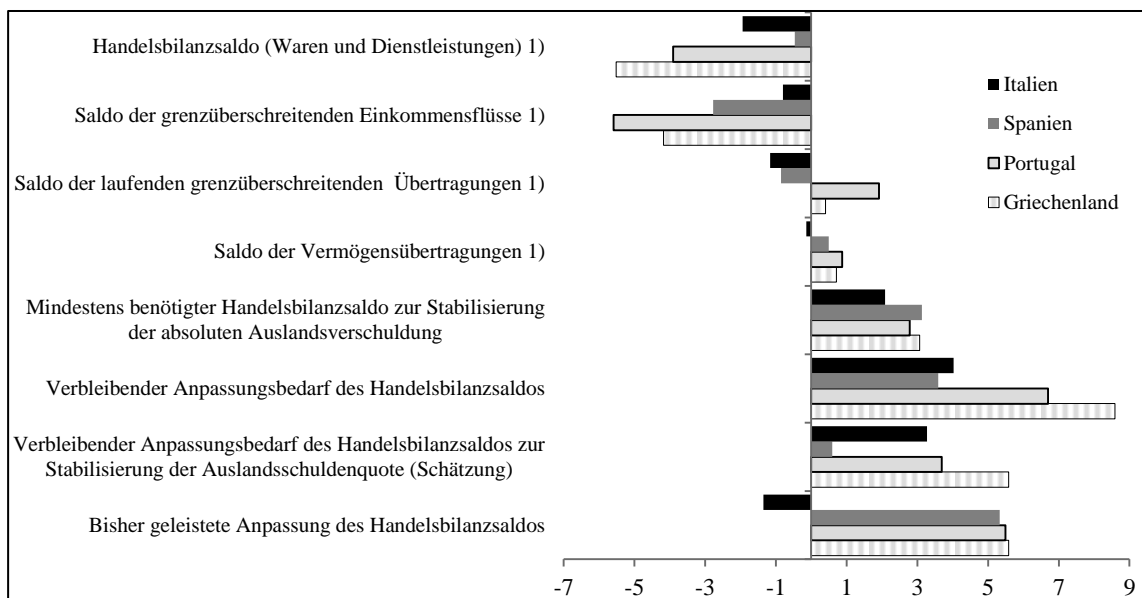
des BIP). Einige Beobachter gehen davon aus, dass es zu umfangreichen Schuldenrestrukturierungen kommen wird (Roubini, 2011).

Auslandsschulden sind grundsätzlich dann tragfähig, wenn der Schuldenstand nicht weiter steigt und der Schuldendienst dauerhaft geleistet werden kann. Dabei kann entweder auf die absoluten Netto-Auslandsschulden oder auf die Netto-Auslandsschuldenquote – definiert als Quotient aus Netto-Auslandsschulden und Wirtschaftsleistung – abgestellt werden. Letztere Verhältniszahl bleibt stabil oder sie sinkt, wenn der prozentuale Netto-Auslandsschuldenzuwachs der Rate des jährlichen nominalen BIP-Wachstums entspricht oder betragsmäßig kleiner ist. Selbst in diesem Fall ist der Schuldendienst grundsätzlich tragbar, weil unter sonst gleichen Bedingungen auch die Zinsquote – definiert als Relation aus Zinszahlungen zur Wirtschaftsleistung – konstant bleibt oder sinkt. Die Stabilisierung der Netto-Auslandsschulden oder der entsprechenden Quote ist ein kurzfristig anzustrebendes Ziel. Mittelfristig sollten die Handelsbilanzüberschüsse freilich größer werden, damit die Netto-Auslandsschulden allmählich, aber nachhaltig sinken – wie es auch der Internationale Währungsfonds (IWF) als perspektivische Zielvorgabe sieht (IMF, 2011d).

Abbildung 2

## Verbleibender Anpassungsbedarf der Handelsbilanz

Angaben in Prozent des BIP



1) Erstes bis drittes Quartal 2011. Mindestens benötigter Handelsbilanzsaldo zur Stabilisierung der absoluten Auslandsverschuldung impliziert einen Nettofinanzierungssaldo von null. Verbleibender Anpassungsbedarf des Handelsbilanzsaldos zur Stabilisierung der Auslandsschuldenquote wird geschätzt auf Basis eines angenommenen Wachstums des nominalen BIP von 3 Prozent pro Jahr. Daraus lässt sich ein maximales Nettofinanzierungsdefizit ableiten, um das der Anpassungsbedarf des Handelsbilanzsaldos zur Stabilisierung der absoluten Auslandsschulden vermindert werden kann.

Quellen: Eurostat; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Abbildung 2 greift beide Sichtweisen auf und stellt die verschiedenen Komponenten der Leistungsbilanz dar. Zunächst weist sie – auf Basis der Daten für das erste bis dritte Quartal 2011 – den theoretisch notwendigen Handelsbilanzüberschuss aus, um die Netto-Auslandsschulden in absoluter Rechnung zu stabilisieren. Dazu ist ein Nettofinanzierungssaldo von mindestens null zu erreichen, der definiert ist als Leistungsbilanzsaldo plus Vermögensübertragungen. Der Überschuss der Handelsbilanz (Waren und Dienstleistungen) muss folglich betragsmäßig mindestens so groß sein, wie die Summe aus dem (durchweg negativen) Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie aus den Saldo der laufenden Übertragungen und der Vermögensübertragungen, deren Vorzeichen in den betrachteten Ländern unterschiedlich ausfallen. Dabei wird hier von möglichen sonstigen Sondereinflüssen auf den Netto-Auslandsschuldenstand durch Zins-, Wechselkurs- oder Bewertungsänderungen abstrahiert.

Gleiches gilt ebenfalls für die Schätzung des Handelsbilanzsaldos, der zur Stabilisierung der Netto-Auslandsschuldenquote nötig ist:

- Dazu sind zunächst Annahmen zum mittelfristig zu erwartenden BIP-Wachstum nötig, das nach der Überwindung der Anpassungsrezessionen auf durchschnittlich 3 Prozent pro Jahr angesetzt wird. Diese Größe ergibt sich aus einem angenommenen Potenzialwachstum von 1 Prozent zuzüglich einer Zielinflationsrate im Euroraum von 2 Prozent pro Jahr. Auch die für Italien verfügbaren Langfristprognosen von Consensus Economics mit Stand Oktober 2011 gehen von ähnlichen Größenordnungen aus, für Spanien sogar von einem realen BIP-Wachstum von rund 2 Prozent im Jahresdurchschnitt ab 2014. Diese Werte für das mittelfristig erreichbare Potenzialwachstum dürften eher zurückhaltend sein, da sie die Wirkungen der vielfältigen und vor kurzem erst beschlossenen Strukturreformen in diesen Ländern noch nicht berücksichtigen.
- Für die Konstanz der Netto-Auslandsschuldenquote bei einem nominalen BIP-Wachstum von 3 Prozent pro Jahr können die Netto-Auslandsschulden auch um 3 Prozent jährlich steigen. Da die Netto-Auslandsschuldenquoten von Griechenland, Portugal und Spanien um die 100 Prozent liegen, also die Netto-Auslandsschulden in etwa der Wirtschaftsleistung entsprechen, reicht das Erreichen eines Nettofinanzierungsdefizits von betragsmäßig maximal etwa 3 Prozent des BIP aus, um die Netto-Auslandsschuldenquote zu stabilisieren. Der nötige Handelsbilanzsaldo (Waren und Dienstleistungen) kann also um rund 3 BIP-Prozentpunkte niedriger ausfallen als bei einer Stabilisierung der absoluten Netto-Auslandsschulden durch einen Nettofinanzierungssaldo von null. Im Falle Italiens mit einem Netto-Auslandsschuldenstand von rund einem Viertel der Wirtschaftsleistung kann das Nettofinanzierungsdefizit (bei

einem jährlichen BIP-Wachstum von 3 Prozent) maximal 0,75 (ein Viertel von 3 BIP-Prozentpunkten) betragen, damit die Netto-Auslandsschuldenquote konstant bleibt.

Einschränkend ist festzuhalten, dass diese mittelfristige Betrachtung nur eine grobe Orientierung liefern kann. Denn aufgrund der derzeitigen Anpassungsrezessionen dürften sich die Netto-Auslandsschulden und möglicherweise auch der Negativsaldo der Vermögenseinkommen zwischenzeitlich noch etwas weiter erhöhen. Eine Stabilisierung der absoluten Netto-Auslandsschuldenquote würde daher bei Erreichen der aufgezeigten Handelsbilanzüberschüsse auf einem höheren Niveau als derzeit erfolgen.

Vor diesem Hintergrund zeigt Abbildung 2, dass der Weg zu einer Stabilisierung der Netto-Auslandsschuldenquote weniger weit ist als bisweilen angenommen. Das gilt vor allem für Spanien. Hier reicht eine geringe Verbesserung des Handelsbilanzsaldos aus. Für Italien mit seiner sehr viel niedrigeren Netto-Auslandsschuldenquote stellt sich diese Anpassungslast offensichtlich nicht. Der geschätzte Anpassungsbedarf des Handelsbilanzsaldos von gut 3 Prozent des BIP ist weniger gravierend. Für Griechenland (5,6 Prozent des BIP) und Portugal (3,7 Prozent des BIP) fällt der geschätzte Anpassungsbedarf des Handelsbilanzsaldos höher aus. Doch ist er selbst im Falle Griechenlands nicht größer als die bereits geleistete Verbesserung der Handelsbilanz (siehe Abbildung 1). Bei Portugal sind noch rund zwei Drittel des bisherigen Anpassungswegs zu gehen.

### **Ausblick und Prognosen**

Es stellt sich die Frage, ob dieser Anpassungsprozess weiter fortschreitet. Hier legen einige Studien – vor allem mit Blick auf Griechenland – eine begründete Skepsis an den Tag (Roubini, 2011; Sinn, 2011; Wilder, 2011; Brenke, 2012; Mayer, 2012; Schrader/Laser, 2012). Doch eine Reihe von Argumenten lässt sich hierzu relativierend anführen:

- Die Verschlechterung der Konjunkturlage im Euroraum trifft vor allem die Euro-Peripheriestaaten. In Griechenland und Portugal verlaufen die Rezessionen in der Folge tiefer und dauern wohl auch länger als noch im Sommer 2011 gedacht. In Spanien und Italien ist ein moderater Erholungsprozess nach der globalen Wirtschaftskrise abgebrochen und seit dem zweiten Halbjahr 2011 ebenfalls in eine rezessive Entwicklung gemündet. Das dämpft die Importnachfrage in diesen Ländern in Zukunft zusätzlich.
- Die Exportentwicklung sollte dagegen in den Krisenländern verhalten positiv sein. Denn die Weltwirtschaft und der Welthandel dürften nach einer Wachstumsdelle im Winter 2011/2012 im weiteren Verlauf des Jahres 2012 wieder allmählich an Schwung gewinnen.

- In den Peripherieländern sind – teils durch IWF und Europäische Union (EU) vorgeschrieben, teils durch den Druck des Finanzmarktes begünstigt – Strukturreformen auf den Weg gebracht worden (IMF, 2011 a, c, d; OECD, 2012), die lange Zeit kaum denkbar waren. Aller Erfahrung nach verbessern diese Reformen neben den Wachstumsperspektiven auch die internationale Wettbewerbsfähigkeit (Biroli/Mourre/Turrini, 2010) und führen tendenziell zu niedrigeren Handelsbilanzdefiziten (Berger/Nitsch, 2010; Zemanek/Belke/Schnabl, 2010). Anders als zuweilen vermutet, gehen von den meisten Strukturreformen – bis auf Kürzungen der Arbeitslosenunterstützung und Lockerungen des Kündigungsschutzes in rezessiven Zeiten – keine dämpfenden, sondern teilweise auch expansive Kurzfristeffekte auf die Konjunktur aus (OECD, 2012).
- Auf EU-Ebene ist mit dem sogenannten Sixpack ein neues institutionelles Regelwerk zur zukünftigen Vermeidung von Leistungsbilanzungleichgewichten geschaffen worden. Im Rahmen dieser makroökonomischen Überwachung ist im Februar 2012 ein erster Bericht erschienen, dem eine weitere qualitative Evaluierung der dort identifizierten Staaten folgen wird. Bei erheblichen Problemen kann die EU-Kommission Reformmaßnahmen verlangen und bei mangelnder Folgeleistung eines Landes gegebenenfalls auch Sanktionen verhängen.

Mit Blick auf die letzten beiden Argumente erscheint die Behauptung fragwürdig, dass die Krisenbekämpfung sich einseitig auf das fiskalische Sparen beschränke (Krugman, 2010b; Tilford/Whyte, 2011). Auch auf dem Feld der Leistungsbilanzdefizite ist viel in Bewegung gekommen. Einen Anhaltspunkt, wie weit dies in Zukunft zu einer hinreichenden Verminderung der Leistungsbilanzdefizite und damit auch zu einer Stabilisierung der Netto-Auslandsverschuldung führen wird, geben die Mittelfristprognosen des IWF zur externen Schuldentragfähigkeit (IMF, 2011, a bis e). Für Griechenland und Portugal sind sie mit Stand Dezember 2011 aus den IWF-Reviews der Anpassungsprogramme dieser Länder verfügbar. Im Rahmen der jährlichen Artikel-IV-Berichte weist der IWF für Spanien und Italien mit Stand Juli 2011 relevante Daten aus. Für Italien ist aber keine Prognose der Netto-Auslandsverschuldung verfügbar, offenbar weil die Schuldentragfähigkeit nicht infrage gestellt wird. Daher wird Italien im Weiteren nicht genauer betrachtet.

Abbildung 3 gibt die IWF-Prognosen für Griechenland, Portugal und Spanien wieder. Hierbei sind einige Besonderheiten zu nennen:

- Bei Spanien ist die im Sommer 2011 beginnende Eintrübung der Konjunkturperspektiven noch nicht berücksichtigt. Beispielsweise geht der IWF noch von einer positiven Wachstumsrate des realen BIP von 1,6 Prozent im Jahr 2012 aus, während Consensus Forecasts mit Stand März 2012 inzwischen –1,4 Prozent ausweist. Die IWF-Prognose

wird dennoch weiterhin eine gewisse Aussagekraft haben, weil gegenläufige Effekte wirken. Vor allem geht es dabei um das niedrigere nominale BIP-Wachstum, das die Schulden tragfähigkeit verschlechtert. Als Gegeneffekt bewirkt aber die Rezession eine Importdämpfung.

- Auch für Portugal und Griechenland sind keine aktuellen Daten zugrunde gelegt, für Griechenland insbesondere eine nur grob geschätzte Privatgläubigerbeteiligung bei der avisierten Umschuldung seiner Staatsanleihen mit Sachstand der Gipfelbeschlüsse vom 26. Oktober 2011.
- Nicht für alle Länder sind Daten zum Handelsbilanzsaldo und zum Nettofinanzierungssaldo verfügbar.
- Die vom IWF ausgewiesene Netto-Auslandsverschuldungsquote (Nettoauslandsvermögensposition) weicht von den bisher erwähnten Angaben auf Basis von Eurostat-Daten für Griechenland und Portugal erheblich nach oben ab, ohne dass dafür in den IWF-Berichten eine Erklärung ersichtlich ist.

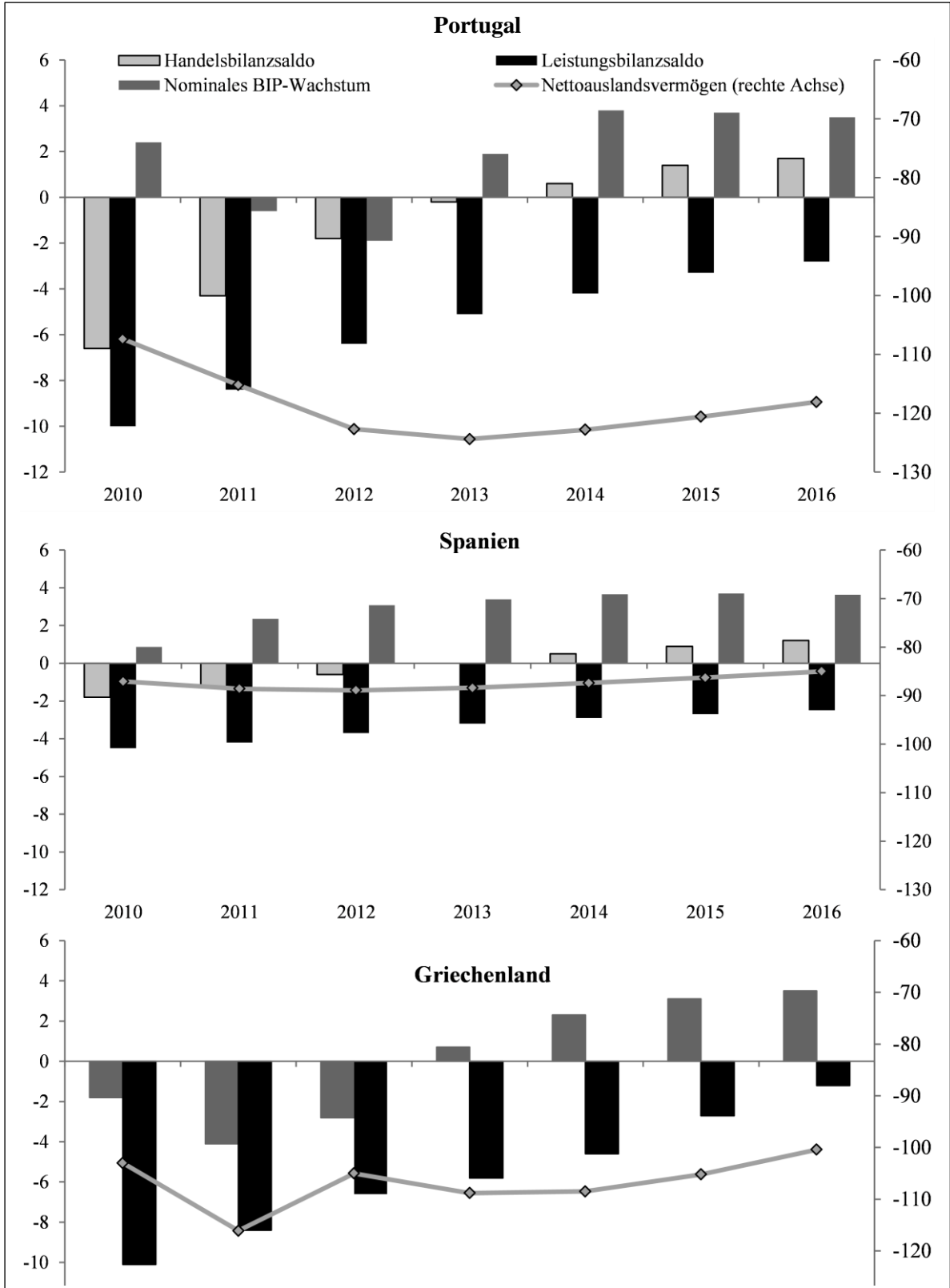
Der IWF rechnet mit einer baldigen Stabilisierung der Netto-Auslandsschuldenquoten. Dies lässt sich auf kontinuierlich verbesserte Salden der Handels- und Leistungsbilanzen zurückführen. Für Portugal und Spanien (keine Daten für Griechenland verfügbar) wird davon ausgegangen, dass ab dem Jahr 2014 ein positiver Handelsbilanzsaldo (Waren und Dienstleistungen) erreicht werden kann. Die Salden der Leistungsbilanz bleiben zwar bis 2016 gemäß der IWF-Einschätzung durchweg negativ, sie werden aber betragsmäßig immer geringer. Diese Verbesserung reicht bei dem angenommenen nominalen BIP-Wachstum aus, um die Netto-Auslandsverschuldungsquoten zu stabilisieren.

Wie realistisch die IWF-Prognosen zur Tragfähigkeit der Auslandsverschuldung sind, lässt sich an dieser Stelle nicht ausführlich erörtern. Doch sollen hier zumindest einige wichtige Annahmen überprüft werden. Die Langfristprognose von Consensus Economics mit Stand Oktober 2010 ist lediglich für Spanien verfügbar, zeigt aber ab 2014 sogar etwas höhere Wachstumsraten (reales BIP plus Verbraucherpreise) auf als der IWF. Auch die Exportprognosen des IWF, die für die drei betrachteten Länder im Sommer 2011 abgegeben wurden, unterliegen der Kritik (Schrader/Laser, 2012) mit dem Argument, dass vor allem Griechenland und Portugal mit einer nur schwachen Industriebasis sowie mit Schwächen bei wissensintensiven modernen Produkten und Dienstleistungen nur schwerlich ein längerfristig kräftiges Exportwachstum erreichen können. Doch erscheint diese Einschätzung möglicherweise zu pessimistisch, da die Exportentwicklung in den heutigen Krisenstaaten bereits in der Vergangenheit dynamischer war als angenommen.

Abbildung 3

### Tragfähigkeit der Netto-Auslandsverschuldung

Angaben zum Handels- und Leistungsbilanzsaldo und zum Nettoauslandsvermögen in Prozent des BIP und Veränderung des realen BIP gegenüber Vorjahr in Prozent



Handelsbilanz (Waren und Dienstleistungen); IWF-Prognosen ab 2011. Griechenland: Berücksichtigung der Grundzüge der Privatgläubigerbeteiligung gemäß Gipfelbeschluss vom 26. Oktober 2011; Spanien: nominales BIP-Wachstum berechnet mit BIP-Deflator der IWF-Prognose vom September 2011.

Quellen: IMF, 2011 a, c, d; Institut der deutschen Wirtschaft Köln 16

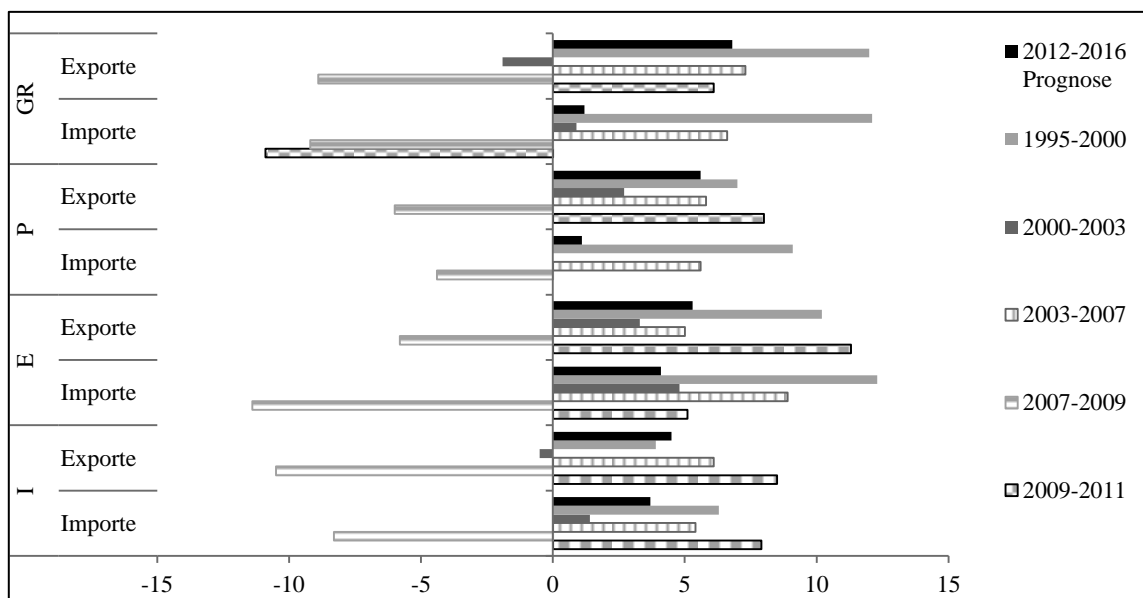


Abbildung 4 stellt daher die IWF-Annahmen für die realen Exporte und Importe von Waren und Dienstleistungen den tatsächlichen Daten seit 1995 gegenüber. Dabei sind besonders die auch im Welthandel insgesamt vorhandenen Schwächephasen 2000 bis 2003 und 2007 bis 2009 abgegrenzt. Es zeigt sich, dass die IWF-Exportprognosen für 2012 bis 2016 keinesfalls aus dem Rahmen fallen. Mit wenigen Ausnahmen waren die Zuwächse der realen Exporte in den Phasen 1995 bis 2000, 2004 bis 2007 und 2009 bis 2011 mindestens ähnlich hoch und häufig sogar deutlich größer. Damit sind zumindest gewisse Fragezeichen hinter den gemeinhin skeptischen Einschätzungen zur Exportperspektive der Krisenländer zu setzen.

Abbildung 4

## Außenhandelsprognosen im intertemporalen Vergleich

Jahresdurchschnittliche Veränderung der realen Exporte und Importe in Prozent



Angaben für 2011: Prognose der OECD. Exporte und Importe: Waren und Dienstleistungen (VGR-Basis).  
Quellen: IMF, 2011 a, b, c, d; OECD; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Einmal mehr zeigt sich, dass die Handels- und Leistungsbilanzdefizite weniger auf zu schwache Exportzuwächse zurückzuführen sind als vielmehr auf zu stark gewachsene Importe. Wie zuvor bereits verdeutlicht, liegt darin auch das entscheidende Scharnier für die Anpassung der Leistungsbilanzsalden und für die Herstellung der Schuldentragfähigkeit. Der IWF geht bei den realen Importen von deutlich geringeren Zuwächsen aus als in den Phasen der Handelsexpansion ab 1995. In Griechenland und Portugal deutete sich dies in den Jahren 2009 bis 2011 bereits an. Italien und Spanien verzeichneten in dieser jüngsten Phase zwar noch höhere Zuwachsraten, doch zeigt Tabelle 3 bereits einen Wachstumsein-

bruch im Jahr 2011, der sich durch die rezessiven Tendenzen im Jahr 2012 noch vertiefen dürfte.

Insgesamt erscheinen die IWF-Prognosen zur Schuldentragfähigkeit für die Krisenländer nicht überzogen optimistisch. Gleichwohl bleibt abzuwarten, ob die weitere Verringerung der Leistungsbilanzdefizite in ausreichendem Maß gelingen wird. Mit Blick auf die Exportentwicklung liegen die Risiken hier vor allem in einer möglichen längerfristigen Dämpfung des Welthandels, etwa aufgrund einer erneut aufflammenden Euro-Schuldenkrise oder anderer finanz- und geopolitischer Risiken. Für die für eine längere Zeit nötige Importdämpfung bleibt zu hoffen, dass die damit verbundenen ökonomischen Phasen schwacher Einkommensentwicklung und hoher Arbeitslosenquoten politisch durchgehalten werden.

---

## Literatur

Berger, Helge / Nitsch, Volker, 2010, The Euro's Effect on Trade Imbalances, IMF Working Papers, Nr. 10/226, Washington D.C.

Biroli, Pietro / Mourre, Gilles / Turrini, Alessandro, 2010, Adjustment in the Euro Area and Regulation of Product and Labour Markets: An Empirical Assessment, European Economy – Economic Papers, Nr. 428, Europäische Kommission, Brüssel

Brenke, Karl, 2012, Die griechische Wirtschaft braucht eine Wachstumsstrategie, in: DIW-Wochenbericht, Nr. 5, S. 3–15

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

IMF – International Monetary Fund, 2011a, Greece – Fifth Review Under the Stand-By-Arrangement, IMF Country Report, Nr. 11/351, Dezember, Washington D.C.

IMF, 2011b, Italy – Staff Report for the 2011 Article IV Consultation, Juli, Washington D.C.

IMF, 2011c, Portugal – Second Review Under the Extended Arrangement, IMF Country Report, Nr. 11/363, Dezember, Washington D.C.

IMF, 2011d, Spain – Selected Issues, IMF Country Report, Nr. 11/216, Juli, Washington D.C.

IMF, 2011e, Spain – Staff Report for the 2011 Article IV Consultation, Juli, Washington D.C.

Krugman, Paul, 2010a, Et tu, Wolfgang?, Blogbeitrag in NYTimes.com, The Conscience of a Liberal, v. 17.05.2010, URL: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/05/15/ignoring-the-elephant-in-the-euro/> [Stand: 2012–06–03]

Krugman, Paul, 2010b, Ignoring the Elephant in the Euro, Blogbeitrag in NYTimes.com, The Conscience of a Liberal, v. 15.05.2010, URL: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/05/15/ignoring-the-elephant-in-the-euro/> [Stand: 2012–06–03]

Matthes, Jürgen, 2008, Zunehmende Ungleichgewichte im Euroraum: Gefahr für die Währungsunion?, in: IW Köln (Hrsg.), Zehn Jahre Euro – Erfahrungen, Erfolge und Herausforderungen, IW-Analysen, Nr. 43, S. 119–150

Mayer, Thomas, 2012, Wirtschaftliche Anpassung im Euroraum: Wo stehen wir?, Deutsche Bank Research Briefing, v. 25.01.2012, Frankfurt am Main

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development, 2012, Going for Growth, Paris  
Roubini, Nouriel, 2011, Down with the Eurozone, Project Syndicate, v. 11.11.2011, URL: <http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini44/English>, [Stand: 2012–06–03]

Schrader, Klaus / Laaser, Claus-Friedrich, 2012, Die Krise in Südeuropa oder die Angst vor dem Dominoeffekt. Griechenland, Portugal und Spanien im Krisentest, Kieler Diskussionsbeiträge, Nr. 500/501, Kiel

Sinn, Hans-Werner, 2011, Die griechische Tragödie, in: Wirtschaftswoche, v. 11.07.2011, Nr. 28, S. 37

Tilford, Simon / Whyte, Philip, 2011, Why stricter rules threaten the Eurozone, Centre for European Policy Reform, London

Wilder, Rebecca, 2011, EA Infernal Devaluation Progressing, Blogbeitrag EconoMonitor, v. 16.12.2011, URL: <http://www.economonitor.com/rebeccawilder/2011/12/16/ea-infernal-devaluation-progressing/> [Stand: 2012–06–03]

Zemanek, Holger / Belke, Ansgar / Schnabl, Gunther, 2010, Current account balances and structural adjustment in the euro area, in: International Economics and Economic Policy, Vol. 7, Nr. 1, S. 83–127

\*\*\*

## Redressing the Trade Gaps on the Eurozone's Southern Periphery

In Greece, Portugal and Spain, the southern European countries worst hit by the sovereign debt crisis, noticeable adjustments necessitated by their current account deficits and high foreign debt are already being made. Recently, growth rates for their real exports have been impressively vigorous. Some crisis-stricken countries have even been able to expand their export market shares. Since imports have simultaneously weakened, considerable progress has been seen in the reduction of their trade deficits. This applies particularly to Spain. These corrections question the alleged importance of significant competitiveness improvements to achieve a rebalancing of their current accounts. Thus, demands for wage cuts in the order of 20 per cent or more appear exaggerated. In the wake of these corrections overall net foreign debt should also stabilise.

IW-Trends – Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung  
aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 39. Jahrgang, Heft 1/2012; ISSN 0941-6838 (Printversion);  
ISSN 1864-810X (Onlineversion). Rechte für den Nachdruck oder die elektronische Verwertung erhalten Sie  
über [lizenzen@iwkoeln.de](mailto:lizenzen@iwkoeln.de), die erforderlichen Rechte für elektronische Pressespiegel unter  
[www.pressemonitor.de](http://www.pressemonitor.de) © 2012, IW Medien GmbH, Köln; DOI: 10.2373/1864-810X.12-01-05