

# WISO direkt

Analysen und Konzepte zur  
Wirtschafts- und Sozialpolitik

## Kohäsion mit Defiziten Das europäische Wachstumsmodell in der Krise

Michael Dauderstädt<sup>1</sup>

### Auf einen Blick

In den letzten Jahren ist Europa „zusammengewachsen“ – dank stärkerem Wachstum in den ärmeren Ländern der Peripherie. Doch dieser Kohäsionserfolg wurde vor allem mit Schulden und Handelsbilanzdefiziten erkaufte. Die Finanzmarktkrise ließ dieses Wachstumsmodell zusammenbrechen. Nachhaltige Kohäsion braucht eine solide Finanzierung, die weniger unbeständigen und kurzfristigen Marktstimmungen unterliegt, sondern politisch reguliert werden muss.

Seit Ende der 1990er Jahre ging die Aufholjagd in Europa voran. Länder wie Rumänien, Bulgarien oder das Baltikum wuchsen allein zwischen 2004 und 2008 um die 30%, während Deutschland dagegen nur 7% und die EU-15, die allerdings auch einige Aufholer wie die Mittelmeerländer einschließt, nur 8% zulegte. Die Prokopfeinkommen der ärmeren Länder verringerten in den letzten zehn Jahren ihren Abstand vom Niveau der EU-15 um etwa 20 Prozentpunkte im Baltikum, der Slowakei und Rumänien und um etwa 10 Prozentpunkte in den anderen Mitgliedstaaten Mittel- und Osteuropas sowie in Griechenland und Spanien. Die Krise beendete 2008 dieses Zusammenwachsen Europas und führte in Teilen wieder zu einem weiteren Auseinanderfallen.

### Der Preis des Kohäsionserfolgs: Riskante Defizite und Verschuldung

Der europäische Aufholprozess war von hohen Leistungsbilanzdefiziten der meisten Peripherieländer begleitet. Sie finanzierten diese Defizite überwiegend durch eine wachsende Verschuldung, soweit sie nicht Kapitalzuflüsse in Form von Direktinvestitionen erhielten. Hintergrund der Defizite war die deutliche reale Aufwertung der Währungen der aufholenden Länder in Form höherer Inflation und/oder nominaler Aufwertungen durch Veränderung des Wechselkurses der einheimischen Währung gegen-

über dem Euro. Der letztgenannte Weg war den Peripherieländern der Eurozone (z.B. Spanien und Griechenland) und Ländern mit einer festen Wechselkursbindung an den Euro (z.B. baltische Länder und Bulgarien) verschlossen. Aber in allen Ländern stiegen Preise und Löhne deutlich schneller als in den Kernländern der Eurozone, insbesondere Deutschland. Damit verbilligten sich die Importe und verteuerten sich die Exporte mit dem Ergebnis wachsender Leistungsbilanzdefizite.

Dabei ist kein Aufholprozess ohne reale Aufwertung der Währung des aufholenden Landes möglich. Das höhere Wachstum resultiert ja im Wesentlichen aus Produktivitätssteigerungen. Da diese nicht vollständig an die Konsumenten in Form niedrigerer Preise weitergegeben werden, müssen auch die Einkommen in den Sektoren ohne nennenswerte Produktivitätszuwächse (z.B. Dienstleistungen wie frisieren, musizieren, unterrichten) schneller als die Produktivität steigen, was nur durch entsprechende Preissteigerungen für diese Leistungen möglich ist (Balassa-Samuelson-Effekt).

Problematisch wird es, wenn die reale Aufwertung über das Ziel hinausschießt, wofür dauerhaft hohe Leistungsbilanzdefizite und ein stetiges Anwachsen der Lohnstückkosten ein Zeichen sind. Sie signalisieren, dass die Einkommen, oder genauer: die Ausgaben, rascher als die gesamtwirtschaftliche Produktivität wachsen. Defizite können aber auch Zeichen von hohen Investitionen und entsprechender Kapitalgüterimporte sein, die nach Beginn der Produktionsphase Importe ersetzen oder Exporte schaffen und so Leistungsbilanzüberschüsse und die Bedienung der Schulden ermöglichen. Bei ausländischen Direktinvestitionen, insbesondere beim Aufbau neuer Produktionsanlagen (im Gegensatz zu Aufkäufen bestehender Unternehmen) ist das gleiche Phänomen zu beobachten. So weist Irland seit Jahren Exportüberschüsse auf, mit denen es die Erträge für die ausländischen Investoren in Höhe von 20% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) erwirtschaftet. Eine Kreditverschuldung, die einen derartig hohen Schuldendienst erfordern würde, würde bei einer unterstellten Verzinsung von 5% das Vierfache des BIP betragen. Aber ein hoher Bestand an Auslandsinvestitionen zählt nicht als Verschuldung, da er auch andere Risiken aufweist.

Der Aufholprozess der letzten Jahre ging aber in den meisten Ländern mit Kreditverschuldung einher. Die Schuldner waren selten der Staat, sondern überwiegend private Haushalte und Unternehmen. In den Euroländern der Peripherie lockten niedrige Zinsen nach dem Beitritt zum Euro. In den übrigen Ländern verschuldeten sich die Kreditnehmer oft in Fremdwährungen wie dem Euro, da die Zinsen so niedriger waren als bei Krediten in Landeswährung und sie nicht mit Abwertungen rechneten. Ausländische Banken, die oft die Finanzsektoren der postkommunistischen Länder dominieren, waren oft Triebfeder und – bis zum Kollaps – Nutznießer dieser Kreditwelle.

### Tragfähige Aufholmodelle gesucht

Im Rückblick nach der Krise scheinen Kredite und Schulden keine geeigneten Mittel für ein nachhaltiges Aufholmodell zu sein. In der Tat haben erfolgreiche Spätentwickler auf Auslandsschulden weitgehend verzichtet. Irlands Wachstum beruhte – wie oben schon umrissen – auf ausländischen Direktinvestitionen und anschließend hohen Exportüberschüssen. Obwohl sich die Investoren dafür einen Großteil der Wertschöpfung sicherten (20% des BIP; die Lohnquote sank in Irland auf 54%), reichte das Wachstum immer noch für einen spektakulären Überholprozess. Trotzdem geriet es jetzt tief in die Krise, da sich die privaten Haushalte in Erwartung weiter steigender Einkommen und Hauspreise stark verschuldeten.

Auch China warb Auslandsinvestitionen in beträchtlichem Umfang ein. Doch China gelang es, den Abfluss der Wertschöpfung ins Ausland zu begrenzen und gigantische Devisenreserven zu akkumulieren, deren realer Wert allerdings mit Risiken behaftet ist (z.B. Abwertung/Inflation der gehorteten Devisen). Andere erfolgreiche Entwicklungsländer wie Korea oder Taiwan (und davor Japan) haben kaum ausländische Direktinvestitionen genutzt. Phasenweise wiesen sie eine hohe Verschuldung auf und mussten deshalb in der Asienkrise 1997/98 kurzfristig starke Wachstumseinbrüche hinnehmen, als Kapital massiv abfloss. Chinas Devisenpolitik ist auch eine Reaktion auf diese Erfahrungen.

Vielleicht werden die Länder der europäischen Peripherie nach der Krise versuchen, ähnliche

Konsequenzen zu ziehen und Exportüberschüsse und die Anhäufung von Devisenreserven anstreben. Eine solche Politik setzt aber willige Handelspartner voraus. Die USA waren bereit, diese Rolle für Westdeutschland und Japan nach 1945, später für Korea und Taiwan und zuletzt auch für China zu übernehmen. Aber für die europäische Peripherie müssten die jetzigen Überschussländer, vor allem Deutschland, diese Aufgabe übernehmen.

Aber ist eine solche drastische Kehrtwende überhaupt sinnvoll und notwendig? Die klassische ökonomische Theorie legt einen Kapitalzustrom an arme Länder eigentlich nahe, da dort höhere Erträge erzielt werden können. Denn der vorhandene Kapitalstock und – dadurch bedingt – die Produktivität ist dort noch relativ gering. Zusätzliche Investitionen haben also einen hohen Grenznutzen, solange die Länder noch weit von der Produktivitätsfront entfernt sind, die durch die Kapitalausstattung sowie das Technologie- und Managementniveau der produktivsten Länder bestimmt ist.<sup>2</sup>

Auch aus der Sicht der Kreditnehmer in der Peripherie macht eine Verschuldung durchaus Sinn. Sie können zu Recht erwarten, dass ihre Einkommen langfristig – bis zum Erreichen der Produktivitätsfront – schneller steigen als in den reicheren Ländern. Aus diesen höheren Einkommen können sie auch den Schuldendienst finanzieren, ohne ihren Konsum real stark einschränken zu müssen. Sie müssen nur sicher stellen, dass die Zinsrate ihrer Schulden nicht höher als die Rate ihres nominellen Einkommenswachstums ist.

### Kriterien umsichtiger Verschuldung

Die aktuellen Schuldner in den postkommunistischen Ländern haben dabei die Wechselkursrisiken übersehen. Nun müssen sie zum Zinsfuß die Abwertungsrate addieren, während gleichzeitig das Wachstum ihres Einkommens zurückgeht, wenn es nicht sogar schrumpft. Aber selbst in Ländern ohne Wechselkursrisiken wie Irland oder Spanien schossen die Erwartungen bezüglich Einkommens- und Vermögenspreissteigerungen weit über das realistische Maß hinaus. Trotzdem ergibt sich daraus ein erstes Kriterium einer soliden Kreditpolitik: keine Verschuldung in Fremdwährungen!

Die zweite Lehre – eigentlich eine alte Regel der Finanzwirtschaft – betrifft die Fristigkeit der Schulden. Vor der Krise haben viele Akteure langfristige Anlagen kurzfristig finanziert. Das birgt nicht nur Zins-, sondern auch Liquiditätsrisiken – wie im Herbst 2008 brutal deutlich wurde, als vor allem Investmentbanken keinen Zugang zum Geldmarkt mehr hatten. Zwar ist die Fristentransformation eine wichtige Aufgabe des Finanzsystems, aber sie darf nicht überzogen werden.

Die entscheidende Frage betrifft jedoch die Höhe der Verschuldung. Beim Staat sehen die Maastrichtkriterien eine 3%-Grenze für die Neuverschuldung und 60% für die Gesamtverschuldung (jeweils relativ zum BIP) vor. Diese Richtwerte wurden so gewählt, weil bei einem nominalen BIP-Wachstum von 5% eine jährliche Neuverschuldung von 3% eine konstante Gesamtverschuldung von 60% ergibt. Liegt das nominale BIP-Wachstum in einem Aufholprozess deutlich höher, so könnte auch die Neuverschuldung steigen, ohne die Obergrenze der Gesamtverschuldung zu verletzen. Betrachtet man diese Gesamtverschuldungsquote als sinnvolles Kriterium, so hängt also der angemessene Nettokapitalzufluss (=Neuverschuldung) von der erwarteten Wachstumsrate ab, die offensichtlich mit dem Abstand von der Produktivitätsfront zusammenhängt.

Tatsächlich haben in den meisten aufholenden Ländern die Staatshaushalte dank der wachstumsbedingt guten Steuereinnahmen eher bescheidene Defizite und in einigen Fällen (z.B. Spanien, Irland, Bulgarien, Estland) sogar Überschüsse aufgewiesen. Es ist also notwendig, auf die gesamte Volkswirtschaft zu blicken. Die für die öffentlichen Haushalte entwickelten Kriterien lassen sich dabei auch auf ganze Länder übertragen. Ihre Zahlungsbilanzdefizite sind ebenfalls tragfähig im Sinne einer konstanten Gesamtverschuldung, wenn das Verhältnis von Defizit/BIP zur Wachstumsrate des BIP die gewünschte Gesamtverschuldungsquote nicht übersteigt. Wenn die öffentlichen Haushalte sich wenig verschulden, müssen hohe Außendefizite aus der Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen resultieren. Eine nachhaltige Verschuldungspolitik müsste also auch diesen Akteuren entsprechende Grenzen setzen, wobei das BIP als Referenzgröße durch das (Jahres-)Einkommen des Haushalts bzw. Unternehmens zu ersetzen wäre.

## Politiken für ein nachhaltiges Wachstumsmodell

Die sinnvolle Neuverschuldung und damit die Kreditvergabe hängt also vom erwarteten Wachstum ab, das seinerseits jedoch nur zustande kommt, wenn die Kredite fließen. In der Finanzmarktkrise brach das Wachstum der Peripherie ja nicht ein, weil reale Wachstumsgrenzen erreicht waren, sondern weil der Kreditmarkt zusammenbrach. Dieser Kollaps der Finanzmärkte war aber auch einer leichtsinnigen Kreditvergabe (vor allem im amerikanischen Immobiliensektor) und einem überwiegend spekulativen Wachstum von Vermögenswerten geschuldet. Angesichts des engen Zusammenhangs von Kredit- und Schuldenwachstum und realwirtschaftlichem Wachstum muss ein nachhaltiges Wachstumsmodell auf beiden Ebenen ansetzen und folgende Komponenten umfassen:

- **Finanzsektorpolitik:** Die Kapitalmarktakteure müssen vor sich selbst geschützt werden. Durch Deregulierung und regulierungsvermeidende Innovationen getriebener Wildwuchs ist zurückzuschneiden: strenge Zulassungskriterien für komplexe (und für die Realwirtschaft unnötige) Produkte, Auflösung und Verbot von Schattenbanken, Kurzfristorientierung der Finanzmärkte reduzieren und höhere Eigenkapitalvorgaben.
- **Kreditpolitik statt Zinspolitik:** Die Zinspolitik hat vor der Krise Investoren mit aberwitzigen Renditehoffnungen nicht bremsen können und kann in der Krise ängstliche Investoren nicht durch niedrige Zinsen zum Jagen tragen. Stattdessen könnten sektorspezifische Kreditrestriktionen Krisen vorbeugen und eine politisch gesteuerte Kreditvergabe in der Krise den Aufschwung erleichtern. Im europäischen Kontext würde das erfordern, den Handlungsspielraum für öffentliche Finanzierung auf EU-Ebene zu erweitern, z.B. durch Eurobonds.
- **Kontrolle der Zahlungsbilanzungleichgewichte:** Hohe Defizite sind nicht nur Ergebnis großzügiger Finanzierung, sondern auch von realwirtschaftlichen Ungleichgewichten. Defizite

sollten daher ebenfalls überwacht werden, allerdings nicht einseitig auf Seiten der Defizitländer, sondern auch auf Seiten der Überschussländer, deren Wirtschaftspolitik eine Mitverantwortung für diese Ungleichgewichte trägt.<sup>3</sup>

- **Stabilisierung realer Wechselkurse:** Derartige Ungleichgewichte resultieren vor allem aus einer realen Über- oder Unterbewertung, die ihrerseits aus einer verfehlten Lohnpolitik (z.B. zu zurückhaltend im Fall Deutschlands) oder einer falschen Wechselkurspolitik herrühren. Flexible Wechselkurse könnten zwar theoretisch dazu beitragen, Inflations- und Produktivitätsdifferenziale sowie verfehlte Lohnentwicklungen auszugleichen, neigen aber praktisch dazu, Fehlentwicklungen zu verstärken und/oder bei Korrekturen krisenverschärfend zu wirken. Kapitalverkehrskontrollen und ein strengeres Wechselkursmanagement könnten solche Probleme vermeiden. Von langfristigen Produktivitätstrends und Zielinflationsraten (um 2%) abweichende Lohn- und Preisentwicklungen sollten Anlass für politische Nachfragen und gegebenenfalls Eingriffe sein.
- **Aufnahme in die Eurozone:** Viele der in der Krise aufgetretenen Probleme in der europäischen Peripherie hätten durch eine weniger restriktive Politik der Aufnahme in die Eurozone vermieden werden können. Für die Eurozone hätten zusätzliche Mitglieder angesichts ihres geringen wirtschaftlichen Gewichts kaum Risiken mitgebracht. Umgekehrt hätten viele Peripherieländer angesichts ihrer engen Bindung an den Euro (oft Currency Board) kaum wirtschaftspolitische Spielräume aufgegeben. Gefährlich ist allerdings ein Eintritt mit überbewerteter Währung.

Die Kapitalversorgung ist der zentrale Stellhebel zur Förderung von Wachstum und Kohäsion. Die Krise hat gezeigt, dass dieser Hebel nicht den Märkten, jedenfalls nicht im Rahmen des bisherigen Regulierungsmodells, überlassen werden darf. Gerade die postkommunistischen Länder der europäischen Peripherie haben einen besseren Kapitalismus verdient.

1 Der Autor ist Leiter der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung und dankt den Teilnehmern des internationalen Seminars „Cohesive Growth in Europe after the Crisis“ am 23.10.2009 in Berlin, dessen Ergebnisse hier zusammengefasst werden, und seinem Kollegen Michael Fischer für kritische Anregungen. Das Seminar und diese Publikation wurden aus Mitteln der DKL-Stiftung gefördert.

2 Vgl. Anton Brender und Florence Pisani, *Globalised Finance and its Collapse*, Paris 2009, S.25–26.

3 So auch der Vorschlag von Sebastian Dullien und Daniela Schwarzer: Die Eurozone braucht einen außenwirtschaftlichen Stabilitätspakt, SWP-Aktuell 27, Juni 2009.