

Philipp Ehmer

# Wirtschaftsstruktur und Leistungsbilanz

Eine alternative Erklärung für  
die Ungleichgewichte im Euroraum



Springer Gabler

---

# Wirtschaftsstruktur und Leistungsbilanz

---

Philipp Ehmer

# Wirtschaftsstruktur und Leistungsbilanz

Eine alternative Erklärung für  
die Ungleichgewichte im Euroraum

 Springer Gabler

Philipp Ehmer  
Frankfurt, Deutschland

Dissertation an der Universität Witten/Herdecke, 2016

ISBN 978-3-658-16875-9                      ISBN 978-3-658-16876-6 (eBook)  
DOI 10.1007/978-3-658-16876-6

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH 2017

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen. Der Verlag bleibt im Hinblick auf geografische Zuordnungen und Gebietsbezeichnungen in veröffentlichten Karten und Institutionsadressen neutral.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Gabler ist Teil von Springer Nature

Die eingetragene Gesellschaft ist Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH

Die Anschrift der Gesellschaft ist: Abraham-Lincoln-Str. 46, 65189 Wiesbaden, Germany

*Mona*

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	XI
Abbildungsverzeichnis.....	XIII
Tabellenverzeichnis.....	XV
Anhangsverzeichnis.....	XVII
<b>1 Einleitung.....</b>	<b>1</b>
1.1 Forschungsfrage.....	4
1.2 Gliederung und Vorgehensweise.....	8
<b>2 Leistungsbilanzungleichgewichte und der Abbau von Defiziten.....</b>	<b>11</b>
2.1 Leistungsbilanzungleichgewichte in der Eurozone.....	12
2.1.1 Realwirtschaftliche Ursachen.....	17
2.1.2 Kapitalströme als Treiber von Ungleichgewichten.....	28
2.2 Leistungsbilanzdefizite und Verschuldung.....	32
2.2.1 Einfluss von Leistungsbilanzdefiziten auf Staatsschulden.....	32
2.2.2 Tragfähigkeit von Leistungsbilanzdefiziten.....	33
2.3 Abbau von Leistungsbilanzdefiziten.....	43
2.3.1 Erfahrungen mit dem Abbau von Leistungsbilanzdefiziten.....	44
2.3.2 Abbau von Leistungsbilanzdefiziten in der Schuldenkrise.....	58
2.3.3 Zyklizität in der Leistungsbilanz und nachhaltige Korrekturen.....	74
2.4 Ergebnis von Kapitel 2.....	85
<b>3 Determinanten der Leistungsbilanz und der Einfluss</b>	
<b>sektoraler Wirtschaftsstrukturen in der Theorie.....</b>	<b>87</b>
3.1 Identität von Ersparnissen und Investitionen.....	87
3.2 Determinanten der Sparquote.....	90
3.2.1 Sparpotenzial.....	90
3.2.1.1 Höhe und Wachstum des Einkommensniveaus.....	90
3.2.1.2 Altersstruktur und Einkommensverteilung.....	94

3.2.2	Sparneigung.....	97
3.2.2.1	Inflation.....	97
3.2.2.2	Realzinsen und Entwicklungsgrad der Finanzmärkte.....	101
3.2.2.3	Fiskalbilanz.....	104
3.2.2.4	Vorsichtsparen und soziale Sicherungsnetze.....	106
3.2.2.5	Realer Wechselkurs und Terms of Trade.....	111
3.2.3	Zusammenfassung.....	114
3.3	Einfluss sektoraler Wirtschaftsstrukturen.....	115
3.3.1	Exportkapazität.....	120
3.3.2	Produktivitäts- und Wirtschaftswachstum.....	132
3.3.3	Vorsichtsparen.....	141
3.3.4	Inflation.....	146
3.3.5	Investitionsneigung.....	152
3.4	Entstehung persistenter Ungleichgewichte.....	158
3.5	Ergebnis von Kapitel 3.....	160
<b>4</b>	<b>Einfluss sektoraler Wirtschaftsstrukturen in der empirischen Analyse.....</b>	<b>163</b>
4.1	Bestehende empirische Analysen.....	164
4.1.1	Erklärung der Sparquote.....	165
4.1.2	Erklärung der Leistungsbilanz.....	169
4.1.3	Analysen der Verbindung zwischen Wirtschaftsstruktur und Leistungsbilanz.....	185
4.2	Variablenauswahl.....	191
4.2.1	Kurzfristige Analyse.....	194
4.2.2	Mittel- bzw. langfristige Analyse.....	202
4.3	Datensatz und Schätzmethodik.....	208
4.4	Ergebnisse.....	226
4.4.1	Kurzfristige Analyse basierend auf Jahresdaten.....	228
4.4.2	Mittelfristige Analyse basierend auf Siebenjahresintervallen.....	247
4.4.3	Langfristige Querschnittsanalyse.....	259

4.4.4	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	263
4.5	Robustheitstests.....	271
4.5.1	Ausreißeranalyse und Datensatzverkürzungen.....	271
4.5.2	Berücksichtigung von Kapitalbilanzzyklen.....	276
4.6	Ergebnis von Kapitel 4 und weiterer Forschungsbedarf.....	279
<b>5</b>	<b>Betrachtung der Branchenebene.....</b>	<b>283</b>
5.1	Schwächen des 3-Sektoren-Ansatzes.....	284
5.2	Bestehende Ansätze zur Neugliederung der Wirtschaft.....	291
5.3	Clusteranalyse zur Identifizierung von Wirtschaftszweigen mit positiver Wirkung auf die Leistungsbilanz.....	295
5.4	Neue Untergliederung der Wirtschaft.....	306
5.4.1	Ergebnis der Clusteranalyse.....	306
5.4.2	Robustheitstests zur Clusteranalyse.....	316
5.5	Empirische Untersuchung auf Basis der Clusteranalyse.....	321
5.6	Ergebnis von Kapitel 5.....	326
<b>6</b>	<b>Schlussbemerkungen.....</b>	<b>329</b>
6.1	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	329
6.2	Implikationen.....	335
6.2.1	Sektoraler Strukturwandel.....	336
6.2.2	Konsequenzen für Währungsunionen und deren Erweiterung.....	350
	Literaturverzeichnis.....	353
	Anhang.....	389

## Abkürzungsverzeichnis

Ameco	Annual Macro-Economic Database of the European Commission
AR-Term	Autoregressiver Term
CGER	Consultative Group on Exchange Rate Issues
EBA	External Balance Assessment
F&E	Forschung und Entwicklung
FDI	Foreign Direct Investment
FE	Fixed Effects
FQS	Fehlerquadratsumme
GLS	Generalised Least Squares
GMM	Generalised Method of Moments
GIPSZ	Länderaggregat aus Griechenland, Portugal, Irland, Spanien und Zypern
IV	Instrumental Variable
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
NACE	Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne
NFA	Net Foreign Assets
NIIP	Net International Investment Position
OEF	Oxford Economics Forecasting
OLS	Ordinary Least Squares
RCA	Revealed Comparative Advantage
RE	Random Effects
REER	Real Effective Exchange Rate
SMP	Securities Markets Programme
TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Entwicklung Schuldenstände in der Krise.....	2
Abbildung 2: Wirtschaftseinbruch nach 2008.....	7
Abbildung 3: Summe nationale Leistungsbilanzen im Euroraum.....	14
Abbildung 4: Summe nationale Leistungsbilanzen in den GIPSZ-Ländern.....	15
Abbildung 5: Unterschiede realer effektiver Wechselkurs.....	19
Abbildung 6: Unterschiede Spar- und Investitionsquoten.....	23
Abbildung 7: Unterschiede Spar- und Investitionsquoten nach Sektoren.....	24
Abbildung 8: Kapitalzuflüsse vor der Krise.....	31
Abbildung 9: Auslandsverschuldung der GIPSZ-Länder.....	39
Abbildung 10: Leistungsbilanzen in den GIPSZ-Ländern.....	60
Abbildung 11: Auslandsverschuldung und Leistungsbilanzkorrektur.....	61
Abbildung 12: Wettbewerbsfähigkeit der GIPSZ-Länder.....	63
Abbildung 13: Kanäle der Leistungsbilanzkorrektur.....	65
Abbildung 14: Nettosparquoten in den GIPSZ-Ländern nach Sektoren.....	68
Abbildung 15: Feldstein-Horioka-Paradoxon im Euroraum.....	70
Abbildung 16: TARGET2-Salden in den GIPSZ-Ländern.....	72
Abbildung 17: Korrekturen innerhalb und außerhalb der Eurozone.....	73
Abbildung 18a: Transformationskurve, Ausgangslage.....	78
Abbildung 18b: Transformationskurve, Fokus auf die Binnenwirtschaft.....	79
Abbildung 18c: Transformationskurve, sektorale Reallokation.....	81
Abbildung 19: Wohlstand und Sparquote.....	93
Abbildung 20: Ersparnisbildung nach Lebensalter.....	95
Abbildung 21: Vorsichtsparen und target wealth stock.....	107
Abbildung 22: Industriegewicht und Leistungsbilanz.....	116
Abbildung 23: Exportquote nach ausgewählten Branchen.....	123
Abbildung 24: Arbeitsproduktivität nach ausgewählten Branchen.....	133

Abbildung 25: Schwankung Bruttowertschöpfung nach Sektoren.....	142
Abbildung 26: Schwankung Erwerbstätigkeit nach Sektoren.....	144
Abbildung 27: Schwankung Erwerbstätigkeit nach ausgew. Branchen.....	145
Abbildung 28: Preisentwicklung nach ausgewählten Branchen.....	149
Abbildung 29: Investitionsquote nach ausgewählten Branchen.....	155
Abbildung 30: Dauer von Konjunkturzyklen.....	224
Abbildung 31: Modell-fit für Modell (k).....	232
Abbildung 32: Übersicht geschätzte Schlüsselkoeffizienten.....	264
Abbildung 33: Vorhersage Leistungsbilanz nach Industrieanteil.....	266
Abbildung 34: Vorhersage Leistungsbilanz bei identischer Struktur.....	268
Abbildung 35: Residualanalyse Modell (k).....	269
Abbildung 36: Diskrepanz vorhergesagte und tatsächliche Werte.....	270
Abbildung 37: Ausreißer Modelle (k) und (m).....	272
Abbildung 38: Brancheneigenschaften nach Sektoren I.....	290
Abbildung 39: Brancheneigenschaften nach Sektoren II.....	291
Abbildung 40: Ergebnis Clusteranalyse.....	307
Abbildung 41: Ellenbogenkriterium.....	309
Abbildung 42: 9-Cluster-Lösung.....	310
Abbildung 43: Unterschiede in der Wirtschaftsstruktur.....	337
Abbildung 44: Unterschiede in für Leistungsbilanz förderlichen Clustern.....	338
Abbildung 45: Erhöhte Heterogenität durch Eurozonen-Beitritte.....	340
Abbildung 46: Korrelation der Wirtschaftsstrukturen.....	342

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Übersicht Abbauphasen von Leistungsbilanzdefiziten.....	54
Tabelle 2: Übersicht Einflussfaktoren auf die Sparquote.....	115
Tabelle 3: Übersicht Schätzungen Determinanten der Sparquote.....	168
Tabelle 4: Übersicht Schätzungen Determinanten der Leistungsbilanz.....	184
Tabelle 5: Variablenübersicht.....	209
Tabelle 6: Kurzfristige Analyse, Ergebnisse.....	229
Tabelle 7: Kurzfristige Analyse, alternative Schätzer.....	235
Tabelle 8: Kurzfristige Analyse, Details zur REER.....	237
Tabelle 9: Kurzfristige Analyse, weitere Variablen I.....	240
Tabelle 10: Kurzfristige Analyse, weitere Variablen II.....	242
Tabelle 11: Kurzfristige Analyse, Handelsbilanz.....	246
Tabelle 12: Mittelfristige Analyse, Ergebnisse.....	249
Tabelle 13: Mittelfristige Analyse, Fünfjahresintervalle.....	252
Tabelle 14: Mittelfristige Analyse, weitere Variablen.....	254
Tabelle 15: Mittelfristige Analyse, Handelsbilanz.....	257
Tabelle 16: Langfristige Analyse, Ergebnisse.....	260
Tabelle 17: Langfristige Analyse, Handelsbilanz.....	262
Tabelle 18: Schätzergebnisse ohne Ausreißer.....	274
Tabelle 19: Schätzergebnisse bei verkürzten Datensätzen.....	276
Tabelle 20: Schätzergebnisse unter Rücksicht auf Kapitalbilanzzyklen.....	278
Tabelle 21: NACE Codes und Branchenbezeichnungen.....	301
Tabelle 22: Eigenschaften von Branchen.....	302
Tabelle 23: Korrelationsmatrix Variablen der Clusteranalyse.....	303
Tabelle 24: Eigenschaften der identifizierten Cluster.....	312
Tabelle 25: Indirekte Exportquoten von Branchen.....	319
Tabelle 26: Schätzergebnisse Cluster, kurzfristige Analyse.....	323

---

Tabelle 27: Schätzergebnisse Cluster, mittelfristige Analyse .....	325
Tabelle 28: Schätzergebnisse Cluster, langfristige Analyse.....	326

## Anhangsverzeichnis

Abbildung A1: Unterschiede Sparquote nach Sektoren.....	390
Abbildung A2: Unterschiede Investitionsquote nach Sektoren.....	390
Tabelle A1: Kurzfristige Analyse, Korrelationsmatrix.....	391
Tabelle A2: Kurzfristige Analyse, alternative Schätzer vollständig.....	392
Tabelle A3: Kurzfristige Analyse, Details zur REER vollständig.....	393
Tabelle A4: Kurzfristige Analyse, weitere Variablen I vollständig.....	394
Tabelle A5: Kurzfristige Analyse, weitere Variablen II vollständig.....	395
Tabelle A6: Mittelfristige Analyse, Korrelationsmatrix.....	396
Abbildung A3: Vorhersage und tatsächliche Werte Modell (m).....	397
Tabelle A7: Mittelfristige Analyse, weitere Variablen vollständig.....	398
Tabelle A8: Mittelfristige Analyse, Handelsbilanz vollständig.....	399
Abbildung A4: Vorhersage und tatsächliche Werte Modell (l).....	400
Tabelle A9: Langfristige Analyse, Korrelationsmatrix.....	401
Tabelle A10: Langfristige Analyse, weitere Variablen vollständig.....	402
Tabelle A11: Langfristige Analyse, Handelsbilanz vollständig.....	403
Abbildung A5: Vorhersage Leistungsbil. nach Industrieanteil, erweitert I..._	404
Abbildung A6: Vorhersage Leistungsbil. nach Industrieanteil, erweitert II..._	405
Abbildung A7: Vorhersage Leistungsbilanz bei ident. sonst. Faktoren.....	406
Abbildung A8: Modell-fit für Modell (k), Ausreißer.....	407
Abbildung A9: Industriegewicht und Leistungsbilanz, Ausreißer.....	408
Tabelle A12: Schätzergebnisse ohne Ausreißer vollständig.....	409
Tabelle A13: Schätzergebnisse bei verkürzten Datensätzen vollständig.....	410
Tabelle A14: Eigenschaften von Branchen, standardisiert.....	411
Abbildung A10: Clusteranalyse mit Single-Linkage-Verfahren.....	412
Abbildung A11: Clusteranalyse mit indirekter Exportquote.....	413
Tabelle A15: Schätzergebnisse Cluster, kurzfristige Analyse vollständig.....	414

Tabelle A16: Schätzergebnisse Cluster, mittelfristige Analyse vollständig....415

Tabelle A17: Schätzergebnisse Cluster, langfristige Analyse vollständig.....416

# 1 Einleitung

Die Schuldenkrise ist der erste wirkliche Test für die Eurozone. Nie zuvor war der gemeinsame Währungsraum derart vom Austritt eines Mitgliedstaates bedroht. Nie zuvor war auch die Divergenz zwischen den Ländern so groß, etwa bei der Frage des Wirtschaftswachstums oder der Verschuldung. Auch wenn die Hilfsprogramme von EU Kommission, EZB und IWF größtenteils erfolgreich waren und in Irland, Spanien und Portugal inzwischen ausgelaufen sind, besteht für Griechenland nach wie vor das Risiko einer Zahlungsunfähigkeit. Zwar hat sich die Angst vor einer Ansteckung innerhalb des Euroraums verringert, dennoch wären die Folgen eines ungeordneten Ausscheiden Griechenlands unwägbare. Mittlerweile, im Jahr 2016, befindet sich die Schuldenkrise im Euroraum in ihrem siebten Jahr.

Diese Krise ist zum einen aus der Finanzkrise 2008/2009 entstanden. Damals haben Regierungen umfangreiche Konjunkturpakete finanziert, um einen Absturz der Wirtschaft abzufedern. Allein in den eineinhalb Jahren vom dritten Quartal 2008 (Konkurs der Lehman Brothers Holdings Inc.) bis zum ersten Quartal 2010 (vor dem ersten Hilfspaket für Griechenland) wuchs der Schuldenstand in der Eurozone von 67% auf 80% des BIP an.<sup>1</sup> Zum anderen verursachten makroökonomische Ungleichgewichte die Schuldenkrise. Solche Ungleichgewichte bestehen u.a. im Wachstum und in den Leistungsbilanzen der Mitgliedsländer. Während einige Volkswirtschaften im Zuge binnenwirtschaftlicher Booms vor der Finanzkrise Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt und Leistungsbilanzdefizite angehäuft haben, verzeichneten andere immer höhere Überschüsse. Mit Defiziten in der Leistungsbilanz geht ein Finanzierungsbedarf einher. Vor allem persistente Defizite können zu einem Trend stetig steigender Verschuldung von Haushalten, Unternehmen und Staat führen. Dies betrifft in erster

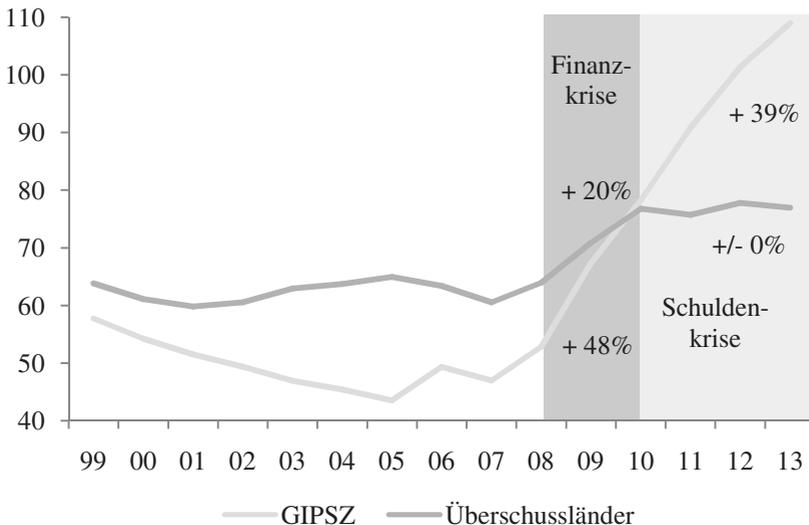
---

<sup>1</sup> Sofern nicht anders angegeben, stammen sämtliche Zahlen und Statistiken in dieser Arbeit aus der Datenbank von Eurostat. Des Weiteren sind Durchschnittswerte für die Eurozone stets mit dem BIP der Mitgliedsländer gewichtet.

Linie die GIPSZ-Staaten<sup>2</sup>, in denen sich der Schuldenstand zwischen 2010 und 2013 von 78% auf 109% des BIP erhöhte. Demgegenüber blieb der Schuldenstand der typischen Euro-Überschussländer<sup>3</sup> in diesem Zeitraum unverändert (Abbildung 1).

### Abbildung 1: Entwicklung Schuldenstände in der Krise

Bruttoschuldenstand des Staates, % BIP



Quelle: Eurostat & eigene Berechnungen

Um die Ursachen der Krise zu bekämpfen, wurden in den vergangenen Jahren zahlreiche Reformen angestoßen: In der zwischenstaatlichen Gemeinschaft gelten im Rahmen der Sixpack-Regulierung und des Fiskalpaktes strengere Regeln für die Staatsverschuldung, makroökonomische Ungleichgewichte wer-

<sup>2</sup> GIPSZ bezeichnet das Aggregat aus Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Zypern, also alle Programmländer in der Schuldenkrise. Es eignet sich besser als das in der Literatur übliche Aggregat GIIPS, das Italien anstelle von Zypern enthält, da sich Italien z.B. in der Entwicklung der Leistungsbilanz deutlich vom Rest dieser Ländergruppe unterscheidet.

<sup>3</sup> Die in dieser Arbeit verwendete Gruppe der Euro-Überschussländer besteht aus Belgien, Deutschland, Finnland, Luxemburg, Niederlande und Österreich.

den genau überwacht und Mitgliedstaaten bei Überschreitung gewisser Schwellenwerte zum Gegensteuern bewegt. Mit der Bankenunion überträgt sich die Aufsicht über die größten Banken zudem von den Nationalstaaten auf die EZB. Diese Ansätze sollen Schwächen in der Ausgestaltung des europäischen Regelwerks beseitigen und künftige Fehlentwicklungen verhindern. Die meisten Reformen haben jedoch die Länder, die finanzielle Hilfsprogramme durchlaufen haben, auf Druck der internationalen Geldgeber verabschiedet. Diese Reformen sollen die bestehenden Krisen beenden und die Verschuldung der Länder zurückzufahren. Aufgrund der Rolle von Leistungsbilanzdefiziten in der Schuldenkrise zielt ein Großteil der Neuerungen auf deren Abbau und die Wiederherstellung von Wettbewerbsfähigkeit im Außenhandel.

Die Reformmaßnahmen in den Programmländern streben einerseits eine höhere öffentliche Ersparnis an, um den Staatshaushalt zu konsolidieren. Andererseits werden durch Steuererhöhungen bzw. konsequentere Steuereintreibungen sowie gekürzte Beamtengehälter, Renten, Gesundheitsausgaben etc. private Haushalte zum Sparen gedrängt. Eine höhere gesamtwirtschaftliche Sparquote soll das "Über-den-Verhältnissen-leben" in einigen Krisenländern beenden und die Leistungsbilanz durch gedrosselte Konsumimporte bereinigen (vgl. Ohr/Zeddis 2010, S. 14, Belke/Dreger 2013, S. 7 f.). Des Weiteren setzen die Reformen an der Wettbewerbsfähigkeit der Länder an. Beispielsweise sollen Absenkungen des Mindestlohns und der Arbeitgeberbeiträge zur sozialen Absicherung, Stärkungen betriebsspezifischer Tarifvereinbarungen gegenüber Branchenlösungen oder Öffnungen ehemals regulierter Berufsgruppen die Lohnstückkosten senken (vgl. z.B. die Programme für Griechenland und Portugal: EU Kommission 2012a, EU Kommission 2014a). Eine größere Wettbewerbsfähigkeit soll über steigende Exporte zur Leistungsbilanzkorrektur beitragen.

Sowohl verringerte Lohnstückkosten in Folge struktureller Reformen als auch der Nachfragerückgang in Folge einer gesteigerten Sparquote bewirken fallende Güterpreise in den Krisenländern relativ zu ihren Handelspartnern. In Ermangelung von Alternativen bleibt in einer Währungsunion nur diese Form der "inter-

nen Abwertung", um über mehrere Jahre niedrigere Inflationsraten zu erzielen als die gesunden Volkswirtschaften der Eurozone und so an Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen. Denn durch den Beitritt verlieren Euroländer die Möglichkeit der nominalen Abwertung sowie der gezielten geldpolitischen Steuerung von Inflation. Eine interne Abwertung ist langwieriger und schmerzhafter als eine externe, da sie entweder mit unpopulären Reformen, meistens aber mit einer Wachstumsschwäche erkaufte werden muss (vgl. Frankel 1999, S. 10).<sup>4</sup> Bei inflexiblen Löhnen geht dies mit zunehmender Arbeitslosigkeit einher. Die Abwertung ist in einigen GIPSZ-Staaten jedoch unabwendbar geworden, da sich die Handelsbilanzen vor der Krise stetig verschlechtert hatten und immer größere Zahlungsverpflichtungen aufgrund der akkumulierten Defizite bestanden (vgl. Kang/Shambaugh 2014, S. 3, Tressel/Wang 2014, S. 3 f.).

## 1.1 Forschungsfrage

Die interne Abwertung soll Nachfrage vom Ausland in die Binnenwirtschaft lenken, indem sie Exporte erschwinglicher macht und Importe gegenüber heimisch produzierten Gütern verteuert. Allerdings ist fraglich, ob verringerte Lohnstückkosten tatsächlich die Wettbewerbsfähigkeit der Krisenländer in einem Maße steigern können, das ausreicht, um die Leistungsbilanzen über den Exportkanal zu korrigieren. Beispielsweise wies das kürzlich abgebaute Defizit in Griechenland bis zu 15% der Wirtschaftsleistung auf. Das Verarbeitende Gewerbe – der Wirtschaftssektor, der den Großteil der handelbaren Erzeugnisse herstellt – trug 2013 jedoch nur 9% zur Bruttowertschöpfung des Landes bei.<sup>5</sup> In den anderen Volkswirtschaften, die internationale Hilfe beantragen mussten, sah

---

<sup>4</sup> Ghosh/Qureshi/Tsangarides (2014, S. 15 f.) berechnen, dass Handelsbilanzsalden unter fixen Wechselkursregimen etwa doppelt so persistent sind wie unter flexiblen Wechselkursen. Vor allem hohe Defizite können durch externe Abwertungen mit weniger Komplikationen abgebaut werden als durch interne.

<sup>5</sup> Zahlen zur Wirtschaftsstruktur stammen in dieser Arbeit stets aus der Ameco-Datenbank der EU Kommission.

es kaum anders aus: In Portugal steuerte die Industrie<sup>6</sup> 13%, in Spanien ebenfalls 13% und in Zypern sogar nur 5% zur nationalen Wertschöpfung bei. Nur Irland stach mit 19% heraus, allerdings litt Irland primär an Übertreibungen auf dem Immobilien- und Finanzmarkt und weniger an überbordenden Außenhandelsdefiziten. Die Überschusländer der Eurozone wiesen 2013 im Durchschnitt dagegen einen Industrieanteil von 19% aus. Es scheint also eine Korrelation zu geben zwischen dem Leistungsbilanzsaldo und der relativen Bedeutung des Wirtschaftssektors, der für den Großteil der Exporte einer Volkswirtschaft maßgeblich ist.

Die vorliegende Arbeit soll die aktuelle Diskussion um fundamentale Leistungsbilanzungleichgewichte im Euroraum um ein neues Argument erweitern. Sie untersucht die Determinanten der Leistungsbilanz und stellt den Einfluss von Wirtschaftsstrukturen<sup>7</sup>, die in der Diskussion bisher weitgehend unbeachtet blieben, in den Vordergrund. Die in der Arbeit zu beantwortende Forschungsfrage lautet:

*Wie beeinflussen die sektoralen Wirtschaftsstrukturen den jeweiligen Leistungsbilanzsaldo von Volkswirtschaften innerhalb der Eurozone?*

Die Eurozone lässt sich leicht in typische Defizit- und Überschusländer einteilen. In 17 Fällen weisen die Länder in höchstens einem Drittel der Jahre seit 1999 ein Vorzeichen gegen den Trend auf (sechs eindeutige Überschuss-, elf eindeutige Defizitländer). Nur Frankreich und Irland sind nicht eindeutig einem der beiden Lager zuzuordnen. Offensichtlich wird die Leistungsbilanz von strukturellen Faktoren bestimmt, die sich nicht innerhalb weniger Jahre grundlegend ändern. Die beschriebene Korrelation zwischen Leistungsbilanz und

---

<sup>6</sup> Der Begriff Industrie wird in dieser Arbeit als Synonym für das Verarbeitende Gewerbe verwendet. Er umfasst den Sekundärsektor ohne Bergbau, Energie- und Wasserversorgung und ohne das Baugewerbe.

<sup>7</sup> Mit dem Begriff Wirtschaftsstruktur ist in dieser Arbeit stets das sektorale Branchengefüge einer Volkswirtschaft gemeint, also die Aufteilung der Wertschöpfung zwischen Industrie und Dienstleistungen.

Wirtschaftsstruktur legt nahe, dass die relative Größe des Industriesektors eine dieser strukturellen Determinanten ist.

Ließe die Korrelation tatsächlich Rückschlüsse vom relativen Gewicht des Verarbeitenden Gewerbes auf den Leistungsbilanzsaldo zu, wäre denkbar, dass eine geringe Bedeutung des Industriesektors erstens das Entstehen persistenter Leistungsbilanzdefizite fördert und zweitens bewirkt, dass die Exportseite nur unzureichend zum Abbau eines etablierten Defizits beitragen kann.<sup>8</sup> Dies würde bedeuten, dass die Anpassung primär über den Importkanal erfolgen müsste. Der für die Korrektur eines Defizits benötigte Importrückgang ist allerdings Teil allgemeiner Nachfrageeinbußen, die auch die Binnenwirtschaft treffen. Eine Leistungsbilanzanpassung führt daher zu einem verlangsamten Wachstum in der betreffenden Wirtschaft. Wegen des Ausmaßes der angehäuften Defizite in den Krisenländern musste die Binnennachfrage stark gedrosselt werden, um Außenhandelsalden vor allem über Importe zu korrigieren. Dies ging in den GIPSZ-Staaten mit schweren Rezessionen und z.T. sozialen Spannungen einher – stärker noch als es in Volkswirtschaften der Fall gewesen wäre, deren Wirtschaftsstruktur mehr auf Exporte ausgerichtet ist. So konnte von den GIPSZ-Staaten nur das industriestärke Irland inzwischen wieder das BIP-Niveau vor der Finanzkrise erreichen. In Griechenland liegt das reale BIP dagegen noch 25% unter dem Vorkrisenniveau 2008 (Abbildung 2).<sup>9</sup>

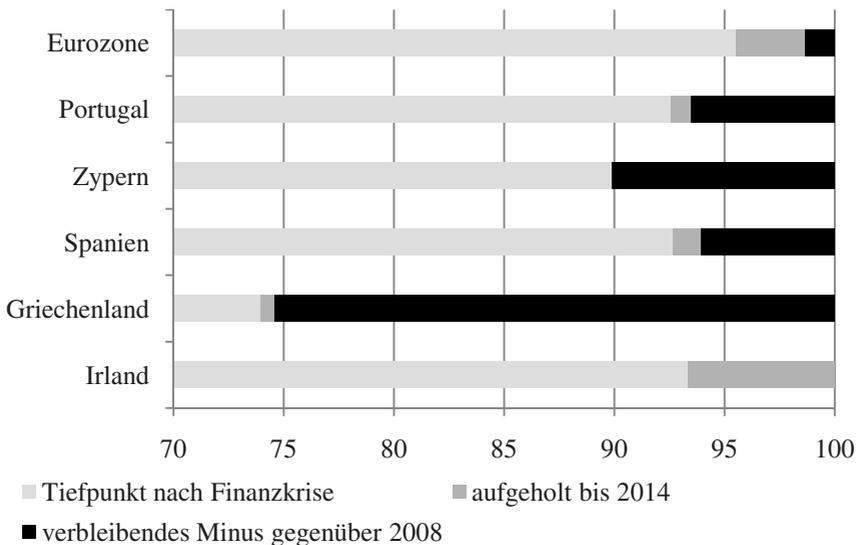
---

<sup>8</sup> Atoyan/Manning/Rahman (2013, S. 5) begründen eine zuletzt mäßige Entwicklung der Exporte in den Krisenländern tatsächlich mit der geringen Größe des Sektors handelbarer Güter.

<sup>9</sup> In vier der sechs typischen Überschussländer (allen außer Finnland und den Niederlanden) lag das reale BIP 2014 über dem Vorkrisenniveau.

**Abbildung 2: Wirtschaftseinbruch nach 2008**

Reales BIP, Index 2008=100



Quelle: Eurostat &amp; eigene Berechnungen

Ein größerer Beitrag der Exportseite würde nicht nur dabei helfen, den Wirtschaftseinbruch im Zuge der Korrektur abzufedern, sondern auch die fiskalische Konsolidierung beschleunigen. Denn ein entschärfter Beschäftigungseinbruch hätte geringere Kosten im Zusammenhang mit Arbeitslosigkeit zur Folge (vgl. Atoyán/Manning/Rahman 2013, S. 15). Des Weiteren erhöht die angestrebte Deflation den Realwert der Schulden in den Krisenländern. Insofern wäre eine wachstumsfreundliche Anpassung besonders hilfreich, um wieder Kapital anziehen zu können und Überschuldungsprobleme zu vermeiden (vgl. Buti/Turrini 2012, S. 1 f.).

Der Zusammenhang zwischen Wirtschaftsstruktur und Leistungsbilanz wurde bisher nicht ausreichend systematisch analysiert. Bestehende Arbeiten verzichteten auf empirische Untersuchungen (vgl. Grömling 2013, 2014), enthalten nur knappe Ausführungen zur theoretischen Fundierung (vgl. Gehring 2013a,

2013b, 2014) oder setzen einen anderen Fokus und betrachten die Verbindung zwischen Struktur und Leistungsbilanz nur nebenbei (vgl. Edwards 1995, Kuijs 2006, Leung 2006, Engler/Fidora/Thimann 2007). Die vorliegende Arbeit soll diese Lücke in der wissenschaftlichen Literatur schließen. Sie konzentriert sich auf die Eurozone, da der Außenhandel hier aufgrund fehlender nationaler Währungen weniger von Wechselkursschwankungen bestimmt wird und daher der Größe des Exportsektors eine besonders hohe Bedeutung zukommt. Ferner können Mitgliedsländer des Euroraums Leistungsbilanzdefizite nicht mehr unter verhältnismäßig geringen Kosten durch die nominale Abwertung einer nationalen Währung bereinigen. Sollten Unterschiede im Branchengefüge tatsächlich persistente Leistungsbilanzungleichgewichte bedingen, wäre dies für diese Ländergruppe besonders schädlich, da es den ökonomischen Erfolg der Währungsunion gefährden könnte. Vor diesem Hintergrund und angesichts der weiter bestehenden Schuldenkrise ist die Sicht auf die Eurozone besonders aussagekräftig.

## 1.2 Gliederung und Vorgehensweise

Die Arbeit ist in sechs Kapitel gegliedert. Kapitel 2 beleuchtet die Leistungsbilanzungleichgewichte im Euroraum, ordnet ihre Dimension in den globalen Kontext ein und stellt ihre Ursachen heraus. Es thematisiert die aus persistenten Defiziten erwachsende Problematik der Verschuldung und untersucht Prozesse eines Defizitabbaus, sowohl in der weiter zurückliegenden Vergangenheit als auch in der Schuldenkrise. Dabei wird zwischen eher konjunkturbedingten, oft temporären Bereinigungen und strukturellen, nachhaltigen Korrekturen unterschieden. Kapitel 3 enthält die theoretische Argumentation der Arbeit. Es stellt zuerst die Determinanten der Sparquote und der Leistungsbilanz dar. Anschließend werden die Überlegungen der wenigen Autoren zusammengefasst, die sich bisher mit der Verbindung zwischen Wirtschaftsstruktur und Leistungsbilanz auseinandergesetzt haben. Kapitel 3 erläutert, über welche fünf Wirkungskanäle die sektorale Struktur auf die Leistungsbilanz einer Volkswirtschaft wirkt.

Kapitel 4 liefert einen umfassenden Überblick über die vorhandene Literatur zur empirischen Bestimmung der Leistungsbilanz. Dabei geht es auch auf Analysen ein, die den Einfluss der Wirtschaftsstruktur auf den Leistungsbilanzsaldo getestet haben. Im Anschluss werden die in der eigenen Untersuchung verwendeten Variablen, der Datensatz und die Schätzmethodik vorgestellt. Kapitel 4 behandelt ferner potenzielle Probleme, z.B. mit Persistenz oder Endogenität, und zeigt auf, wie die Analyse mit diesen Problemen umgeht. Der Zusammenhang zwischen Wirtschaftsstruktur und Leistungsbilanz wird empirisch mit verschiedenen Modellen geschätzt. Die Schätzansätze können in eine kurzfristige Sichtweise basierend auf Jahresdaten, eine mittelfristig ausgerichtete Analyse basierend auf Intervallen von sieben Jahren sowie eine langfristige Querschnittsanalyse untergliedert werden. In Panelanalysen ermittelte Ergebnisse für die aktuellen 19 Euroländer werden ausführlich auf Robustheit gegenüber Änderungen in der Methodik, der Variablenauswahl, möglicher Persistenz- oder Endogenitätsprobleme sowie im Hinblick auf Ausreißer getestet. Die empirische Analyse in Kapitel 4 trifft zunächst die vereinfachende Annahme, dass nur die Größe des Industriesektors für die Leistungsbilanz maßgeblich ist, obwohl freilich auch einige Dienstleistungen handelbar sind.

Kapitel 5 löst sich von dieser Annahme und enthält einen tieferen Blick in die Wirtschaftsstruktur der Euroländer. Es erläutert die Schwächen der traditionellen Gliederung der Wirtschaft in drei Sektoren, bietet einen Überblick über vorhandene Ansätze einer alternativen Untergliederung und nimmt schließlich eine eigene Neugliederung von Wirtschaftszweigen vor. Hierfür wird eine multivariate Clusteranalyse eingesetzt, die Branchen anhand von fünf Strukturmerkmalen klassifiziert, die nach der theoretischen Argumentation in Kapitel 3 darüber bestimmen, ob eine Sparte positiv oder negativ auf die Leistungsbilanz wirkt. Kapitel 5 wiederholt anschließend die empirischen Untersuchungen aus Kapitel 4 auf der Basis von Branchenclustern mit vermuteter positiver Wirkung auf die Leistungsbilanz. Kapitel 6 schließt die Arbeit mit einigen zusammenfassenden Bemerkungen ab und arbeitet Implikationen der Ergebnisse für die Eurozone heraus.

## **2 Leistungsbilanzungleichgewichte und der Abbau von Defiziten**

Hohe Defizite in den Leistungsbilanzen einiger Euroländer haben zu einer massiven Verschlechterung der Schuldentragfähigkeit und zum Entstehen der Schuldenkrise in der Eurozone beigetragen. Eine Analyse der Ursachen von Ungleichgewichten zwischen den Euro-Mitgliedstaaten kann Aufschluss darüber geben, wie die hohen Defizite am besten zu reduzieren sind. Kern des Kapitels ist die Untersuchung vergangener Abbauprozesse von Leistungsbilanzdefiziten, sowohl vor als auch in der Schuldenkrise. Kapitel 2 soll offenlegen, über welche Kanäle Defizitkorrekturen üblicherweise erfolgen und wie groß die damit einhergehenden Wachstumsverlangsamungen ausfallen – und zwar je nach Industrieanteil der betroffenen Volkswirtschaft sowie je nach Möglichkeit einer nominalen Abwertung. Die Analyse in Kapitel 2 gibt so einen ersten Hinweis darauf, ob die Existenz eines großen Industriesektors die Anpassung vereinfacht oder ob die Wirtschaftsstruktur ohne Einfluss bleibt.

Kapitel 2.1 ordnet die vor der Finanzkrise entstandenen Ungleichgewichte im Euroraum in einen globalen sowie einen historischen Kontext ein und ermittelt die Treiber der Divergenzen. Kapitel 2.2 stellt die aus hohen Defiziten resultierende Problematik einer steigenden Staatsverschuldung heraus und erläutert den Beitrag nicht tragfähiger Leistungsbilanzsalden zum Entstehen der Schuldenkrise. Kapitel 2.3 beinhaltet die Analyse von Prozessen eines Defizitabbaus vor und in der Schuldenkrise. Darüber hinaus wird die Gefahr einer rein konjunkturell bedingten und nur temporär wirkenden Verbesserung des Saldos behandelt und erörtert, welche strukturellen Veränderungen für nachhaltige Korrekturen notwendig sind. Kapitel 2.4 fasst die Ergebnisse zusammen.

## 2.1 Leistungsbilanzungleichgewichte in der Eurozone

Leistungsbilanzungleichgewichte im Euroraum, insbesondere hohe und persistente Defizite in einigen Ländern, gelten als eine der Hauptursachen der Schuldenkrise (vgl. Ederer/Reschenhofer 2014, S. 1, Engler et al. 2014, S. 3). Die Leistungsbilanzsalden gingen im Vorfeld der Finanzkrise immer weiter auseinander. Zwar waren sie auch vor Gründung der Währungsunion in den heutigen Mitgliedsländern nicht immer ausgeglichen und müssen es keinesfalls permanent sein. Denn strukturelle Faktoren können bedingen, dass eine Volkswirtschaft über Jahre hinweg etwa einen Überschuss erwirtschaftet und spart, weil die Gesellschaft altert und in Zukunft nicht mehr so viele Güter produzieren können wird wie sie verbraucht. Genauso können wirtschaftliche Aufholprozesse in Schwellenländern über einen längeren Zeitraum für Leistungsbilanzdefizite sorgen. Gewisse Abweichungen können also sinnvoll sein und wurden auch früher beobachtet.

Zwischen 1980 und 1998 wiesen nur fünf der elf Gründungsmitglieder des Euros durchgängig stabile Leistungsbilanzen auf, die sich nie außerhalb einer – großzügig gewählten – Bandbreite von -5% bis +5% des BIP bewegten. Die größten Schwankungen verzeichneten Irland und Portugal, die selbst mit nationalen Währungen Defizite von bis zu 15% bzw. 16% des BIP erwirtschafteten. Beide Länder haben Erfahrungen mit persistenten Defiziten gesammelt, definiert als konstant negativer Leistungsbilanzsaldo in Höhe von mindestens 2% des BIP über wenigstens fünf Jahre (vgl. Freund/Warnock 2005, S. 9).<sup>10</sup> Nach dieser Definition befand sich Irland von 1976 bis 1986 und Portugal mit zwei kurzen Unterbrechungen von 1980 an 30 Jahre lang in einem solchen Defizit. Griechenlands vor kurzem bereinigtes Defizit bestand bereits 1995, also deutlich vor dem Euro-Beitritt. Selbst die heutigen Überschussländer Österreich und Finnland hatten Ende der 1970er- bzw. Anfang der 1990er-Jahre persistent defi-

---

<sup>10</sup> Diese Definition eines persistenten Leistungsdefizits basiert zwar auf einem willkürlich gewählten Schwellenwert, hat sich aber in der Literatur durchgesetzt und wird daher auch hier verwendet.

zitierte Leistungsbilanzen.<sup>11</sup> Gemäß einer Analyse von Leistungsbilanzdefiziten in Industrieländern vor 2003 beträgt die durchschnittliche Dauer persistenter Defizite acht Jahre (vgl. ebd., S. 9).

Das Neuartige an den Ungleichgewichten im letzten Konjunkturzyklus ist die Parallelität der Defizite. Vor der Finanzkrise registrierten nicht nur die GIPSZ-Länder Defizite von über 5% des BIP. Darüber hinaus befanden sich mit Estland, Lettland, Litauen, Malta, der Slowakei und Slowenien sämtliche späteren Beitrittsländer in einer Leistungsbilanzkrise mit einem Minus von bis zu 22%. In einem gemeinsamen Währungsraum, bzw. kurz vor dem Beitritt, wenn Währungen schon fest aneinander gekoppelt sind, sind wachsende Außenhandelsungleichgewichte einerseits nicht überraschend. Denn durch den Beitritt verlieren Staaten den flexiblen Korrekturmechanismus der Wechselkurse. Zuvor konnten Auf- und Abwertungen der Währungen die nationalen Leistungsbilanzen immer wieder ausgleichen. Der Außenwert der gemeinsamen Währung orientiert sich dagegen an der wirtschaftlichen Entwicklung des gesamten Euroraums. Dies bedingt zunehmende Ungleichgewichte auf einzelstaatlicher Ebene. Andererseits soll die Eurozone Konvergenz unter den Mitgliedstaaten fördern. Das Angleichen wirtschaftlicher Entwicklungsgrade kann mittelfristig zu einem stärkeren Ausgleich der Leistungsbilanzsalden unter den Euroländern führen. Zumindest aber könnte es die Aufgabe nationaler Währungen kompensieren und die damit einhergehende Zunahme von Ungleichgewichten verhindern. Allerdings ist die Konvergenz zwischen Eurostaaten bisher hinter den Erwartungen zurückgeblieben (vgl. Busetti et al. 2006, Andersson et al. 2008, EU Kommission 2013a, EU Kommission 2014b). Sowohl hinsichtlich makroökonomischer Fundamentaldaten als auch institutionell haben sich die Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten zuletzt vergrößert.

Seit Bestehen der Eurozone haben sich die Leistungsbilanzungleichgewichte deutlich vergrößert: In den heutigen 19 Mitgliedern lag die Summe aus absolu-

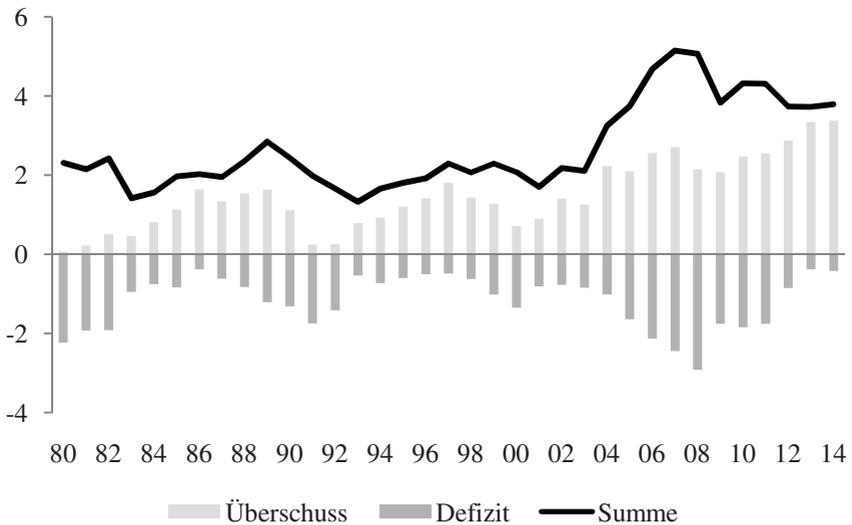
---

<sup>11</sup> Für OECD-Länder lässt sich anhand der OECD-Datenbank insgesamt eine zweistellige Zahl von Perioden persistenter Defizite feststellen.

ten Überschüssen und Defiziten zwischen 1980 und 1998 im Mittel bei 2% des BIP dieser Länder.<sup>12</sup> Insbesondere im Aufschwung seit 2004 hat sich diese Kennzahl auf 5% des BIP merklich erhöht (Linie in Abbildung 3). Dabei haben sich vor dem Beitritt bestehende Defizite tendenziell verfestigt. Abbildung 3 zeigt die von Euro-Mitgliedern erwirtschafteten (nur national saldierten) Überschüsse und Defizite sowie deren absolute Summe als Anteil an der Wirtschaftsleistung der 19 Euroländer insgesamt.

### Abbildung 3: Summe nationale Leistungsbilanzen im Euroraum

(National saldierte) Leistungsbilanzen, 19 Euroländer, % BIP



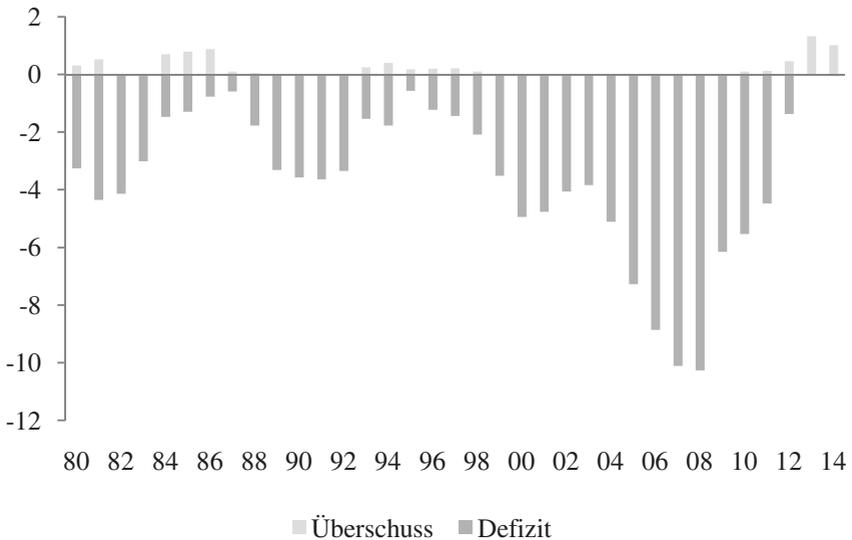
Quelle: Eurostat & eigene Berechnungen

Die in Abbildung 3 dargestellten Defizite erscheinen moderat, weil sie jeweils ins Verhältnis zur Wirtschaftskraft aller heutigen 19 Euroländer gesetzt wurden. Mithin glätten Volkswirtschaften mit niedrigen Defiziten, z.B. Italien mit einem

<sup>12</sup> Dies ist u.a. der schlechteren Datenverfügbarkeit in den 1980er-Jahren geschuldet, in denen einige der heutigen Mitgliedsländer noch nicht unabhängig waren. Trotz dieser Verzerrung kann man jedoch davon ausgehen, dass sich die Ungleichgewichte seit Bestehen der Eurozone vergrößert haben.

Defizit von häufig unter 1% des BIP, die Entwicklung. Abbildung 4 veranschaulicht das Ausmaß der Defizite in den GIPSZ-Krisenländern und ihr Wachstum seit 2004. Sie setzt die aufsummierten nationalen Salden ins Verhältnis zur Wirtschaftskraft lediglich dieser fünf Länder. Nationale Defizite erreichten im Maximum 15% des jeweiligen nationalen BIP.

**Abbildung 4: Summe nationale Leistungsbilanzen in den GIPSZ-Ländern**  
(National saldierte) Leistungsbilanzen, GIPSZ-Staaten, % BIP



Quelle: Eurostat

### *Globale Leistungsbilanzungleichgewichte*

Zunehmende Leistungsbilanzungleichgewichte traten nicht nur in der Eurozone auf. Beispielsweise sind die Leistungsbilanzen Bulgariens und Rumäniens in ähnlichem Ausmaß und zu einer ähnlichen Zeit wie in den GIPSZ-Staaten rapide eingebrochen – und haben sich nach der Finanzkrise ähnlich schnell erholt. Auch in anderen EU-Ländern, wie Ungarn oder Polen, lag die Leistungsbilanz im Aufschwung relativ konstant im negativen Bereich und erst die Finanzkrise

brachte eine Bereinigung. Diese Gemeinsamkeiten zu Entwicklungen in der Eurozone sind z.T. zu erwarten, da diese Länder ihre Währungen teilweise an den Euro koppeln und intensiven Handel mit dem Euroraum treiben. Allerdings konnten außerhalb Europas ähnliche Trends beobachtet werden: Zum Beispiel verzeichneten Australien, Neuseeland, Südafrika und die Türkei alle zunehmende Defizite im Aufschwung und eine Korrektur in der Finanzkrise.<sup>13</sup> Ähnlich war die Entwicklung in den USA, auch wenn deren Leistungsbilanz aufgrund des Status des US-Dollars als Reservewährung eine Sonderrolle einnimmt (vgl. IWF 2013, S. 14).<sup>14</sup> Konstant hohe Defizite von 5-6% des BIP halbierten sich in der Krise. Freilich müssen sich weltweit zunehmende Defizite in wachsenden Überschüssen anderer Länder spiegeln. So registrierte China ein stark ansteigendes Plus von bis zu 10% des BIP, das durch die Krise abrupt auf 2-3% gesenkt wurde. Ebenso konnten andere asiatische Schwellen- sowie ölexportierende Länder ihre Überschüsse ausbauen. Global wuchsen die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen vor der Finanzkrise auf ein zuvor nicht erreichtes Niveau. Die Summe aller Defizite stieg auf 3% des weltweiten BIP, während sie in der Vergangenheit selbst im Kontext der Ölkrisen nie über 1,5-2% hinausging (vgl. Algieri/Bracke 2007, S. 6). Die in dieser Arbeit thematisierten Leistungsbilanzungleichgewichte im Euroraum waren also weder in regionaler noch in zeitlicher Hinsicht ein Präzedenzfall: Sowohl in anderen Ländern als auch in der Vergangenheit kam es zu Divergenzen und persistenten Defiziten. Allerdings zeichneten sich die im Euroraum entstandenen Defizite durch ihr simultanes Auftreten sowie durch die fehlende Möglichkeit aus, sie durch eine nominale Abwertung zu bereinigen.

Die Politik erkannte die aus zunehmenden Ungleichgewichten erwachsende Gefahr und die Notwendigkeit, gegenzusteuern. So gab es vor der Finanzkrise bereits einen Konsens darüber, dass die Entwicklungen irgendwann die Schul-

---

<sup>13</sup> Leistungsbilanzdaten zu Ländern außerhalb Europas stammen aus der OECD-Datenbank. Neben realwirtschaftlichen Entwicklungen sind Kapitalströme für Leistungsbilanzsalden maßgeblich (Kapitel 2.1.2). Die Besonderheit in den USA ist, dass weltweit viele Investoren ihr Geld in Dollar anlegen wollen und daher Kapitalströme in hohem Maße die Leistungsbilanz determinieren.