



Makroökonomische Koordinierung

Was kann ein Scoreboard-Ansatz leisten?

13. Januar 2011



Die Euroländer müssen ihre Wirtschaftspolitik künftig besser aufeinander abstimmen, um makroökonomische Fehlentwicklungen zu verhindern. Um 17 Euroländer zielführend zu koordinieren, muss ein geeigneter Steuerungsansatz gefunden werden. Verschiedene Instrumente werden derzeit diskutiert.

Ein Ansatz zur wirtschaftspolitischen Steuerung ist ein makroökonomisches Scoreboard. Nach Vorschlag der Europäischen Kommission soll ein Satz gesamtwirtschaftlicher Indikatoren der Politik helfen, Fehlentwicklungen rechtzeitig zu erkennen (präventiver Arm). Gegengesteuert werden soll dann, wenn vorab festgelegte Warnschwellen über- oder unterschritten werden (korrektiver Arm). Ein verbindlicher Indikatorensatz wurde jedoch noch nicht kommuniziert.

Einiges spricht für ein Scoreboard aus folgenden sechs Indikatoren: 1. Leistungsbilanz, 2. Nettoauslandsposition, 3. Realer Effektiver Wechselkurs basierend auf Lohnstückkosten, 4. Realer Anstieg der Häuserpreise, 5. Öffentliche Verschuldung und 6. Verschuldung des Privatsektors.

Bei den einzelnen Schwellenwerten sind mehrere Formen vorstellbar. Möglich sind asymmetrische Werte (Ober- oder Unterwert) oder symmetrische Werte (Ober- und Unterwert). Schwellenwerte können weiterhin absolut (fixe Grenze, die sich z.B. am BIP eines Landes bemisst) oder relativ gestaltet sein (flexible Grenze, die sich am Durchschnitt der Gesamtheit der Länder orientiert).

Der Erfolg wirtschaftspolitischer Koordinierung über ein Makro-Scoreboard hängt auch von institutionellen Faktoren ab. Entscheidend sind 1. Die Unabhängigkeit der Erhebung von Daten, 2. Die Transparenz von Verfahren und Indikatorenberechnung, 3. Die Einbindung in bestehende Prozesse der wirtschaftspolitischen Steuerung und 4. Sanktionsmöglichkeiten nach Ermessen. Während die Kommissionsvorschläge die beiden ersten Erfolgsfaktoren erfüllen, ist die Einbindung in bestehende Prozesse der wirtschaftspolitischen Steuerung noch nicht hinreichend definiert. Ebenfalls steht noch nicht fest, ob das Verfehlen der Orientierungswerte tatsächlich sanktioniert wird.

Scoreboard-Ansätze sind mit drei strukturellen Problemen behaftet: 1. Endogenität: Scoreboard-Ansätze sind per se vergangenheitsorientiert und hinsichtlich der wirtschaftspolitischen Aussagekraft für die Zukunft folglich begrenzt. 2. Lucas-Kritik: Die Messung politischer Ergebnisse über feste Indikatorensätze kann zu politischem Vermeidungsverhalten führen. 3. Zeitinkonsistenz: Zwischen Indikatorenanalyse, Politikempfehlung und möglichen Sanktionen liegt eine lange Zeitspanne. Dies kann die Zielgenauigkeit der Koordinierung negativ beeinflussen.

Die Vorschläge der Kommission können diese Probleme nicht abschließend lösen. Denkbar wäre, dem Indikator der Leistungsbilanz Vorrang über andere Indikatoren einzuräumen. Im Idealfall kann ein makroökonomisches Scoreboard über erhöhte Informationstransparenz einen guten Dienst für Politik und Märkte leisten. Nicht mehr, aber auch nicht weniger.

www.
dbresearch.de

Autor

Nicolaus Heinen
+49 69 910-31713
nicolaus.heinen@db.com

Editor

Barbara Böttcher

Publikationsassistentz

Angelika Greiner

Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland

Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management

Thomas Mayer

Eine Geldpolitik für 17 Volkswirtschaften

1. Makroökonomische Ungleichgewichte in der EWU

Die Eurozone leidet nicht nur unter hohen Haushaltsdefiziten und überhöhter Staatsverschuldung ihrer Mitgliedstaaten, sondern auch unter makroökonomischen Spannungen. Diese Spannungen sind durch unterschiedliche Niveaus in der Wettbewerbsfähigkeit der Euroländer bedingt. Die Eurozone ist ein Währungsraum mit unterschiedlichen und in der derzeitigen Form wenig kompatiblen nationalen Wachstumsmodellen.

17 Volkswirtschaften mit unterschiedlicher nationaler Wirtschaftspolitik, Wachstumsdynamik, mit divergierenden strukturellen Stärken und Schwächen koexistieren unter einer gemeinsamen Geldpolitik. Da der Wechselkurs als nominales Ausgleichsventil entfällt, die Länder jedoch gleichzeitig nicht mit strukturellen Reformen real angepasst haben, sind die Spannungen in den letzten Jahren eskaliert.

In Verbindung mit hohen Defiziten und Schuldenständen hat dies Investoren an den Märkten für Staatsanleihen verunsichert. Die Risikoaufschläge auf Staatsanleihen stiegen ebenso wie die Preise für Kreditausfallversicherungen. Diese Unsicherheit konnte zwar über das Hilfspaket für Griechenland und durch den Euro-Rettungsschirm vom 8. Mai 2010 vorübergehend entschärft werden – das zu Grunde liegende Problem bleibt jedoch bestehen und bewegt die Märkte weiterhin.

Ein Blick auf die nationalen Leistungsbilanzen der letzten Jahre zeigt, dass sich die Euroländer in den Vorkrisenjahren im Hinblick auf ihre Wettbewerbsfähigkeit auseinander entwickelt haben (vgl. Grafik 1 und 2).

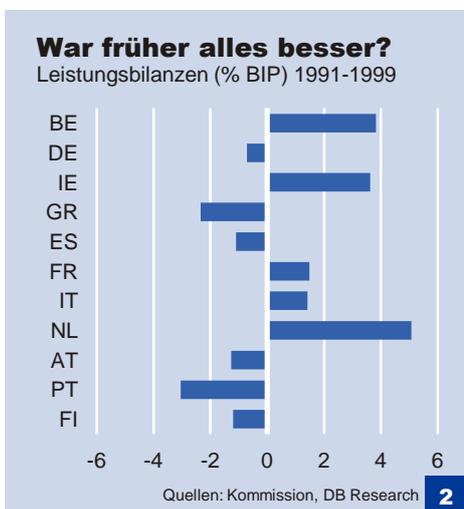
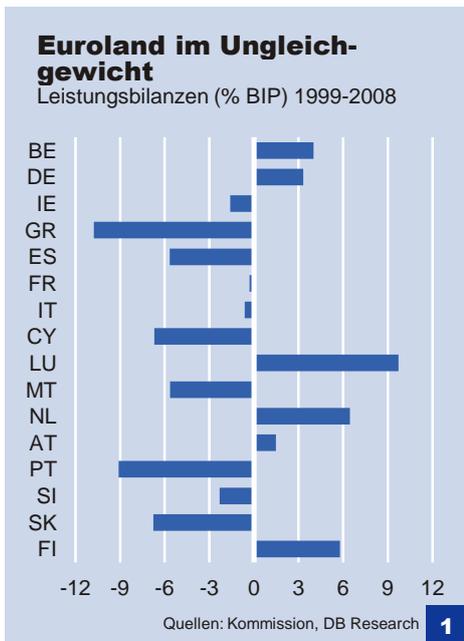
Für die wirtschaftliche Zukunft eines Landes ist es essentiell, dass es wettbewerbsfähig ist – vor allem, wenn es über keine Rohstoffe verfügt. Denn zum einen hängen von der Wettbewerbsfähigkeit die Wachstumsperspektiven eines Landes ab. Zum anderen achten Investoren auf Kapitalmärkten darauf, dass die Wachstumsperspektiven eines Landes langfristig stimmen. Neben einer überzeugenden Fiskalpolitik bestimmen sie langfristig die Bonität eines Landes.

Um künftig Fehlentwicklungen in der EWU entgegenzuwirken und gleichzeitig die Konvergenz innerhalb der EU zu stärken, werden seit Juni 2010 Möglichkeiten der makroökonomischen Steuerung und Überwachung in EU und EWU diskutiert. Für die makroökonomische Überwachung wird ein integrierter Ansatz vorgeschlagen, der – ähnlich wie die fiskalpolitische Überwachung – einen präventiven und einem korrektiven Arm umfasst. Zentraler Bestandteil des präventiven Arms soll ein makroökonomisches Scoreboard sein, das mehrere gesamtwirtschaftliche Indikatoren umfasst.

Die konkrete Ausgestaltung des Scoreboards ist noch offen. In diesem Zusammenhang möchte diese Publikation drei Fragen beantworten:

- Sind die gegenwärtig diskutierten Indikatoren im Hinblick auf effektive makroökonomische Steuerung sinnvoll?
- Welche Schwellenwerte sind zielführend?
- Unter welchen Rahmenbedingungen kann makroökonomische Steuerung über einen Scoreboard-Ansatz optimal funktionieren?

Derzeit werden von den relevanten Institutionen, insbesondere der EU-Kommission, verschiedene Indikatoren für einen Scoreboard-Ansatz diskutiert. Im folgenden Abschnitt sollen diese kurz dargestellt werden.



EZB: Scoreboard zur Wettbewerbsfähigkeit

2. Derzeit diskutierte Indikatorenansätze

Die Europäische Zentralbank (EZB) und die Europäische Kommission haben in drei Dokumenten drei mögliche Indikatorenansätze für ein makroökonomisches Scoreboard veröffentlicht.

In ihrer Stellungnahme vom **10. Juni 2010**¹ schlägt die **EZB** folgenden Indikatorenansatz vor:

- Ein Wettbewerbsfähigkeitsindex, basierend auf dem harmonisierten Verbraucherpreisindex und/oder dem BIP-Deflator, wie er von der EZB veröffentlicht wird.
- Ein weiterer Wettbewerbsfähigkeitsindex, basierend auf Lohnstückkosten, wie er ebenfalls von der EZB publiziert wird. Alternativ: Ableitungen stabilitätsorientierter sektoraler und nationaler Lohnentwicklungen.²

Die indikatorenbasierte Überwachung sollte Teil einer größer angelegten Steuerung über Berichtspflichten, Empfehlungen, Gruppendruck und finanzielle Sanktionen sein. Quantitative Schwellenwerte für die einzelnen Indikatoren schlägt die EZB nicht vor. Vielmehr wird ein Ampelsystem vorgeschlagen, nach dem Länder im Hinblick auf ihre Verwundbarkeit in die Stufen „grün“ (keine/geringe Verwundbarkeiten), „gelb“ (signifikante Verwundbarkeit mit potenziellem Risiko für das Funktionieren der Eurozone) und „rot“ (problematische Verwundbarkeit mit signifikantem Risiko für das Funktionieren der Eurozone) eingeteilt werden.

Zwei Vorschläge der Kommission

Die **Kommission** hat im Verlauf des Jahres 2010 mehrere Vorschläge für ein Scoreboard unterbreitet. In einer ersten Mitteilung vom **30. Juni**³ schlägt sie folgenden Indikatorenansatz vor:

- Leistungsbilanz
- Nettoauslandsposition
- Realer effektiver Wechselkurs basierend auf Lohnstückkosten und BIP-Deflator
- Realer Anstieg der Häuserpreise
- Staatsverschuldung
- Verschuldung des Privatsektors im Verhältnis zum BIP.

Aufbauend auf diesen Indikatoren plädiert die Kommission für einen mehrstufigen **Überwachungsmechanismus**.

1. Indikatoren des Scoreboards werden von der Kommission überwacht. Werden Schwellenwerte – etwa das obere bzw. untere Quartil der statistischen Verteilung jeder Variable (über alle Länder und Jahre) – über- oder unterschritten, so soll eine nähere Analyse der nationalen Wirtschaftspolitik klären, ob die makroökonomischen Ungleichgewichte schädlich sind.
2. In einer zweiten Stufe soll dann ein Ungleichgewichtsverfahren („*Excessive Imbalance Procedure*“) notwendige Schritte einleiten, die Staaten zur Änderung ihrer Politik bewegen.

¹ EZB (2010). Reinforcing Economic Governance in the Eurozone. Frankfurt.

² Weiterhin vorgeschlagen, jedoch als Indikatorenansatz nicht konkretisiert wird die Dokumentation von Indikatoren, die Kosten- und Preiswettbewerbsfähigkeit mit Ungleichgewichten verbinden – etwa externe Ungleichgewichte und die Verschuldung des öffentlichen und privaten Sektors, Assetpreise und Kreditnachfrage und der Grad der Konvergenz.

³ Kommission (2010a). Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs – Tools for stronger EU economic governance. Kommissionsdokument COM (2010) 367/2. Brüssel.



Europäisches Semester

Die EU hat ein zusätzliches Instrument zur präventiven Überwachung der Wirtschafts- und Fiskalpolitiken ihrer Mitgliedstaaten geschaffen. Diesem Europäischen Semester liegt ein jährlicher mehrmonatiger Abstimmungsprozess mit fixen kalendarischen Vorgaben zu Grunde.

- Im März legt der Europäische Rat (Rat der Staats- und Regierungschefs) ausgehend von einem Kommissionsbericht (Annual Growth Survey) wirtschaftspolitische Prioritäten fest. Daraus werden Empfehlungen für die Haushaltspolitik (Stabilitäts- und Konvergenzprogramme) und Wirtschaftspolitik (Nationale Reformprogramme) abgeleitet.
- Im April reichen Mitgliedstaaten ihre mittelfristige Haushaltsplanung und wirtschaftspolitische Planung entlang dieser Vorgaben bei der Kommission ein. Die Kommission bewertet die Pläne der Länder und entwirft ein Votum für den Ministerrat.
- Im Juni und Juli geben Europäischer Rat und Ministerrat länderspezifische Politikempfehlungen zur allgemeinen Wirtschaftspolitik und zur Haushaltspolitik ab. Die Kommissionsberichte des Folgejahres bewerten die Umsetzung dieser Empfehlungen.

Der erste Zyklus soll in diesem Jahr beginnen. Kurzfristig macht dies Änderungen in den Haushaltsprozessen der Mitgliedstaaten erforderlich, die bereits im April eine finanzielle Vorausschau für das Folgejahr vorlegen müssen. Das Europäische Semester ist nicht nur Signalgeber für die Politik. Die Bewertungen im Jahresturnus machen das europäische Semester auch als Informationsquelle für die Anleihemärkte interessant. Zum Gruppendruck im Ecofin käme dann der Druck von Investoren. Vor diesem Hintergrund kann das Europäische Semester für einige Länder zum zusätzlichen Ansporn werden, ihre Konsolidierungsbemühungen noch zu forcieren. Mehr Transparenz und eine künftig höhere Informationsdichte lassen hoffen, dass die Peripheriestaaten eine größere Chance haben werden, ihren Einsatz in Sachen Konsolidierung herauszustellen – und im Sinne niedrigerer Risikoprämien auch zu vermarkten.

Makroökonomische Steuerung analog zur fiskalischen Überwachung

Geht es nach den Vorschlägen der Kommission, soll beim Überschreiten der Warnschwellen eines jeden Indikators eine nähergehende Analyse einsetzen. Sie soll sicherstellen, dass die Regelbindung durch die Warnschwellen nicht zu Fehlschlüssen im Sinne eines falsch verstandenen Automatismus führt.

Am **29. September 2010** hat die **Kommission** im Rahmen ihrer Gesetzesvorschläge zur makroökonomischen Steuerung von EU und Eurozone einen neuen Vorschlag für zwei Verordnungen vorgelegt,⁴ der die bisherigen Vorstellungen einerseits weiterentwickelt, andererseits aber auch verkürzt. Schwellenwerte für die einzelnen Indikatoren werden nicht mehr konkret bestimmt. Auch vom Ansatz mit Quartilen, wie er noch im Juni vorgeschlagen wurde, nimmt die Gesetzesvorlage Abstand.

Das so modifizierte Scoreboard umfasst folgenden Indikatorensatz:

- Leistungsbilanz
- Nettoauslandsverschuldung
- Realer Effektiver Wechselkurs
- Private Verschuldung
- Verschuldung des öffentlichen Sektors.

Basierend auf diesen Indikatoren konkretisiert die Gesetzesvorlage der Kommission den Überwachungsmechanismus wie folgt:

- **Präventiver Arm: Überwachung über Europäisches Semester und Scoreboard.** Zusammen mit der Überwachung der Fiskalpolitik soll die Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte im sog. *Europäischen Semester* zusammengelegt werden (vgl. Box). Basierend auf den Nationalen Reformprogrammen, die jährlich eingereicht werden, der Stabilitätsprogramme der Euroländer und der Konvergenzprogramme der Nicht-Euroländer wird Wirtschaftspolitik zunächst überwacht. Das Instrument zur Überwachung soll ein Scoreboard mit makroökonomischen Indikatoren sein. Den Indikatoren sollen Schwellenwerte zugewiesen werden. Werden diese Schwellenwerte überschritten, so analysiert die Kommission die Ursache des Bruchs genauer. Wird festgestellt, dass der Bruch der Werte dauerhaft ist und in der Verantwortung des Mitgliedstaates liegt, kann die Kommission eine Frühwarnung an den entsprechenden Mitgliedstaat senden. Bei besonders schweren Verstößen – etwa wenn die Politik über Jahre hinweg nicht konsistent mit den Grundzügen der Wirtschaftspolitik⁵ war oder das Funktionieren der EWU gefährdet – entscheidet der Rat auf Empfehlung der Kommission über die Einleitung eines Ungleichgewichtsverfahrens – der korrektive Arm greift ein.
- **Korrektiver Arm: Strafverfahren mit Sanktionen.** Ein Ungleichgewichtsverfahren („*Excessive Imbalance Procedure*“) soll die Mitgliedstaaten zur wirtschaftspolitischen Kurskorrektur motivieren, damit sie die vorgegebenen Schwellenwerte des Scoreboards wieder erreichen. Für Mitgliedstaaten der EWU sollen am Ende des Ungleichgewichtsverfahrens Sanktionen stehen. Das Ungleichgewichtsverfahren soll dem Defizitverfahren sehr ähnlich sein: Nach der formalen Einleitung des Ungleichgewichtsverfahrens durch den Rat verabschiedet dieser Empfeh-

⁴ Kommission (2010b). Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prevention and correction of macroeconomic imbalances. Kommissionsdokument (2010) 527. Brüssel.

⁵ Zu den Grundzügen der Wirtschaftspolitik siehe auch S. 12

lungen der Kommission. Es bestehen regelmäßige Berichtspflichten der Mitgliedstaaten.

Bei mehrfacher Nichtbefolgung der Empfehlungen können Sanktionen beschlossen werden – etwa unverzinsliche Einlagen und Strafzahlungen. Die Einschätzungen der Kommission sollen sich eher auf die Umsetzung von Maßnahmen konzentrieren als auf das Ergebnis. In den Abstimmungen hat der betroffene Mitgliedstaat kein Stimmrecht. Strafzahlungen können sich auf bis zu 0,1% des BIP jährlich belaufen. Sie sollen unter den Mitgliedstaaten, die sich nicht in einem Ungleichgewichts- oder einem Defizitverfahren befinden, aufgeteilt werden.

Dieser Vorschlag der Kommission wurde im Abschlussbericht der van Rompuy-Taskforce⁶ im Grundsatz bestätigt. Auch wenn der Bericht keine Indikatoren benennt und Sanktionen nicht quantifiziert, wird der Idee eines zweistufigen Überwachungsverfahrens nicht widersprochen. In den kommenden Monaten ist mit einer weiteren Konkretisierung der Vorschläge im Rahmen des nun folgenden Gesetzgebungsprozesses zu rechnen.

Die bislang bekannten Elemente des Scoreboard-Ansatzes zeigen regelgebundene Schwellenwerte, die mit Ermessenskomponenten im Rahmen einer näheren Analyse verbunden werden. Positiv zu bewerten ist, dass die Kommission nur die konsequente Durchführung von Gegenmaßnahmen bewertet – nicht jedoch die tatsächliche Entwicklung der Indikatoren. Dies trägt drei Faktoren Rechnung:

- Die Entwicklung der meisten makroökonomischen Indikatoren hängt nicht ausschließlich von nationaler Politik ab sondern unterliegt auch anderen exogenen Faktoren wie etwa der Weltkonjunktur und weltpolitischen Ereignissen.
- Zwischen wirtschaftspolitischer Empfehlung und Erreichen des Ziels kann im Falle der makroökonomischen Koordinierung ein größerer Zeitabstand liegen als im Falle des Defizitverfahrens.
- Die Faktorenverkehrsfreiheit in der EU führt dazu, dass die nationale Politik mögliche regulatorische Arbitrage und Wanderungsbewegungen in ihre Entscheidungen einpreisen muss. Dies steigert nicht unbedingt den Anreiz zu konsequentem Handeln. Auch führt die gemeinsame Währung dazu, dass vorübergehende Ungleichgewichte, die durch Reformen bedingt werden, nicht über den flexiblen Wechselkurs ausgeglichen werden können. Auch dies engt den faktischen Handlungsspielraum der Politik ein.

Die drei Dokumente von EZB und Kommission schlagen eine Vielzahl von Indikatoren vor. Der nächste Abschnitt soll diskutieren, welche der vorgeschlagenen Indikatoren sich im Sinne guter makroökonomischer Koordinierung verwenden lassen – und welche Schwellenwerte dabei zielführend sind.

Scoreboard für EU oder Eurozone?

Die van Rompuy-Taskforce schlägt unterschiedliche Schwellenwerte für Euro- und Nichteuroländer vor. Allerdings wird in dem Abschlussbericht nicht weiter konkretisiert, für welche Indikatoren unterschiedliche Schwellenwerte sinnvoll sind.

Es liegt nahe, dass insbesondere Länder mit flexiblen Wechselkursen zum Euro und Länder, die noch ein hohes realwirtschaftliches Aufholpotenzial aufweisen, andere Schwellenwerte im Hinblick auf ihren Realen Effektiven Wechselkurs geltend machen dürften. Ob unterschiedliche Schwellenwerte bei anderen Indikatoren sinnvoll sind, ist jedoch zu bezweifeln.

Unabhängig davon besteht der größte Bedarf zur makroökonomischen Steuerung jedoch bei der Eurozone. Daher bezieht sich der Rest der Studie ausschließlich auf die Eurozone.

⁶ Arbeitsgruppe (2010). Strengthening Economic Governance in the EU. Report of the Task Force to the European Council. Brüssel.



Indikatoren und Schwellenwerte

Je nach Indikator und beabsichtigtem Ziel empfiehlt sich eine andere Art von Warnschwelle.

Symmetrische und asymmetrische Warnschwellen: Falls Indikatorwerte im Hinblick auf makroökonomische Ungleichgewichte sowohl zu hoch als auch zu niedrig liegen können, sollte es Ober- und Untergrenzen geben (symmetrische Warnschwelen). Andernfalls treffen entweder Ober- oder Untergrenzen zu (asymmetrische Warnschwelen).

Absolute und relative Schwellenwerte: Während absolute Schwellenwerte eine feste numerische Schwelle angeben, ergeben sich die Warnschwelen aus der relativen Position des Landes zur Gesamtheit der untersuchten Ländergruppe. Um zu verhindern, dass gemeinschaftliches Fehlverhalten den Bewertungshorizont ändert, dürfen Länder, die die Schwelle brechen, nicht mehr unter die Gesamtwertung fallen.

Hinter der Entscheidung, welche Art von Schwellenwert gesetzt wird (absolut/relativ) und ob ein Schwellenwert symmetrisch oder asymmetrisch gesetzt wird, steckt wirtschaftspolitische Programmatik. Diese Programmatik trifft auf unterschiedliche nationale Wirtschaftspolitik und dürfte eine Einigung auf verbindliche Warnschwelen schwierig machen. So könnte beispielsweise eine Obergrenze für Leistungsbilanzüberschüsse Länder mit großen Exportüberschüssen dann benachteiligen, wenn sie sanktionsbewehrt wäre.

Leistungsbilanz: Asymmetrische, absolute Untergrenze

3. Die richtigen Indikatoren und ihre Schwellenwerte

Wesentliche Bedeutung kommt in einem Scoreboard-Ansatz den Indikatoren als Messgrößen für sensible Entwicklungen zu. Nachfolgend werden – in Anlehnung an die Vorschläge von Kommission und EZB – sechs Indikatoren diskutiert. 1.) Leistungsbilanz, 2.) Nettoauslandsposition, 3.) Realer effektiver Wechselkurs basierend auf Lohnstückkosten,⁷ 4.) Realer Anstieg der Häuserpreise, 5.) Öffentliche Verschuldung, 6.) Verschuldung des Privatsektors.

Dieser Indikatorensatz erscheint hinreichend umfassend, um damit die aktuellen Probleme der Eurozone abbilden und erfassen zu können. Makroökonomische Spannungen als Fehlentwicklungen der Vergangenheit werden so zum endogenen Faktor für die Gestaltung des Scoreboards. Auf diese Endogenität möchten wir später noch einmal zurückkommen.

Leistungsbilanz: Als Stromgröße zeigt die Leistungsbilanz alle wirtschaftlichen Transaktionen eines Landes mit dem Ausland innerhalb eines Jahres an. Sie gilt als der einfachste Indikator zur Bestimmung der Wettbewerbsfähigkeit eines Landes. Denn je wettbewerbsfähiger ein Land ist, desto mehr Waren, Dienstleistungen und Leistungen aus anderen Produktionsfaktoren werden exportiert.⁸

Über die maximale Größe eines (noch) nachhaltigen Leistungsbilanzdefizites gibt es keine klare Lehrmeinung. Es ist langfristig als tragbar zu definieren, wenn dadurch weder im In- noch im Ausland nachhaltige Veränderungen im Verhalten der Wirtschaftssubjekte ausgelöst werden.⁹ Diese Definition trägt der Tatsache Rechnung, dass hohen Leistungsbilanzdefiziten mehrere Ursachen zu Grunde liegen können, beispielsweise 1. Hohe Profitabilität von Investitionsprojekten in realwirtschaftlich aufholenden Ländern – etwa durch Zinsunterschiede oder eine höhere Produktivität oder 2. höherer Konsum, da Haushalte in aufholenden Volkswirtschaften ihren Konsum in Erwartung höheren Wachstums in der Zukunft in die Gegenwart vorziehen.¹⁰ Eng mit diesen Überlegungen verbunden ist die Hypothese, dass das Leistungsbilanzdefizit von unterschiedlichen Konjunkturzyklen abhängt – und sich somit analog zur Wachstumslücke gegenüber den Haupthandelspartnern verändert. Ein dritter Faktor können Spekulationsblasen sein – wie etwa Finanz- und Vermögensblasen. In diesem Falle verlagert sich der Zuwachs der Wertschöpfung vom handelbaren in den nicht handelbaren Sektor.

Diese Zusammenschau von möglichen Ursachen zeigt, dass die nähere Analyse, die bei einem Überschreiten der Warnschwelle einsetzen soll, eine breite Spanne von Faktoren berücksichtigen muss – wie beispielsweise auch das Wachstum des Immobiliensektors.

In Anlehnung an die Defizitschwelle des Stabilitäts- und Wachstumspakts liegt für Länder der Eurozone ein Richtwert von 3% des

⁷ Die Wettbewerbsindizes, die die EZB vorschlägt, beziehen sich auf den Verbraucherpreisindex, den BIP-Deflator und die Lohnstückkosten. Sie sind in ihrer Aussagekraft dem Realen Effektiven Wechselkurs sehr ähnlich. Die Abhandlung zum Realen Effektiven Wechselkurs bezieht sich daher auch auf die von der EZB vorgeschlagenen Indikatoren.

⁸ Neben der Handels- und Dienstleistungsbilanz umfasst die Leistungsbilanz noch die Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen und die Bilanz der laufenden Übertragungen.

⁹ Gräf, B. (2007). US-Leistungsbilanzdefizit: Keine Panik! Aktuelle Themen 389. DB Research. Frankfurt. S. 5.

¹⁰ Vgl. Kommission (2009). Quarterly Report on the Euro Area I/2009. Brüssel. S. 28

BIP¹¹ als **asymmetrische, absolute Unterschwell**e nahe. Alternative Ansätze, die eine symmetrische Schwelle für den Saldo der Leistungsbilanz vorschlagen¹² und somit befürworten, auch Länder mit außergewöhnlichen Exporterfolgen zu sanktionieren, verkennen, dass eine Bestrafung von Leistungsbilanzüberschüssen das Ziel höherer Wettbewerbsfähigkeit im Endeffekt konterkarieren würde.

Nettoauslandsposition: Als Bestandsgröße erfasst die Nettoauslandsposition die Bilanz aller Vermögen, die Inländer (Staat, Unternehmen und Privatpersonen) gegenüber dem Ausland halten und aller Vermögen, die Ausländer im Inland halten. Ein negativer Saldo der Nettoauslandsposition muss nichts Negatives bedeuten: Er kann auch dann auftreten, wenn etwa ausländische Unternehmen in einem Land in starkem Maße mit Direktinvestitionen engagiert sind – ein ähnliches Argument wie im Falle der Leistungsbilanz.

Nettoauslandsposition: Asymmetrischer, absoluter Oberwert

Als **Schwellenwert** für die Nettoauslandsposition empfiehlt sich ein Wert von 60% des BIP. Diese Schwelle leitet sich aus den Überlegungen zur Leistungsbilanz ab (vgl. Fußnote 11). Ob der Schwellenwert symmetrisch oder asymmetrisch gestaltet sein soll, kann indes diskutiert werden. Für eine asymmetrische Schwelle – also lediglich eine Untergrenze, die eine negative Nettoauslandsposition und damit eine nicht nachhaltige Schuldnerposition des Landes vertritt – spricht, dass eine positive Nettoauslandsposition das Land als Nettogläubiger nicht in Schwierigkeiten bringt.

Allerdings exponieren hohe Auslandsforderungen einer Volkswirtschaft diese gegenüber dem Risiko exogener Schocks – etwa Wirtschaftskrisen bei Haupthandelspartnern. Dies erhöht die Ansteckungsgefahr.

In Abwägung dieser Argumente spricht viel für **symmetrische, absolute Schwellenwerte** für die Nettoauslandsposition. Dies steht im Gegensatz zu den von uns favorisierten asymmetrischen Schwellenwerten im Feld der Leistungsbilanz. Doch eine Obergrenze für die Nettoauslandsposition als Bestandsgröße würde lediglich das Ergebnis einer längeren Entwicklung markieren – nicht jedoch den jährlichen Weg dorthin (wie im Falle der Leistungsbilanz als Stromgröße). Aus diesem Grund erscheint eine Obergrenze für die Nettoauslandsposition als ordnungspolitisch unproblematisch.

Realer effektiver Wechselkurs: Asymmetrischer, relativer Oberwert

Realer effektiver Wechselkurs basierend auf Lohnstückkosten.

Die nominalen Wechselkurse innerhalb der Eurozone sind durch den Euro als einheitliche Währung fixiert. Zur Bestimmung der Preiswettbewerbsfähigkeit eines Landes bedient man sich daher des realen effektiven Wechselkurses als Hilfsgröße. Dieser ist ein fiktiver Wechselkurs, der den Preis eines Warenkorbes verschiedener Länder miteinander vergleicht. Um die Entwicklung des Preisniveaus zu berücksichtigen, wird die nominale Entwicklung der Lohnstückkosten herangezogen.

¹¹ Somit errechnet sich die Schwelle des Leistungsbilanzdefizits analog zur Defizitschwelle im Vertrag von Maastricht. Denn bei einer angenommenen nominalen Wachstumsrate von 5% des BIP bleibt bei einem Leistungsbilanzdefizit von 3% die Nettoauslandsverschuldung auf einem Niveau von 60% des BIP konstant. Die Defizit- und Verschuldungsgrenzen datieren aus der Zeit des Vertrags von Maastricht (1993). Die Annahme war ursprünglich, dass bei einem nominalen Wachstum des BIP um 5% ein Schuldenstand von 60% gehalten werden könne, wenn das Defizit bei 3% des BIP liegt. Im Umkehrschluss bedeutet das, dass sich die Defizitquote auf das 0,6-fache des nominalen Wachstums belaufen muss.

¹² Vgl. etwa Schwarzer, D. und S. Dullien (2009). Die Eurozone braucht einen außenwirtschaftlichen Stabilitätspakt. SWP Aktuell 27. Stiftung Wissenschaft und Politik. Berlin.



Der reale effektive Wechselkurs wird von Eurostat in Bezug auf die Haupthandelspartner der Eurozone¹³ berechnet. Insbesondere für Länder der EWU ist der reale effektive Wechselkurs ein wichtiges Instrument zur Darstellung der relativen Preiswettbewerbsfähigkeit bzw. deren Veränderung über die Zeit. Er kann dazu dienen, Fehlentwicklungen in der nationalen Produktivität aufzudecken.

Falls der Schwellenwert überschritten wird, muss die nähere Analyse jedoch auch auf weitere Faktoren achten. So kann der Anstieg von Lohnstückkosten kurzfristig durchaus Folge eines zyklischen Aufschwungs sein.¹⁴ Die Entwicklung der Lohnstückkosten wird allerdings auch vom öffentlichen Sektor beeinflusst. So besteht etwa die Ansicht,¹⁵ dass öffentliche Löhne sowohl prozyklisch steigen als auch hoch korreliert mit der Lohnentwicklung des Privatsektors sind – der öffentliche Sektor aber bei der Produktivität deutlich hinter dem privaten hinterherhinkt. Vor diesem Hintergrund könnte sich eine strikte Beschränkung der öffentlichen Ausgaben empfehlen, um eine Volkswirtschaft mittelfristig preiswettbewerbsfähig zu machen.

Da der reale effektive Wechselkurs die relative Wettbewerbsfähigkeit der Länder der Eurozone abbildet, empfiehlt sich ein **asymmetrischer, relativer Oberwert**. Es bietet sich an, diese Obergrenze am Inflationskriterium der Maastricht-Kriterien zu orientieren. So darf die Inflation eines Euro-Kandidaten nicht höher als 1,5 Prozentpunkte als der Durchschnitt der drei EU-Länder mit der niedrigsten Teuerung liegen. Daraus lässt sich als Schwellenwert ableiten, dass sich der reale effektive Wechselkurs nicht höher als 1,5 Prozentpunkte der jährlichen Steigerungsrate der nominalen Lohnstückkosten im Euroraum bewegen darf.

Häuserpreise: Asymmetrischer, absoluter Oberwert

Realer Anstieg der Häuserpreise. Diesen Indikator empfiehlt die Kommission in ihrem ersten Vorschlag vom 30. Juni. Im Gesetzesentwurf vom 29. September ist er jedoch nicht enthalten. Wie wir bereits oben festgehalten haben, können Spekulationsblasen – etwa im Finanz- oder Immobiliensektor – Leistungsbilanzdefizite verursachen. Im Falle einer Immobilienblase steigen die Häuserpreise unverhältnismäßig, und der Zuwachs der Wertschöpfung verschiebt sich vom handelbaren in den nicht handelbaren Sektor. Aus diesem Grund wäre es empfehlenswert, auch diesen Indikator in einem makroökonomischen Scoreboard zu berücksichtigen – auch, wenn die Kommission ihn in ihrem jüngsten Vorschlag nicht weiter aufführt.¹⁶

Es empfiehlt sich ein **asymmetrischer, absoluter Oberwert**. In diesem Zusammenhang schlägt die Literatur eine Obergrenze eines jährlichen Preisanstiegs von 6% vor.¹⁷ Mehr noch als bei allen anderen Indikatoren muss die Analyse beim Überschreiten dieses Schwellenwertes auf Randfaktoren Rücksicht nehmen. Wichtige

¹³ Dies sind die EU-27 ohne Luxemburg sowie die Türkei, Schweiz, Norwegen, USA, Kanada, Japan, Australien, Mexiko und Neuseeland.

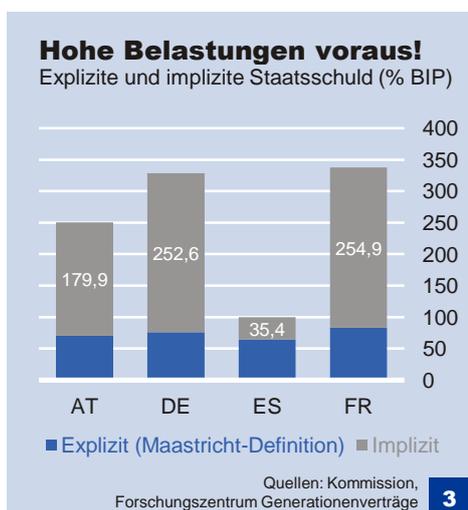
¹⁴ Zyklische Gründe für den langfristigen Anstieg der Lohnstückkosten einiger Euroländer gegenüber anderen Euroländern schließt die Kommission (2009: 25) in der Vergangenheit jedoch aus. Denn trotz zyklischen Gleichlaufs haben sich die Unterschiede in der Preiswettbewerbsfähigkeit zwischen den Euroländern massiv ausgeweitet.

¹⁵ Holm, F., K. Hadulla, A. Lamo, J. Pérez und Ludger Schuknecht (2010). Public wages in the euro area - towards securing stability and competitiveness. ECB Occasional Paper 112. Frankfurt.

¹⁶ Unabhängig davon findet seit geraumer Zeit eine Debatte statt, inwiefern die EZB Entwicklungen der Assetpreise künftig stärker in ihrem geldpolitischen Kurs berücksichtigen sollte.

¹⁷ Vgl. Agnello L. und L. Schuknecht (2010). Booms and busts in housing markets. Determinants and implications. ECB Working Paper No. 1071. Frankfurt.

**Öffentlicher Schuldenstand:
Asymmetrischer, absoluter Oberwert
nach Maastricht**



**Verschuldung des Privatsektors als
Bestandsgröße nicht empfehlenswert**

Fragen sind etwa, ob der Anstieg der Häuserpreise sich nur auf Metropolregionen bezieht oder durchgehend vorherrscht, wie die Finanzierungssituation privater Bauprojekte ist und wie hoch die Bauanträge für die Folgejahre liegen. Eine verlässliche Datenbasis für die umfassende Analyse des realen Anstiegs der Hauspreise liegt im Entwurfsstadium vor – das gesamte Eurogebiet ist jedoch noch nicht abgedeckt.¹⁸

Verschuldung des öffentlichen Sektors. Dies ist der einzige Indikator, der auch bereits im Rahmen der fiskalischen Überwachung des Stabilitäts- und Wachstumspakts angewandt wird. Die Staatsverschuldung wird in der Regel im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung dargestellt. Eine hohe Staatsverschuldung kann die Wettbewerbsfähigkeit und Wachstumsaussichten eines Landes beeinträchtigen: Denn neben einer erhöhten Steuerbelastung für Privathaushalte und Unternehmen bedeutet eine hohe Staatsverschuldung höhere Zinszahlungen, die dem Staat zunehmend die Möglichkeit nehmen, in wachstumsfördernde Projekte (z.B. Infrastruktur, Bildung etc.) zu investieren. Weiterhin antizipieren Konsumenten angesichts steigender Staatsverschuldung die künftigen Belastungen und konsumieren in der Gegenwart weniger.¹⁹

Im Falle der Staatsverschuldung empfiehlt sich ein **asymmetrischer, absoluter Schwellenwert**. Die Diskussion über den Schwellenwert stellt sich jedoch nicht mehr, denn dieser wird bereits durch die Maastricht-Obergrenze von 60% des BIP festgelegt.²⁰ Zu überlegen wäre, ob das Scoreboard die **implizite Staatsverschuldung** – und damit die zukünftigen Zahlungsverpflichtungen der EU-Länder aus ihren Sozialkassen – ebenfalls berücksichtigen sollte. Die implizite Staatsverschuldung macht beispielsweise in Deutschland – je nach Berechnungsmethode – rd. 250% des BIP aus.²¹ Durch Strukturreformen lässt sie sich jedoch beachtlich senken. Die implizite Staatsverschuldung zeigt die mangelnde Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen auf. Wäre sie Bestandteil des Indikatoren-satzes, könnte dies den Reformdruck für einzelne Staaten erhöhen. Die Aufnahme eines Indikators zur Messung der impliziten Staatsverschuldung in ein Scoreboard zur makroökonomischen Steuerung ist daher anzuraten. Eine verlässliche Datenbasis für die EWU existiert bislang jedoch nicht.

Verschuldung des Privatsektors. Dieser letzte vorgeschlagene Indikator misst die Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen. In der Regel wird er ins Verhältnis zum BIP gesetzt. Sparneigung und Höhe der privaten Verschuldung sind in den Ländern der EWU durchaus unterschiedlich und zum Teil historisch bedingt. Eine im internationalen und intertemporalen Vergleich übermäßige

¹⁸ Vgl. Eurostat (2010). Experimental house price indices for the euro area and the European Union. Research Paper. Luxemburg. Dezember.

¹⁹ Reitschuler und Cuaresma (2004) weisen diese ricardianische Äquivalenz exemplarisch für Österreich, Dänemark, Deutschland, Griechenland, Irland, Luxemburg, Spanien, Schweiz und Norwegen nach.

²⁰ In der Literatur (etwa Reinhart/Rogoff 2010) wird alternativ eine Oberschwelle von 90% genannt, jenseits derer ein hoher Schuldenstand auch das Wachstum negativ beeinflussen kann. Eine Erhöhung des Schwellenwertes auf 90% des BIP wäre jedoch nicht zielführend, da ein Schuldenstand von 90% des BIP langfristig nicht mit den geringen Wachstumsperspektiven und mittelfristig absehbar höheren Zinsen zu vereinbaren wäre. Weiterhin wäre für das Scoreboard kein höherer Schwellenwert sinnvoll, da ansonsten die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts in ihrer – verbliebenen, doch mittlerweile gestärkten politischen Wirkkraft – unterminiert würden.

²¹ Raffelhüschen, B. (2010). Ehrbarer Staat? Staatsverschuldung wirksam begrenzen. Folienvortrag auf der Fachtagung der Stiftung Marktwirtschaft am 1. Dezember. Berlin.



Makroökonomisches Scoreboard: Alter Wein in neuen Schläuchen?

Die Problematisierung makroökonomischer Ungleichgewichte in der EWU ist nicht neu. Bereits 2008 thematisierte die Europäische Kommission in ihrem Bericht zum zehnjährigen Bestehen der Eurozone das Bestehen makroökonomischer Ungleichgewichte – ebenso wie DB Research*. Das gleiche gilt für den ersten Quartalsbericht 2009 der Kommission, in der sie explizit vor den negativen Auswirkungen makroökonomischer Spannungen auf die Realwirtschaft der Eurozone warnte.

Auch der Steuerungsansatz, der im Rahmen des präventiven Arms makroökonomischer Überwachung vorgeschlagen wurde, ist nicht neu. Scoreboard-Ansätze zur Steuerung und Koordinierung nationaler Politiken wurden in den letzten Jahren bereits von den G20 und der OECD vorgeschlagen.

- Die OECD veröffentlicht seit 1995 im Zweijahrestakt das Scoreboard Science, Technology and Industry. Ein System mehrerer Indikatoren soll einen internationalen Vergleichsrahmen zur Bewertung von Forschungs- und Technologiepolitik gewährleisten.
- Im Vorfeld des G20-Gipfels im November 2010 wurde seitens der Vereinigten Staaten eine Koordinierung der Leistungsbilanzen vorgeschlagen. Jenseits eines Leistungsbilanzüberschusses bzw. -defizits von 4% des BIP solle Peer Pressure innerhalb der G20 ein weiteres Über- bzw. Unterschließen verhindern. Der Vorschlag wurde jedoch nicht ins Abschlusskommuniqué des Gipfels aufgenommen.

Auch die Europäische Kommission hat mit dem Scoreboard Binnenmarkt 1997 ein Bewertungsinstrument politischer Prozesse eingeführt. Es bewertet, wie schnell und wie erfolgreich Mitgliedstaaten Richtlinien zum gemeinsamen Markt in nationales Recht umsetzen. Allerdings ist der Ansatz des Scoreboard Binnenmarkt mit dem aktuell diskutierten Ansatz nicht vergleichbar: Ein besonderes Merkmal makroökonomischer Steuerung über ein Scoreboard ist, dass die Entwicklung makroökonomischer Indikatoren nicht ausschließlich über nationale Wirtschaftspolitik steuerbar ist. Sie hängt von einer Vielzahl von Faktoren ab, die nicht immer in der Hand nationaler Wirtschaftspolitik liegen.

*Vgl. Becker (2008).

Verschuldung des Privatsektors ist grundsätzlich ein guter Indikator für eine potenzielle Fehlallokation von Kapital. Eine übermäßige Verschuldung ist häufig Ausdruck der Tatsache, dass das Zinsniveau des Landes in den vorangegangenen Jahren niedrig war und eine hohe private Verschuldung förderte. Eine Folge können Spekulationsblasen an Aktien- und Immobilienmärkten und somit hohe Risiken für den Finanzsektor sein²² – und damit in letzter Konsequenz auch für die öffentliche Hand.

Allerdings ist die Verschuldung des Privatsektors als Bestandsgröße per se vergangenheitsbezogen. Daher ist zu empfehlen, anstelle des Verschuldungsgrades des Privatsektors das **private Kreditwachstum** als Indikator zu untersuchen. Das Kreditwachstum verhält sich tendenziell prozyklisch zum Wirtschaftswachstum. Um dieser Eigenschaft Rechnung zu tragen, würde sich daher ein Schwellenwert eignen, der sich stärker an der nominalen Wachstumsrate des Bruttoinlandsproduktes orientiert als dies im Falle der Bestandsgröße der Verschuldung des Privatsektors der Fall wäre. Als Schwellenwert empfiehlt sich somit eine **asymmetrische, relative Obergrenze**.

Wie könnte diese relative Obergrenze aussehen? Könnte eine relative Schwelle mit Quartilen zielführend sein? Folgt man dem Quartilsansatz der Kommission von Juni 2010, so würden aus der Gesamtheit der Wachstumsraten aller Länder über einen längeren Zeitraum Quartile gebildet. Der obere Quartilswert, der 75% der Verteilung umfasst, würde dann einen relativen, asymmetrischen Oberwert bilden. Eine tentative Beobachtung des Kreditwachstums an den privaten Sektor (Haushalte, Nicht-Finanzunternehmen und Non-Profit-Organisationen) aller Euroländer seit dem Jahr 2000 ergibt einen Wert für das Kreditwachstum von knapp über 10% als oberes Quartil der Verteilung.²³

Dieser Wert liegt zwar weit über dem nominalen Trendwachstum der Euroländer – kann jedoch pauschal nicht als zu hoch klassifiziert werden. Eine länderspezifische Analyse muss daher die genauen Ursachen des hohen Kreditwachstums finden. Ist es beispielsweise realwirtschaftlichen Aufholprozessen oder der Kapitalbildung („*financial deepening*“) in einzelnen Ländern geschuldet, wäre ein höheres Kreditwachstum durchaus als nachhaltig zu werten. Ist es einem allgemein niedrigen Zinsniveau oder einer Asset-Preis-Blase geschuldet, würde diese Einschätzung nicht zutreffen. Umgekehrt kann geringes Kreditwachstum auch auf eine geringe Binnen- nachfrage oder exportgetriebenes Wachstum zurückzuführen sein.

Diese Überlegungen zeigen, dass die von der Kommission vorgeschlagene Quartilmethode mit relativen Schwellenwerten noch stärker als Indikatoren mit absoluten Schwellenwerten länderspezifische und kontextbezogene Faktoren (z.B. bezogen auf Konvergenzprozesse) berücksichtigen muss. Besonders problematisch ist im Hinblick auf die Quartilmethode, dass Fehlentwicklungen der Vergangenheit zu einem falsch ausgerichteten Schwellenwert füh-

²² Wie Borio und Lowe (2002) zeigen, ist ein schnelles Kreditwachstum immer dann besonders gefährlich für die gesamtwirtschaftliche Stabilität, wenn es mit einem starken Anstieg der Asset-Preise einhergeht.

²³ Es ist zu fragen, ob ein Rückblick über 10 Jahre ausreichend ist oder ob nicht eine längere Beobachtung über mehrere Kredit- und Konjunkturzyklen hinweg sinnvoll wäre. So lag das Kreditwachstum seit dem Jahr 2000 in einer Phase starken Wachstums und exzessiver Kreditvergabe in einigen Ländern höher als – nach enger Auslegung nach Orientierung am nominalen Wirtschaftswachstum – eigentlich als nachhaltig zu werten gewesen wäre. In Ermangelung eines verlässlichen Datensatzes für die gesamte Eurozone über einen längeren Zeitraum beschränken wir die Beobachtung jedoch vorerst auf diesen kurzen Zeitraum.

ren können: Wenn das Trendwachstum des Indikators exzessiv ist, neigt der Quartilsansatz dazu, potenzielle Gefahren zu unterschätzen.²⁴ Eine Alternative wäre, langfristige Durchschnitte des nominalen Wachstums mit dem langfristigen durchschnittlichen Kreditwachstum zu vergleichen. Dies wäre jedoch ebenfalls nicht zielführend, da dies eine mittelfristige Reaktion auf Fehlentwicklungen erschweren würde.

Eine genaue Bestimmung der Obergrenze muss in einer näheren Analyse erfolgen, der in dem Umfang dieser Studie nicht geleistet werden kann. Wir werden daher vorerst den relativen Schwellenwert von 10% Kreditwachstum p.a. nutzen, der sich aus einer Anwendung des von der Kommission vorgeschlagenen Quartilsansatzes auf die Jahre 2000-2010 ergibt.

Sechs Indikatoren könnten geeigneten Indikatorenansatz bilden

Aus den ursprünglichen Vorschlägen von Kommission und EZB und unseren Einschätzungen können wir somit folgenden Indikatorenansatz mit folgenden Schwellenwerten ableiten.

- **Leistungsbilanz:** Asymmetrische, absolute Unterschwellenwert: -3% (BIP)
- **Nettoauslandsposition:** Symmetrischer, absoluter Schwellenwert: +/-60% (BIP)
- **Realer effektiver Wechselkurs basierend auf Lohnstückkosten:** Asymmetrische, relative Obergrenze: Nicht mehr als 1,5 %-Punkte Abstand von der jährlichen Entwicklung der Lohnstückkosten in der Eurozone
- **Realer Anstieg der Häuserpreise:** Asymmetrischer, absoluter Oberwert: +6% p.a.
- **Verschuldung des öffentlichen Sektors:** Asymmetrischer, absoluter Oberwert: 60% (BIP)
- **Kreditwachstum des Privatsektors:** Asymmetrischer, relativer Schwellenwert von 10% p.a.

Die sechs Indikatoren umfassen alle drei Bereiche, in denen die Eurozone derzeit unter Problemen leidet: Externe Ungleichgewichte, interne Ungleichgewichte und Verschuldung. Weiterhin sind institutionelle Rahmenbedingungen für den Erfolg eines Scoreboard-Ansatzes wichtig. Sie sollen im nächsten Abschnitt diskutiert werden.

4. Institutionelle Erfolgsfaktoren

Neben stimmigen Indikatoren und adäquaten Schwellenwerten sind die institutionellen Rahmenbedingungen für den Erfolg eines Scoreboard-Ansatzes von entscheidender Bedeutung. Dies sind die Unabhängigkeit der beteiligten Institutionen, die Transparenz von Verfahren und Indikatorenberechnung, die effektive Einbindung in bestehende Prozesse der wirtschaftspolitischen Steuerung und Sanktionen nach Ermessen. Nachfolgend soll geprüft werden, inwiefern der Ansatz der Kommission diesen vier Kriterien gerecht wird.

Unabhängigkeit nur teilweise gegeben

a) Unabhängigkeit beteiligter Institutionen. Sofern der Scoreboard-Ansatz als Grundlage effektiver wirtschaftspolitischer Beratung dienen und in die Festlegung wirtschaftspolitischer Pro-

²⁴ Ein weiterer Faktor, der bei der Festlegung eines geeigneten Schwellenwertes beachtet werden muss, ist die Zukunft der Finanzmarktregulierung. So sieht die Baseler Vereinbarung vor, dass im Falle exzessiven Kreditwachstums ein antizyklischer Kapitalpuffer eingeführt werden soll. Dies soll die Verlusttragfähigkeit von Finanzinstituten im Krisenfall erhöhen und der makroprudentiellen Steuerung systemischer Risiken dienen. Es ist daher fraglich, ob es sinnvoll ist, die Schwellenwerte auf Grund historischer Daten festzulegen, wenn die Zukunft regulatorisch eine andere ist.



Kriterium der Transparenz voll erfüllt

Wirtschaftspolitische Koordinierung in der EU: Ein Überblick

Im Zusammenhang mit der wirtschaftspolitischen Koordinierung in der Eurozone wird von Stabilitäts-, Konvergenz- und nationalen Reformprogrammen gesprochen.

Wirtschaftspolitische Koordinierung

- Nationale Reformprogramme werden jährlich im Zuge der wirtschaftspolitischen Koordinierung basierend auf den *Grundzügen der Wirtschaftspolitik* entworfen. Die *Grundzüge der Wirtschaftspolitik*, die im Dreijahrestakt bestimmt werden, enthalten einen allgemeinen Teil mit Vorgaben für alle EU-Mitgliedstaaten und einen Teil mit länderspezifischen Vorgaben. Die Grundzüge sind Teil der Integrierten Leitlinien, die zudem noch die Leitlinien für Beschäftigungspolitik erhalten.

Fiskalpolitische Koordinierung

Stabilitätsprogramme der Euroländer enthalten quantitative Mittelfristziele, die so genannten *Medium Term Objectives* (MTOs), an denen sich die Fiskalpolitik orientieren muss. Ist das Mittelfristziel nicht erreicht, muss das strukturelle Defizit um 0,5% des BIP jährlich reduziert werden. Der Weg zu diesem Ziel wird in den Stabilitätsprogrammen vorgezeichnet.

- In den Konvergenzprogrammen definieren die Nicht-Euroländer Anpassungspfade ihrer öffentlichen Defizite, und zeichnen die voraussichtliche Entwicklung der öffentlichen Schuldenquote vor.

Nur schwacher Sanktionshorizont

grammatik mit einbezogen werden soll, so muss die erhebende Institution unabhängig sein. Im Hinblick auf die Bewertung der Scoreboard-Indikatoren ist Unabhängigkeit gegeben, da die Indikatoren des Scoreboards von der Europäischen Kommission festgelegt und von Eurostat erhoben werden. Anders sieht es im korrekativen Arm aus. Während die Kommission in ihrem Ermessen Unabhängigkeit genießt, wird zur Einleitung eines Ungleichgewichtsverfahrens ein Votum des Ministerrats benötigt. Da das Ungleichgewichtsverfahren von Abstimmungs- und Abstufungsmodus in etwa dem alten Defizitverfahren gleicht, ist auf der zweiten Stufe die Möglichkeit zur politischen Einflussnahme durchaus gegeben.²⁵

b) Transparenz von Verfahren und Indikatorenberechnung. Die Berechnung der Indikatoren und Warnschwellen muss transparent erfolgen, um deren Informationsfunktion zu gewährleisten. Nur so kann die Politik auch unabhängig von möglichen Sanktionen bereits über die Informationsfunktion der Indikatoren und ihren Einfluss auf die Märkte beeinflusst werden.

Die Vorschläge der Kommission erfüllen das Kriterium der Transparenz vollkommen. So wird das Verfahren in einschlägigen Verordnungen offengelegt, und die statistische Methodik von Eurostat und Kommission ist ebenfalls transparent.²⁶

c) Einbindung in bestehende Prozesse der wirtschaftspolitischen Steuerung. Die Wirksamkeit eines Scoreboard-Ansatzes ist dann gegeben, wenn er in formale Prozesse der Wirtschaftspolitik eingebunden ist und diese auch programmatisch beeinflussen kann. Anderenfalls droht die Gefahr, dass die Aussagen der Indikatoren im politischen Tagesgeschäft nicht wahrgenommen werden. Im Falle europäischer Wirtschaftspolitik empfiehlt sich daher eine künftige Einbindung von Scoreboard-Ansätzen in das Europäische Semester, das die bisherigen Koordinierungsansätze der Fiskalpolitik (Stabilitäts- und Wachstumspakt) und der allgemeinen wirtschaftspolitischen Koordinierung (Grundzüge der Wirtschaftspolitik) miteinander vereint (vgl. Box).

Noch ist es jedoch nicht so weit: Weder wurde eine Einbindung in den Gesetzesentwürfen konkretisiert, noch wurde der Ablauf des *Ungleichgewichtsverfahrens* in den bisher veröffentlichten Gesetzesentwürfen hinreichend definiert. Das vorläufige politische Bekenntnis, das Scoreboard in bestehende Prozesse der wirtschaftspolitischen Koordinierung zu integrieren reicht nicht aus.

d) Sanktionen nach Ermessen. Neben dem Druck der Märkte, der über erhöhte Transparenz gesteigert werden kann, können Sanktionsmechanismen die Wirksamkeit von Scoreboard-Ansätzen steigern. Allerdings sind im Falle makroökonomischer Fehlentwicklungen automatische Sanktionsmechanismen nicht zielführend. Denn im Extremfall würde ein Land für Fehlentwicklungen bestraft werden, die es nicht zu verantworten hat. Aus diesem Grund muss Sanktionen im Falle eines makroökonomischen Scoreboards immer eine Ermessenskomponente zeitlich vorgeschaltet werden.

Folgerichtig soll nach den Entwürfen der Kommission Sanktionen eine grundsätzliche Ermessensentscheidung zu Grunde liegen. Das bedeutet jedoch auch, dass das Drohpotenzial des Sanktionshorizonts noch schwächer ausfallen dürfte als unter dem gegenwärtigen Stabilitäts- und Wachstumspakt.

²⁵ Die vorliegenden Vorschläge können im weiteren Gesetzgebungsprozess noch weiteren Änderungen unterliegen.

²⁶ Vgl. etwa European Statistics Code of Practice des Europäischen Statistischen Systems (ESS).

Exemplarisches Makro-Scoreboard

Leistungsbilanz (% BIP). Asymmetrischer Unterwert: -3%

	BE	DE	EE*	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI*	SK*	FI	EWU
2006	3,4	6,6	-15,7	-3,7	-12,8	-9,0	-1,8	-2,0	-7,0	10,4	-9,2	9,0	3,3	-10,8	-2,4	-8,3	4,6	0,3
2007	3,9	7,6	-17,2	-5,5	-15,7	-10,0	-2,2	-1,8	-11,7	10,1	-6,2	8,4	4,0	-10,2	-4,5	-5,1	4,2	0,2
2008	1,1	6,7	-8,8	-5,6	-16,4	-9,6	-2,7	-3,1	-17,7	5,3	-5,6	4,8	3,7	-12,5	-6,8	-6,9	3,5	-0,8
2009	2,0	5,0	4,5	-3,1	-14,0	-5,5	-2,9	-3,2	-8,5	6,7	-6,1	3,4	2,6	-10,4	-1,3	-3,4	1,3	-0,7
2010	1,7	4,8	4,1	-1,1	-10,6	-4,8	-3,3	-3,2	-6,1	8,4	-3,9	5,2	3,0	-10,7	-0,7	-2,9	1,3	-0,5

Quelle: Europäische Kommission

Nettoauslandsposition (% BIP). Symmetrischer Schwellenwert: +60%, -60%

	BE	DE	EE*	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI*	SK*	FI	EWU
2010	44,8	38,1	-83,8	-103	-89,2	-95,8	-11,9	-20,6	35,4	85,3	12	17,1	-13,5	-113	-37,5	-69,5	-6,4	-11,4

Quelle: IWF

Realer effekt. Wechselkurs. Asymmetr. Oberwert: +1,5% Abweich. v. Durchschn. der nom. Lohnstückkostenentw.

	BE	DE	EE*	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI*	SK*	FI	EWU
2006	0,8	-3,1	6,8	2,5	1,1	2,1	1,1	1,2	-0,7	:	0,7	-0,2	0,2	-0,7	0,1	4,4	-0,7	-0,5
2007	1,4	-0,8	14,5	3,9	1,5	3,3	1,0	1,2	-1,6	:	3,2	0,9	-0,2	0,0	0,8	8,4	-0,4	1,6
2008	2,8	0,2	11,6	6,8	2,8	3,3	1,3	2,7	0,5	:	3,0	1,4	-0,3	1,0	2,2	8,6	3,7	3,4
2009	1,5	2,9	0,0	-3,1	1,0	-1,7	0,1	1,9	3,7	:	-0,4	2,6	1,7	0,9	6,0	9,7	5,6	3,9
2010	-2,0	-4,3	-8,2	-8,3	-2,4	-3,2	-2,0	-2,8	-0,7	:	-4,4	-2,9	-1,7	-1,8	-1,8	-5,3	-3,5	-7,1

Quelle: Europäische Kommission. EWU-Lohnstückkosten (nominal) 2005: 1,6; 2006: 1,1; 2007: 1,5; 2008: 3,6; 2009: 4,0; 2010: -0,6

Anstieg der realen Häuserpreise. Asymmetrischer Oberwert: +6%

	BE	DE	EE*	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI*	SK*	FI	EWU
2006	6,1	-2,0	:	:	:	:	:	:	:	:	10,9	2,4	:	:	:	6,8	5,0	
2007	6,7	-6,0	:	:	7,1	10,3	:	:	:	:	9,4	3,1	:	:	18,1	20,0	5,3	2,2
2008	0,4	-1,0	:	:	-3,6	-1,3	:	:	-1,3	-1,0	6,4	1,5	:	:	27,8	29,4	-0,7	0,4
2009	1,4	-0,5	:	:	4,3	-7,4	:	:	0,3	0,5	-6,0	-2,6	:	:	-12,2	-12,2	-6,6	-2,0
2010	-1,6	:	:	:	-8,0	-4,6	:	:	-0,1	-0,1	-0,3	-4,9	:	:	-7,8	-6,4	8,8	-2,0

Quellen: Eurostat, Europäische Kommission

Öffentliche Verschuldung (%BIP). Asymmetrischer Oberwert: 60%

	BE	DE	EE*	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI*	SK*	FI	EWU
2010	98,6	75,7	8,0	97,4	140,2	64,4	83,0	118,9	62,2	18,2	70,4	64,8	70,4	82,8	40,7	42,1	49,0	84,1

Quelle: Europäische Kommission

Kreditwachstum: Kreditvergabe an Unternehmen. Asymmetrischer Oberwert: +10%**

	BE	DE	EE*	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI*	SK*	FI
2005	4,8	-1,6	60,6	25,2	9,7	27,5	7,8	5,2	:	10,5	:	6,4	6,1	4,7	21,3	:	9,2
2006	7,2	3,4	60,3	34,1	6,8	31,2	9,7	12,5	13,6	11,8	18,1	7,3	6,6	7,4	23,3	:	8,9
2007	12,8	7,4	32,3	22,0	17,3	19,4	14,1	13,1	29,9	22,6	8,8	16,7	7,5	11,5	35,2	23,6	13,9
2008	11,7	10,2	5,9	5,6	17,0	6,8	10,6	6,9	37,5	28,6	19,2	9,2	12,1	13,9	18,4	14,9	18,2
2009	-8,8	-4,8	-4,8	-11,1	-8,4	-3,7	-2,1	-2,2	5,8	-9,9	3,8	5,0	-0,6	1,7	1,4	-3,5	-7,1

Quellen: EZB, DB Research

Kreditwachstum: Kreditvergabe an Privathaushalte. Asymmetrischer Oberwert: +10%**

	BE	DE	EE*	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI*	SK*	FI
2005	15,0	0,2	69,0	11,3	27,3	28,7	11,1	11,7	:	5,9	:	7,7	22,8	10,0	25,0	:	15,0
2006	11,1	0,0	63,0	17,2	22,2	20,7	11,4	9,8	13,0	4,2	17,3	3,6	-1,1	15,2	25,7	:	12,9
2007	5,3	-1,3	33,9	11,3	17,2	12,5	10,7	7,8	16,1	8,6	13,9	1,5	6,0	10,8	26,7	27,8	11,1
2008	-19,1	-0,7	11,1	-4,9	3,2	4,7	5,7	0,9	18,5	1,0	10,8	-0,9	5,8	4,4	14,8	24,9	7,9
2009	-9,0	0,2	-2,8	-3,4	1,1	-0,8	2,9	5,9	8,6	6,3	9,2	0,3	0,2	4,1	7,5	10,6	5,3

*Slowenien trat 2007 der Eurozone bei; die Slowakei 2009; Estland 2011. Überschrittene Warnschwellen in den Jahren vor EWU-Mitgliedschaft sind nicht markiert.

**Für das Jahr 2010 liegen noch keine Werte vor. Daher betrachten wir das Kreditwachstum der Jahre 2005-2009.

Quellen: EZB, DB Research



5. Exemplarisches Scoreboard

Die gegenüberliegende Seite zeigt ein exemplarisches makroökonomisches Scoreboard, das die oben diskutierten Indikatoren umfasst. Bestandsgrößen werden jeweils für das Jahr 2010 angeführt, während Stromgrößen für einen Zeitraum der letzten fünf Jahre erfasst werden. Die Jahre, in denen der Schwellenwert überschritten wird, sind grau markiert.

Estland noch außerhalb der Wertung

Als 17. Euroland ist Estland ebenfalls gelistet. Allerdings ist das Land von unserer Bewertung ausgenommen, da es zum angegebenen Zeitpunkt noch kein Eurozonenmitglied war. Das gleiche gilt für Slowenien und die Slowakei für den Zeitraum vor ihrer Mitgliedschaft in der Eurozone.

Leistungsbilanz und Nettoauslandsposition: Verlässliche Indikatoren

Ein Blick auf den Indikator der **Leistungsbilanz** zeigt, dass die vier Länder Griechenland, Irland, Spanien und Portugal in den letzten Jahren deutlich über dem von uns vorgegebenen Schwellenwert von 3% des BIP lagen. Auch Italien hatte in den Jahren 2008 bis 2010 Leistungsbilanzdefizite von über 3% des BIP.²⁷ Gleichzeitig weisen auch die Slowakei und Slowenien überproportionale Leistungsbilanzdefizite auf. Diese sind jedoch einem hohen Direktinvestitionsaufkommen geschuldet, das diese Länder im Rahmen ihres realwirtschaftlichen Aufholprozesses verbuchen konnten. Ein ähnliches Bild zeigt sich auch im Falle der **Nettoauslandsposition**. Irland, Griechenland, Spanien und Portugal haben die Unterschwellenlinie von 60% weit überschritten, d.h. es liegt eine hohe Auslandsverschuldung bei diesen Ländern vor. Die Slowakei hat den Schwellenwert ebenfalls überschritten – wenn auch in geringerem Maße.

Hätte es in den Jahren vor der Krise einen sanktionsbewehrten makroökonomischen Steuerungsmechanismus gegeben, der diese beiden Indikatoren beachtet hätte, so hätte es eine Chance gegeben, Verwerfungen wie in der Vergangenheit zu verhindern.

Realer effektiver Wechselkurs: Kein verlässlicher Frühwarner

Blicken wir auf den **realen effektiven Wechselkurs**, so zeigt sich, dass dieser Indikator als Frühwarner nur im Falle von Irland gegriffen hätte – nicht jedoch im Falle von Griechenland, Spanien oder Portugal. Dies ist auf die Tatsache zurückzuführen, dass der Spielraum von 1,5%, der im Rahmen der Maastricht-Kriterien galt, aus größeren Inflationsdifferenzialen abgeleitet war. Da die Inflationsdifferenziale innerhalb der EWU zwar noch bestehen, jedoch nicht mehr so groß sind, empfiehlt sich daher ein engerer Schwellenwert. Eine Bewertung des **Anstiegs der realen Häuserpreise** in seiner Aussagekraft als Indikator fällt derzeit schwer, da die Datenbasis unvollständig ist. Es bleibt abzuwarten, ob die realen Häuserpreise als Teil des Indikatorensetzes in späteren Gesetzesvorschlägen noch auftauchen werden.

Anstieg der realen Häuserpreise: Datenbasis unvollständig

Öffentlicher Schuldenstand: Schwellenwert problematisch, aber ohne Alternative

Ein Blick auf die **öffentlichen Schuldenstände** in der Eurozone zeigt, dass alle Länder bis auf Luxemburg, Slowenien, Slowakei und Finnland den Schwellenwert von 60% des BIP nachhaltig überschritten haben. Auch im Vorkrisenjahr 2007 lagen bereits 9 der damals 15 Euroländer über der 60%-Schwelle. Die Krise hat durch Einnahmeausfälle und umfangreiche Konjunkturprogramme die Lage allenfalls verschlimmert, jedoch nicht ausgelöst. Es bleibt festzuhalten, dass die Schuldenstandsschwelle von 60% einerseits – gemessen am Potenzialwachstum der Länder – zu hoch ist. Andererseits liegt sie im Hinblick auf die Identifikation von Fehlentwicklungen zu niedrig. Eine andere Schuldenschwelle kommt gleichwohl nicht in Frage, zumal eine abweichende Vorgabe ein falsches Signal für die haus-

²⁷ Als kleine Länder klammern wir Zypern und Malta aus unserer Betrachtung aus.

haltspolitische Koordinierung setzen würde. Somit bleibt festzuhalten, dass die Aufnahme des öffentlichen Schuldenstandes als Indikator im Scoreboard nur begrenzt sinnvoll ist. Die implizite Staatsverschuldung, die oben angesprochen wurde, kann hingegen noch nicht aufgenommen werden, da eine verlässliche Datenbasis fehlt. Gleichwohl wäre es empfehlenswert, sie zu einem späteren Zeitpunkt aufzunehmen.

**Wachstum der Kreditvergabe:
Schwellenwert weiterhin
problematisch**

Der letzte Indikator ist das **Wachstum der Kreditvergabe**. Hier fällt eine aussagekräftige Differenzierung zwischen den einzelnen Euroländern schwer. So fällt auf, dass im Jahr 2007 und 2008 das Wachstum der Kreditvergabe an Unternehmen besonders hoch war – und zwar in allen Ländern. Die Kreditvergabe an Unternehmen hängt nicht nur mit der Binnenkonjunktur zusammen, sondern etwa auch mit der Entwicklung der Exportnachfrage und dem allgemeinen Zinsniveau. Bei jüngeren Euroländern Slowenien und Slowakei kommt noch ein erhöhter Investitionsbedarf hinzu, der im Zuge des anhaltenden Konvergenzprozesses notwendig ist. Auch der Blick auf die Kreditvergabe an Privathaushalte zeigt durchweg starkes Wachstum der Kreditnachfrage in den Jahren 2006 und 2007. Eine Differenzierung nach Ländern fällt gleichwohl auch hier schwer. Dies lässt den Schluss zu, dass das Wachstum der Kreditvergabe als Indikator eines makroökonomischen Scoreboards allenfalls Aussagekraft für die gesamte Eurozone hat. Wirtschaftspolitische Empfehlungen für einzelne Mitgliedstaaten lassen sich jedoch nicht ableiten.

Die Gesamtschau aller dieser Indikatoren legt den Schluss nahe, dass eine wirtschaftspolitische Steuerung der Eurozone entlang eines Scoreboards nicht hilfreich wäre, wenn es ausschließlich die gegenwärtig diskutierten Indikatoren umfasste. Dies lässt sich auch durch eine Anpassung der Schwellenwerte nicht ändern. Zu empfehlen wäre allenfalls ein gestuftes Scoreboard, das Leistungsbilanzungleichgewichte in ihrer Aussagekraft als Indikatoren über andere Indikatoren stellt. Beim Bruch der Leistungsbilanzschwelle könnte dann eine nähere Analyse die weiteren Indikatoren umfassen, um ein genaueres Bild der Lage zu zeichnen.

6. Fazit

Der Vorschlag, ein makroökonomisches Scoreboard im Rahmen einer breit angelegten wirtschaftspolitischen Steuerung der Eurozone einzuführen, ist ein Schritt in die richtige Richtung.

Dennoch bleiben wichtige Fragen offen, was auch eine Bewertung von Scoreboard-Ansätzen als wirtschaftspolitisches Steuerungswerkzeug schwierig macht.

**Vergangenheitsorientierung
problematisch**

— Scoreboard-Ansätze sind **per se vergangenheitsorientiert**. Makroökonomische Spannungen als Fehlentwicklungen der Vergangenheit sind ein endogener Faktor für die Gestaltung des Scoreboards. Diese Endogenität bewirkt, dass die Bewertung des Steuerungsinstruments nur verzerrt erfolgen kann, sofern untersucht wird, ob das Analysewerkzeug vergangene negative Entwicklungen sicher erkannt hätte.

Politik ist flexibel

— Weiterhin ist es nicht sicher, ob eine Überwachung über einen Scoreboard-Ansatz nicht auch zu Vermeidungsverhalten führen könnte. So könnte sich die Politik eines Landes bewusst ändern, um einer Bestrafung zu entgehen – nicht jedoch, um die eigentlich intendierten Ziele des Scoreboards zu verfolgen (sog.



Lange Zeitspanne nicht hilfreich

- Lucas-Kritik**²⁸). Im Ergebnis kann dies zu falscher Politik führen, und die beabsichtigte Beeinflussung nationaler Politik über das Scoreboard geht dann nicht in die richtige Richtung.
- Ein weiterer einschränkender Faktor ist die **lange Zeitspanne**, die zwischen Indikatorenanalyse, Politikempfehlung, Ungleichgewichtsverfahren und Sanktionen innerhalb der angestrebten makroökonomischen Koordinierung liegt. Diese lässt eine wirkungsvolle wirtschaftspolitische Steuerung allenfalls über einen längeren Zeitraum zu.

Kommissionsvorschläge können diese Probleme nicht abschließend lösen

Diesen drei grundsätzlichen Kritikpunkten begegnen die **Vorschläge der Kommission** nur bedingt. Zwar gibt die Kommission an, dass sich die Zusammensetzung des Indikatorenansatzes im Laufe der Zeit ändern könne. Es ist jedoch zu bezweifeln, ob dies das Problem der strukturellen Vergangenheitsorientierung hinreichend lösen kann. Besser wäre es, den Indikatorenansatz um zukunftsgerichtete Skalen zu erweitern – etwa um Indikatoren, die Investitionen, Aspekte der Demographie oder – ganz langfristig gedacht – Bildung umfassen.

Um dem Dilemma der Lucas-Kritik zu begegnen gibt die Kommission zwar an, dass der korrektive Arm eher die Befolgung wirtschaftspolitischer Maßnahmen bewerten würde als numerische Einhaltung der Zielvorgabe. Allerdings ist eine ausgewogene qualitative Analyse von Maßnahmen schwieriger, weniger transparent, lässt politischen Interpretationsspielraum und entwertet den quantitativen Indikatorenansatz des Scoreboards in gewissem Maße.

Auch die Perspektiven hinsichtlich der langen Zeitspanne sind nicht gut: Obwohl noch nicht hinreichend durch Gesetzesvorlagen definiert, liegt nahe, dass der Zeitraum bis zu Sanktionen Jahre umfassen könnte.

Vorschläge sind verbesserungswürdig

Die Vorschläge der Kommission können diese drei strukturellen Schwächen von Scoreboard-Ansätzen nicht lösen. Hinzu kommt, dass der Sanktionshorizont aller Voraussicht nach nicht glaubhaft sein wird. Sanktionen sollen nach einem ähnlichen Muster wie dem „alten Defizitverfahren“ verhängt werden. Somit besteht die Möglichkeit politischer Einflussnahme nach wie vor. Dies kann auch die geplante Einbindung in bestehende Prozesse wirtschaftspolitischer Koordinierung (Europäisches Semester) nicht ändern.

Die derzeit diskutierten Vorschläge für ein Scoreboard zur makroökonomischen Koordinierung in der Eurozone sind somit verbesserungswürdig. Insbesondere die Warnschwellen und die Einbindung des Scoreboards in bestehende Prozesse der wirtschaftspolitischen Koordinierung in der Eurozone müssen noch näher definiert werden.

Im Idealfall könnte das Scoreboard dann komplementär zur impliziten Koordinierung, die vom Druck der Kapitalmärkte ausgeht, funktionieren. So haben die letzten Jahre gezeigt, dass Kapitalmärkte in ihrer Bewertung nicht immer rational reagieren.²⁹ Ein Makroökonomisches Scoreboard könnte die Transparenz erhöhen und damit den Märkten helfen, angemessen zu reagieren und im Bedarfsfall über erhöhte Risikoprämien adäquat zu sanktionieren.

Somit liegt der Schluss nahe, dass der vorgeschlagene Scoreboard-Ansatz allenfalls mittelfristig die nationalen Wirtschaftspolitiken der Mitgliedstaaten beeinflussen kann. Das Scoreboard könnte einen

²⁸ Lucas, R. E. (1976). *Econometric Policy Evaluation: A Critique*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Band 1, S. 41.

²⁹ Dies zeigt etwa die relative Unterbewertung der Länderrisiken einiger Euroländer in den Jahren vor der Krise und die darauf folgende Übertreibung in den ersten Monaten des Jahres 2010.

guten Dienst im Sinne von Informationstransparenz leisten und politischen Druck erzeugen. Weiterhin wäre es ein überzeugendes Signal dafür, dass die Länder der Eurozone ihre Koordinationsaufgabe künftig ernster nehmen werden als in der Vergangenheit. Nicht mehr, aber auch nicht weniger.

Nicolaus Heinen (+49 69 910 31713, nicolaus.heinen@db.com)



Literatur

- Agnello L. und L. Schuknecht (2010). Booms and Busts in housing markets. Determinants and implications. ECB Working Paper No. 1071. Frankfurt.
- Arbeitsgruppe (2010). Strengthening Economic Governance in the EU. Report of the Task Force to the European Council. Brüssel.
- Becker, W. (2008). Der Euro wird zehn. Den Kinderschuhen entwachsen. EU-Monitor. Deutsche Bank Research. Frankfurt.
- Borio, C. und P. Lowe (2002). Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus. BIS Working Paper No. 114. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich. Basel.
- Eurostat (2010). Experimental house price indices for the euro area and the European Union. Research Paper. Luxemburg. December
- EZB (2010). Reinforcing Economic Governance in the Eurozone. Frankfurt.
- Gräf, B. (2007). US-Leistungsbilanzdefizit: Keine Panik! Aktuelle Themen 389. DB Research. Frankfurt, S. 5.
- Holm, F., K. Hadulla, A. Lamo, J. Pérez und Ludger Schuknecht (2010). Public wages in the euro area – towards securing stability and competitiveness. ECB Occasional Paper 112. Frankfurt.
- Kommission (2009). Quarterly Report on the Euro Area I/2009. Brüssel.
- Kommission (2010a). Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs – Tools for stronger EU economic governance. Kommissionsdokument COM (2010) 367/2. Brüssel.
- Kommission (2010b). Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prevention and correction of macroeconomic imbalances. Kommissionsdokument (2010) 527. Brüssel.
- Lucas, R. E. (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Band 1, S. 41.
- Reinhart, C. und K. Rogoff (2010). Growth in a Time of Debt. NBER Working Paper 15639. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.
- Reitschuler, G. und C. Cuaresma (2004). Ricardian Equivalence Revisited: Evidence from OECD countries. Economics Bulletin, Vol. 5, No. 16 (2004), S. 1–10.
- Schwarzer, D. und S. Dullien (2009). Die Eurozone braucht einen außenwirtschaftlichen Stabilitätspakt. SWP Aktuell 27. Stiftung Wissenschaft und Politik. Berlin.

US-Finanzmarktreform: Die Ökonomie des Dodd-Frank Acts Finanzmarkt Spezial, Nr. 77	6. Dezember 2010
Globale Finanzzentren nach der Krise Finanzmarkt Spezial, Nr. 76	30. November 2010
Gasschwemme erreicht Europa: Starke Effekte auf Preise, Sicherheit und Marktstruktur Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 75	27. Mai 2010
Schuldenbremsen für Euroland: Mit nationalen Schuldenregeln den Stabilitätspakt stärken Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 74	19. Mai 2010
Plädoyer für einen Finanzsektorstabilisierungsfonds Finanzmarkt Spezial, Nr. 73	10. Mai 2010
Globale Bankentrends nach der Krise Finanzmarkt Spezial, Nr. 67	16. Dezember 2009
Mit Klimasteuern die Haushalte sanieren? Zur Debatte in der EU Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 72	26. November 2009

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite www.dbresearch.de
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

© Copyright 2011. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.
Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.
In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.
Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg