

Boysen-Hogrefe, Jens et al.

Research Report

Das europäische Verfahren zur Vermeidung und Korrektur
makroökonomischer Ungleichgewichte: Auswertung der bisherigen
Erfahrung und mögliche Reformansätze

Kieler Beiträge zur Wirtschaftspolitik, No. 7

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Boysen-Hogrefe, Jens et al. (2015) : Das europäische Verfahren zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte: Auswertung der bisherigen Erfahrung und mögliche Reformansätze, Kieler Beiträge zur Wirtschaftspolitik, No. 7, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/110449>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Nr. 7

Kieler Beiträge **zur Wirtschaftspolitik**

Institut für
Weltwirtschaft Kiel

*Jens Boysen-Hogrefe, Klaus-Jürgen Gern,
Dominik Groll, Nils Jannsen, Stefan Kooths,
Martin Plödt, Björn van Roye, Joachim Scheide
und Tim Schwarzmüller*

**Das europäische Verfahren zur Ver-
meidung und Korrektur makroökono-
mischer Ungleichgewichte – Aus-
wertung der bisherigen Erfahrung
und mögliche Reformansätze**

KIELER BEITRÄGE ZUR WIRTSCHAFTSPOLITIK

Herausgegeben vom Institut für Weltwirtschaft

24100 Kiel

Tel: +49/431/8814-1; Website: <http://www.ifw-kiel.de>

In der Reihe der Kieler Beiträge zur Wirtschaftspolitik veröffentlicht das Institut für Weltwirtschaft Forschungsergebnisse zu wirtschaftspolitischen Themen, für deren Inhalte die Autoren selbst verantwortlich sind. Die in den Arbeiten abgeleiteten wirtschaftspolitischen Empfehlungen spiegeln nicht notwendigerweise die Empfehlungen des Instituts für Weltwirtschaft wider.

ISSN 0455-0420

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel 2015.

Alle Rechte vorbehalten. Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es auch nicht gestattet, das Werk oder Teile daraus in irgendeiner Form (Fotokopie, Mikrofilm oder einem anderen Verfahren) zu vervielfältigen oder unter Verwendung elektronischer Systeme zu verarbeiten oder zu verbreiten.

Das europäische Verfahren zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte – Auswertung der bisherigen Erfahrung und mögliche Reformansätze

Autoren:

**Jens Boysen-Hogrefe, Klaus-Jürgen Gern, Dominik Groll,
Nils Jannsen, Stefan Kooths, Martin Plödt, Björn van Roye,
Joachim Scheide und Tim Schwarzmüller**

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	1*
Executive Summary	9*
1 Einleitung und Überblick	1
2 Das Ungleichgewichtsverfahren und seine Einbettung in das Europäische Semester	2
2.1 Ablauf des Ungleichgewichtsverfahrens	2
2.2 Einbettung in das Europäische Semester	3
2.3 Position in der Gesamtstruktur europäischer Koordinationsprozesse für die Wirtschaftspolitik (Governance)	5
3 Theoretische Fundierung	9
3.1 Konzeptionelle Beurteilung	10
3.1.1 Makroökonomische Ungleichgewichte und pervasive Koordinationsdefekte	10
3.1.2 Krisenerklärung: Finanzkrisen und Kapitalstockverzerrung	13
3.1.3 Wettbewerbsfähigkeit, Konvergenz und wirtschaftliche Koordinierung	17
3.1.4 Gesamtbild	18
3.2 Beurteilung der Einzelindikatoren	20
3.2.1 Leistungsbilanzsaldo und Nettoauslandsposition	20
3.2.2 Wettbewerbsfähigkeit: Realer effektiver Wechselkurs, Lohnstückkosten und Weltmarktanteile	26
3.2.3 Arbeitslosenquote	29
3.2.4 Hauspreise und Verschuldungsindikatoren	29
3.3 Weiterentwicklung	31
3.3.1 Zinsniveauperzerrung als makroökonomischer Koordinationsdefekt	31
3.3.2 Strukturauffälligkeiten und Kapitalstockverzerrung	31
3.3.3 Soziale Spannungs- und Entwicklungsindikatoren	32
4 Empirische Evaluierung	34
4.1 Literaturüberblick	35
4.2 Scoreboard-Variablen und Grenzwerte	38
4.3 Krisendefinitionen	39
4.4 Methodik	40
4.5 Evaluierung I: Scoreboard-Grenzwerte	43
4.6 Evaluierung II: Optimierung der Grenzwerte	45
4.7 Robustheitstests	50
4.7.1 Alternative Prognosehorizonte	50

II Inhaltsverzeichnis

4.7.2	Erweiterung mit anderen Industrieländern und Datenquellen	51
4.8	Weiterentwicklung	52
4.8.1	Kombination von Variablen	52
4.8.2	Berücksichtigung alternativer Indikatoren	54
	Längerfristige Abweichung des kurzfristigen Zinses vom natürlichen Zins	54
	Veränderung der Aktienkurse	55
	Konzentrationsmaß für sektorale Investitionen	55
	Alternative Transformation der Indikatoren: Abweichung vom Trend	56
	Ergebnisse	57
4.9	Fazit	59
5	Analyse des präventiven Arms	61
5.1	Frühwarnbericht und vertiefende Länderberichte	61
5.2	Darstellung und Kritik des Verfahrens	63
5.3	Transparenz und Konsistenz der Analyse	63
5.3.1	Frühwarnberichte	63
5.3.2	Vertiefende Analysen	69
	Internationale Wettbewerbsfähigkeit	72
	Leistungsbilanzüberschuss	73
	Wettbewerb im Dienstleistungssektor	74
	Schlussfolgerungen	74
5.3.3	Die wirtschaftspolitischen Empfehlungen in den vertiefenden Analysen	75
5.4	Konsistenz von vertiefenden Länderberichten und länderspezifischen Empfehlungen	76
5.5	Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen	78
5.6	Erfahrungen mit makroökonomischer Überwachung anderer Institutionen	81
5.7	Beurteilung des Verfahrens und Möglichkeiten der Weiterentwicklung	83
6	Analyse des korrektiven Arms	84
6.1	Ablauf des Verfahrens	84
6.2	Beurteilung und Möglichkeiten der Weiterentwicklung	85
7	Grundlegende Überlegungen und Empfehlungen für eine Reform des Ungleichgewichtsverfahrens	89
7.1	Anwendungsbedingungen	89
7.2	Schärfung der theoretischen Fundierung	90
7.3	Empirischer Befund und Indikatorenempfehlung	91
7.4	Verfahrenskritik	94
	Literatur	96

Anhang A	101
Anhang B	116
Anhang C	119
Anhang D	123

Verzeichnis der Tabellen

<i>Tabelle 4.1:</i>	Ergebnis-Matrix für Signalansatz	40
<i>Tabelle 4.2:</i>	Evaluierung mit einem Prognosehorizont von $t+2$ bis $t+5$ Jahren	44
<i>Tabelle 4.3:</i>	Optimale Grenzwerte	46
<i>Tabelle 4.4:</i>	Evaluierung auf Basis der optimierten Schwellenwerte (NSR)	47
<i>Tabelle 4.5:</i>	Evaluierung auf Basis der optimierten Schwellenwerte (Verlustfunktion)	50
<i>Tabelle 4.6:</i>	Evaluierung von Kombinationen der Indikatoren. Optimierung auf Basis der Verlustfunktion.	53
<i>Tabelle 4.7:</i>	Evaluierung alternativer Indikatoren auf Basis der optimierten Grenzwerte (Verlustfunktion)	57
<i>Tabelle 4.8:</i>	Optimale Grenzwerte für die alternativen Indikatoren	58
<i>Tabelle 5.1:</i>	Ergebnisse der vertiefenden Länderberichte	62
<i>Tabelle 5.2:</i>	Anzahl der Scoreboard-Indikatoren mit Überschreitung der Schwellenwerte und Anfertigung einer vertiefenden Analyse 2012–2014	64
<i>Tabelle A1:</i>	Scoreboard-Datenbank der EU Kommission	101
<i>Tabelle B1:</i>	Krisen 1970-2012 nach Leaven/Valencia (2012)	116
<i>Tabelle C1:</i>	Evaluierung mit einem Prognosehorizont von $t+2$ bis $t+4$ Jahren	119
<i>Tabelle C2:</i>	Evaluierung mit einem Prognosehorizont von $t+2$ bis $t+6$ Jahren	119
<i>Tabelle C3:</i>	Evaluierung mit einem Prognosehorizont von t bis $t+3$ Jahren	120
<i>Tabelle C4:</i>	Evaluierung mit einem Prognosehorizont von t bis $t+4$ Jahren	120
<i>Tabelle C5:</i>	Erweitertes Länder-Panel. Evaluierung mit einem Prognosehorizont von $t+2$ bis $t+5$ Jahren	121
<i>Tabelle C6:</i>	Erweitertes Länder-Panel. Optimale Grenzwerte	121
<i>Tabelle C7:</i>	Erweitertes Länder-Panel. Evaluierung auf Basis der optimierten Schwellenwerte (NSR)	122
<i>Tabelle C8:</i>	Erweitertes Länder-Panel. Evaluierung auf Basis der optimierten Schwellenwerte (Verlustfunktion)	122
<i>Tabelle D1:</i>	Übersicht über Frühwarnberichte und Länderanalysen	123
<i>Tabelle D2:</i>	Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2012–2013	132

Verzeichnis der Abbildungen

<i>Abbildung 2.1:</i>	Zeitlicher Ablauf des Ungleichgewichtsverfahrens	5
<i>Abbildung 2.2:</i>	Struktur der wirtschaftspolitischen Steuerung in der EU	7
<i>Abbildung 4.1:</i>	Prognosehorizont – schematische Darstellung	42
<i>Abbildung 5.1:</i>	Stand der Umsetzung länderspezifischer Empfehlungen	79
<i>Abbildung 5.2:</i>	Umsetzungsfortschritte bei den länderspezifischen Empfehlungen nach Ländern	80
<i>Abbildung 5.3:</i>	Umsetzungsfortschritte bei den länderspezifischen Empfehlungen aus den vertiefenden Analysen nach Ländern	80
<i>Abbildung 6.1:</i>	Ablauf des Verfahrens im korrektiven Arm	84
<i>Abbildung A1:</i>	Österreich	102
<i>Abbildung A2:</i>	Belgien	102
<i>Abbildung A3:</i>	Bulgarien	103
<i>Abbildung A4:</i>	Kroatien	103
<i>Abbildung A5:</i>	Zypern	104
<i>Abbildung A6:</i>	Tschechien	104
<i>Abbildung A7:</i>	Dänemark	105
<i>Abbildung A8:</i>	Estland	105
<i>Abbildung A9:</i>	Finnland	106
<i>Abbildung A10:</i>	Frankreich	106
<i>Abbildung A11:</i>	Deutschland	107
<i>Abbildung A12:</i>	Griechenland	107
<i>Abbildung A13:</i>	Ungarn	108
<i>Abbildung A14:</i>	Irland	108
<i>Abbildung A15:</i>	Italien	109
<i>Abbildung A16:</i>	Lettland	109
<i>Abbildung A17:</i>	Litauen	110
<i>Abbildung A18:</i>	Luxemburg	110
<i>Abbildung A19:</i>	Malta	111
<i>Abbildung A20:</i>	Niederlande	111
<i>Abbildung A21:</i>	Polen	112
<i>Abbildung A22:</i>	Portugal	112

<i>Abbildung A23:</i>	Rumänien	113
<i>Abbildung A24:</i>	Slowakei	113
<i>Abbildung A25:</i>	Slowenien	114
<i>Abbildung A26:</i>	Spanien	114
<i>Abbildung A27:</i>	Schweden	115
<i>Abbildung A28:</i>	Großbritannien	115
<i>Abbildung B1:</i>	Krisenübersicht nach Ländern	117
<i>Abbildung B2:</i>	Krisenübersicht nach Jahren	118

Verzeichnis der Kästen

<i>Kasten 2.1:</i>	Die Strategie Europa 2020	3
<i>Kasten 2.2:</i>	Vereinbarungen zur Intensivierung der wirtschaftspolitischen Koordination in der Europäischen Union seit 2010	6
<i>Kasten 4.1:</i>	Zu den Herausforderungen bei der empirischen Evaluierung von Frühwarnsystemen	34
<i>Kasten 5.1:</i>	Wie reagiert die Kommission mit vertiefenden Länderanalysen auf Signale des Scoreboards?	66
<i>Kasten 5.2:</i>	Wie reagiert die Kommission auf Signale des Scoreboards? Urteile der vertiefenden Analysen zum Ungleichgewicht	70
<i>Kasten 6.1:</i>	Zum Erfolg der Konditionalität der IWF-Hilfen	87

Zusammenfassung

Das europäische Verfahren zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte (kurz: Ungleichgewichteverfahren) zielt darauf ab, makroökonomische Risiken frühzeitig zu erkennen und den Aufbau von gefährlichen makroökonomischen Ungleichgewichten zu verhindern bzw. bestehende Ungleichgewichte zu verringern, um krisenhaften Entwicklungen im europäischen Binnenmarkt und speziell in der Währungsunion vorzubeugen. Die Basis hierfür bildet das aus 11 Haupt- und 28 Hilfsindikatoren bestehende Scoreboard, mit dem ein für alle EU-Länder einheitliches makroökonomisches Monitoringsystem geschaffen wurde. In jährlichen Frühwarnberichten (Alert Mechanism Reports) werden die Ergebnisse des Scoreboards ausgewertet. Sofern Entwicklungen von bestimmten Indikatoren anhand von Schwellenwerten als problematisch erkannt werden, kann dies zu vertiefenden Länderanalysen (In-Depth Reports) führen, in denen der ökonomische Gehalt der Indikatorsignale interpretiert und gegebenenfalls wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen gezogen werden. Die wirtschaftspolitischen Empfehlungen sind Teil des präventiven Arms, der zur eigentlichen Krisenabwehr dienen soll. Darüber hinaus existiert ein korrektiver Arm, der im Fall von exzessiven Ungleichgewichten die Vorlage von sanktionsbewährten Anpassungsprogrammen Umsetzung verlangt.

Das vorliegende Gutachten bewertet das Ungleichgewichteverfahren hinsichtlich des Verfahrensablaufs (Kapitel 2) sowie der theoretischen Fundierung (Kapitel 3) und der empirischen Bewährung (Kapitel 4) des Scoreboards. Ferner werden die bislang vorliegenden Anwendungserfahrungen (Berichtswesen und wirtschaftspolitische Empfehlungen) mit dem präventiven Arm geprüft (Kapitel 5) sowie die potenzielle Eignung des korrektiven Arms (Kapitel 6) untersucht. Sämtliche Teilergebnisse fließen in eine abschließende Gesamtempfehlung ein, die neben grundlegenden Überlegungen konkrete Verbesserungsvorschläge zusammenfassend aufzeigt (Kapitel 7).

Einbettung in das Europäische Semester straffen

Das Ungleichgewichteverfahren ist grundsätzlich zweckmäßig in das Europäische Semester eingebettet. Mit diesem wird eine intensivere wirtschaftspolitische Koordinierung und Überwachung der Mitgliedsländer ermöglicht. Die Aktualität des Datenstandes lässt allerdings Raum für Verbesserungen, und die inhaltliche Verklammerung des Verfahrens mit der Wachstumsstrategie „Europa 2020“ sollte aufgegeben werden.

Problematisch an der zeitlichen Taktung ist, dass sich der Frühwarnbericht auf den Datenstand der Scoreboard-Indikatoren im jeweils vorvergangenen Jahr bezieht (z. B. auf das Jahr 2012 im Fall des Frühwarnberichts 2014 vom November 2013). Dies verschärft das für die Frühwarnfunktion kritische Problem mangelnder Zeitnähe des Datenstandes. Zwar werden in den vertiefenden Länderberichten auch unterjährige Daten analysiert und aktuelle Tendenzen bei der Bewertung berücksichtigt. Gleichwohl könnten bei der Auswertung des Scoreboards aktuellere Informationen eingehen, indem Prognosen – etwa die Herbstprognose der EU-Kommission – für das laufende Jahr berücksichtigt werden. Durch den Rückgriff auf Prognosewerte dürfte die Datenunsicherheit nur geringfügig steigen, da die Herbstprognosen relativ spät im Jahr erstellt werden und daher üblicherweise bereits sehr nah am tatsächlichen Wert liegen.

Eine Schwachstelle in der Struktur der wirtschaftspolitischen Steuerung ist die Integration der Schlussfolgerungen des Ungleichgewichteverfahrens in die allgemeinen länderspezifischen Empfehlungen des Rates. Diese enthalten eine Vielzahl weiterer Vorgaben, die zur Erreichung der Vorgaben der Strategie Europa 2020 zielführend erscheinen. Es besteht die Gefahr, dass in einem

2* Zusammenfassung

solchen Gesamtdokument die Ansprache der makroökonomischen Risiken – und damit die zu ihrer Begrenzung vorgeschlagenen Politikschritte – ein zu geringes Gewicht erhält, während die Diskussion von Maßnahmen zur Verbesserung des Wachstumspotenzials und der Wirtschaftsstruktur im Sinne der Ziele von Europa 2020 dominiert.

Schärfung der theoretischen Fundierung dringend erforderlich

Die theoretische Fundierung des Ungleichgewichtsverfahrens ist unzureichend. Der explizit eklektische Ansatz lässt eine Interpretation der einzelnen Indikatoren in verschiedene Richtungen zu. Es ist weder ein theoretisches Gesamtkonzept noch eine in sich schlüssige Krisenerklärung erkennbar. Zwar sollen mit dem Scoreboard zunächst nur Signale für mögliche Fehlentwicklungen generiert werden, spätestens bei der Interpretation dieser Signale im Rahmen der eingehenden Überprüfung und der Formulierung von wirtschaftspolitischen Empfehlungen stellt sich aber die Frage nach der theoretischen Konzeption. Als problematisch erweist sich insbesondere, dass der für das gesamte Verfahren zentrale Begriff des „makroökonomischen Ungleichgewichts“ diffus bleibt und das Konzept der „nationalen Wettbewerbsfähigkeit“ einer volkswirtschaftlichen Analyse nicht adäquat ist.

Makroökonomische Ungleichgewichte sind als Symptom systematisch gestörter Koordinationsprozesse im Wirtschaftsgefüge aufzufassen. Bei der Ursachenanalyse für „makroökonomische Ungleichgewichte“ kann es nicht um „makroökonomische Trends“ gehen, die „das ordnungsgemäße Funktionieren der Wirtschaft“ beeinträchtigen, sondern umgekehrt darum, dysfunktionale Koordinationsmechanismen (Koordinationsdefekte) zu identifizieren, die aufgrund ihrer pervasiven (das gesamte Wirtschaftsgefüge durchdringenden) Eigenschaften symptomatisch auf die Entwicklung makroökonomischer Kennzahlen durchschlagen. Letztere sind Folge, nicht Ursache von „Ungleichgewichten“. Der Begriff der „makroökonomischen Trends“ suggeriert, dass es makroökonomische Erscheinungen gäbe, die aus sich selbst heraus destabilisierend wirken. Dies birgt die Gefahr, nicht die Ursachen von Fehlentwicklungen, sondern nur ihre Symptome zu bekämpfen, wodurch neue Verzerrungen im Wirtschaftsgefüge drohen. Bei dem Versuch, von makroökonomischen Größen auf Ordnungsdefekte zu schließen, muss man sich bewusst sein, dass sich diese zumeist in Strukturverwerfungen äußern, die aufgrund der Aggregation bzw. Durchschnittsbildung der makroökonomischen Betrachtung gar nicht oder nur verzögert entdeckt werden können.

Idealtypisch wäre die Überwachung der Wirtschaftspolitik als systematisches Institutionenscreening durchzuführen. Hierdurch könnten Hinweise auf dysfunktionale Rahmenbedingungen für marktwirtschaftliche Koordinationsprozesse gewonnen werden. Ein solches Verfahren setze unmittelbar an den Ursachen der Probleme und den Entscheidungsparametern der Wirtschaftspolitik an. Mit dem Scoreboard werden indes makroökonomische Variablen betrachtet, in denen sich unterschiedlichste Einflussgrößen niederschlagen – auch solche, die wirtschaftspolitisch überhaupt nicht kontrolliert werden können.

Der Begriff der „Wettbewerbsfähigkeit“ lässt sich nicht sinnvoll auf Wirtschaftsräume anwenden. Dieses konzeptionelle Defizit macht das Ungleichgewichtsverfahren extrem anfällig für Fehlinterpretationen. Dies zeigt sich insbesondere in der Überbetonung der güterwirtschaftlichen Dimension der Leistungsbilanz und den diversen nationalen Wettbewerbsfähigkeitsindikatoren. Im Kern reduziert sich der Wettbewerbsfähigkeitsbegriff auf das jeweilige Produktivitätsniveau in den Mitgliedsländern. Eine hohe Produktivität ist aber weder Voraussetzung für die Integration eines Landes in den europäischen Binnenmarkt oder in die Währungsunion, noch gehen von Produktivitätsdifferenzen systemische externe Effekte aus. Produktivitätsziele lassen sich an der mittelfristigen

Wachstumsstrategie „Europa 2020“ festmachen, deren laufende Überprüfung sollte aber nicht mit den für ein Krisenfrühwarnsystem erforderlichen Indikatoren vermengt werden.

Die Krisenanalyse wird in der theoretischen Fundierung des Ungleichgewichtsverfahrens nicht adäquat adressiert. Insbesondere fehlt eine Verknüpfung von realwirtschaftlicher Unwucht und finanzwirtschaftlicher Destabilisierung. Stattdessen wird ohne nähere Begründung auf eine mangelnde wirtschaftspolitische Koordinierung als Krisenerklärung rekurriert. Der realwirtschaftliche Hintergrund von Finanzkrisen, nämlich die Herausbildung nicht-marktfähiger Wirtschaftsstrukturen in Form einer massiven Produktions- und Kapitalstockverzerrung, die wiederum durch Fehlanreize im Finanzsektor (Zinsniveauperzerrung bzw. übermäßige Kreditexpansion) hervorgerufen wird, bleibt weitgehend unberücksichtigt. Damit bleibt unklar, welche konkreten Übertragungskanäle die Ausbreitung wirtschaftspolitischer Fehlentwicklungen in einem Mitgliedsland das Gemeinschaftsinteresse in systemdestabilisierender Weise beeinträchtigen können.

Weiterentwicklungen der Scoreboard-Indikatoren sollten sich aus theoretischer Perspektive auf diejenigen Symptome konzentrieren, die mit finanzwirtschaftlichen Übertreibungen einhergehen. Hierzu wäre das Scoreboard auf die Diagnose makroökonomischer Koordinationsdefekte hinsichtlich des Zinsniveaus und auf auffällige Befunde hinsichtlich der Wirtschaftsstruktur auszurichten und gegebenenfalls mit bestehenden finanzwirtschaftlichen Überwachungsinstanzen zu verknüpfen.

Indikatorenauswahl lässt Raum für Verbesserungen

Die Indikatorenauswahl für das Scoreboard sowie die Bestimmung der dazugehörigen Grenzwerte kann nicht mechanisch auf Basis einer empirischen Evaluierung erfolgen. Zum einen ist die für das Scoreboard zur Verfügung stehende Datenbasis recht spezifisch und relativ schmal für die Ableitung robuster Ergebnisse. Zum anderen sind die Ergebnisse der empirischen Evaluierung maßgeblich geprägt durch die jüngsten Finanzkrisen, die sich zukünftig in dieser Form nicht notwendigerweise wiederholen müssen. Deshalb ist es unerlässlich, die Indikatorenauswahl auch auf theoretische Überlegungen zu basieren und gegebenenfalls auch die Ergebnisse anderer empirischer Studien zu berücksichtigen, um das Scoreboard für die frühzeitige Identifikation von zukünftigen krisenhaften Entwicklungen auf ein möglichst breites und robustes Fundament zu stellen.

Die Indikatoren des Scoreboards können in drei Eignungsgruppen unterteilt werden. Eine Gruppe von Indikatoren ist sowohl aus theoretischer als auch aus empirischer Sicht nützlich für die frühzeitige Erkennung von krisenhaften Entwicklungen und sollte folglich im Scoreboard belassen werden. Eine zweite Gruppe von Indikatoren ist weder aus theoretischer Sicht noch aus empirischer Sicht nützlich für die frühzeitige Erkennung von krisenhaften Entwicklungen und sollte deshalb aus dem Scoreboard entfernt werden. Eine dritte Gruppe von Indikatoren weist aus empirischer oder theoretischer Sicht gewisse Schwächen auf. Diese Gruppe von Indikatoren sollte vorerst im Scoreboard belassen werden. Allerdings sollte sie zukünftig einer fortlaufenden Prüfung unterzogen werden, inwiefern sie durch geeignete Indikatoren ergänzt werden könnte oder die jeweiligen Grenzwerte einer Anpassung unterzogen werden sollten. So könnten sich beispielsweise durch eine Verbreiterung der Datenbasis neue Erkenntnisse ergeben oder aber Indikatoren verfügbar werden, die aus theoretischer Sicht äußerst nützlich sind, derzeit jedoch nicht zur Verfügung stehen.

Die realen Immobilienpreise, die Kreditvergabe an den privaten Sektor, die Verschuldung des privaten Sektors sowie die Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors sollten beibehalten werden. Diese Indikatoren sind aus theoretischer Sicht nützlich für die frühzeitige Erkennung von

4* Zusammenfassung

krisenhaften Entwicklungen. Zudem haben sie sich auch in anderen empirischen Studien als Frühindikatoren bewährt. Einige dieser Indikatoren haben in Verbindung mit den im Scoreboard in seiner derzeitigen Form gewählten Grenzwerten gemäß der in diesem Gutachten vorgenommenen empirischen Evaluierung zwar nur eine geringe prognostische Güte. Die empirische Evaluierung hat aber auch gezeigt, dass die prognostischen Fähigkeiten dieser Indikatoren durch eine Anpassung der Grenzwerte spürbar erhöht werden können. Deshalb wird empfohlen, die Grenzwerte für die Kreditvergabe an den privaten Sektor, die Verschuldung des privaten Sektors sowie die Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors spürbar abzusenken und sie somit restriktiver auszurichten.

Die Arbeitslosenquote und Lohnstückkosten sollten aus dem Scoreboard entfernt werden. Sie besitzen weder aus theoretischer noch aus empirischer Sicht einen besonderen Nutzen für die frühzeitige Erkennung von krisenhaften Entwicklungen.

Der Leistungsbilanzsaldo, das Netto-Auslandsvermögen, der real effektive Wechselkurs und die Exportmarktanteile sollten vorläufig beibehalten bleiben. Sie weisen aus theoretischer Sicht einige Schwächen auf, insbesondere sind sie anfällig für Fehlinterpretationen. Sie können dennoch nützlich für das Scoreboard sein, insbesondere wenn sie kombiniert analysiert werden. So sollte eine zunehmende Nettoauslandsverschuldung einer Volkswirtschaft mit dem Aufbau einer Produktionsbasis einhergehen, die eine zukünftige Bedienung der Auslandsverbindlichkeiten erwarten lässt. Sollte dies nicht der Fall sein und sich der Leistungsbilanzsaldo, der real effektive Wechselkurs oder die Weltmarktanteile mittelfristig nicht bessern, so könnten sich dadurch Risiken aufstürmen, die letztlich zu einer Destabilisierung des Finanzmarktes einer Volkswirtschaft beitragen können. Hierauf verweisen auch andere Ergebnisse aus der empirischen Literatur zur Krisenfrüherkennung.

Die Staatsverschuldung sollte trotz prognostischer Schwächen im Scoreboard belassen werden. Eine übermäßig hohe Staatsverschuldung kann destabilisierend auf den Finanzmarkt wirken und über implizite Haftungsverbünde insbesondere die Funktionsfähigkeit der Wirtschafts- und Währungsunion gefährden. Der bisher verwendete Grenzwert steht im Einklang mit den Maastricht-Kriterien und sollte aus Gründen der Einheitlichkeit des Regelwerkes beibehalten werden.

Die Prognosegüte für die derzeit im Scoreboard verwendeten Grenzwerte ist vergleichsweise gering und kann durch die Wahl optimierter Grenzwerte verbessert werden. Dies ist insbesondere für die Kreditvergabe an den privaten Sektor, die Verschuldung des privaten Sektors sowie die Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors der Fall. Für diese Indikatoren sollten die Grenzwerte auf Basis der empirischen Evaluation merklich abgesenkt werden. Für einige der Indikatoren (der Leistungsbilanzsaldo, das Netto-Auslandsvermögen, der real effektive Wechselkurs und die Exportmarktanteile) sind die optimierten Grenzwerte zum Teil wenig plausibel und zum Teil deutlich weniger restriktiv als die bisher verwendeten Grenzwerte. Dies widerspräche dem Grundgedanken des Scoreboards, bei dem es im Kern gerade darum geht, möglichst viele krisenhafte Entwicklungen frühzeitig zu signalisieren – wenngleich die Anzahl der Fehler 2. Art (irrtümliche Krisenwarnung) möglichst gering gehalten werden sollte. Es wird empfohlen, diese Indikatoren vorerst mit den derzeitigen verwendeten Grenzwerten im Scoreboard zu belassen, sie aber einer fortlaufenden Prüfung zu unterziehen.

Das Scoreboard sollte um die Abweichung des kurzfristigen Zinses vom natürlichen Zins, die realen Aktienkurse sowie ein sektorales Konzentrationsmaß für Investitionen erweitert werden. Alle drei Indikatoren sind theoretisch wohlfundiert und weisen bessere prognostische Eigenschaften auf als 10 der 11 bisher im Scoreboard verwendeten Indikatoren. Lang anhaltende und ausgeprägte Abweichungen des kurzfristigen Zinses vom natürlichen Zins stellen eine ernsthafte Bedrohung für die

Stabilität einer Volkswirtschaft dar, weil dadurch die Koordination von Ersparnissen und Investitionen verzerrt wird. Symptomatisch muss sich ein expansives monetäres Umfeld nicht zwangsläufig in einem unverhältnismäßig starken Anstieg der realen Immobilienpreise äußern, sondern es kann sich auch in anderen Bereichen einer Volkswirtschaft verzerrend bemerkbar machen. Welche Bereiche dies sind, ist ex ante nicht sicher. Mit den realen Aktienkursen wird die Preisentwicklung für eine weitere bedeutende Vermögenspreisklasse (ergänzend zum Immobilienbestand) in das Scoreboard integriert. Das Konzentrationsmaß für die Investitionstätigkeit trägt dem Problem Rechnung, dass die Fehlallokation von Kapital oftmals nicht gleichmäßig über alle Wirtschaftsbereiche streut, sondern in einzelnen Zweigen gehäuft auftritt. Dies kann, muss aber nicht der Immobiliensektor sein.

Die Transformation einiger Indikatoren als Abweichung von ihrer trendmäßigen Entwicklung kann die Prognosegüte spürbar verbessern. Dies trifft insbesondere auf die realen Immobilienpreise zu, aber auch auf die private Verschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Es wird deshalb empfohlen, diese Transformation für ausgewählte Indikatoren des Scoreboards in Betracht zu ziehen.

Empirisch zeigt sich, dass die Kombination von Indikatoren die Prognosegüte zum Teil spürbar verbessert. Allerdings kann eine rein datenbasierte Optimierung zum Teil zu wenig plausiblen Grenzwerten führen. Es wird deshalb angeregt zu überprüfen, ob die Aufnahme kombinierter Indikatoren grundsätzlich in die Systematik des Scoreboards passen würde. Sollte dies der Fall sein, so sollten weiterreichende Anstrengungen unternommen werden, um kombinierte Indikatoren abzuleiten, die einerseits eine sehr hohe prognostische Güte aufweisen und andererseits mit plausiblen Grenzwerten einhergehen.

Für die Weiterentwicklung des Scoreboards sollte die Datenbasis verbreitert werden. So stehen für einige der Indikatoren, die aus theoretischer Sicht von besonderer Bedeutung sind, wie z.B. Indikatoren für das Ausmaß der Fristentransformation im Finanzsektor oder für die sektorale Kreditkonzentration, gar keine oder nur sehr wenige Daten zur Verfügung. Zudem beruht die Evaluierung der Indikatoren des Scoreboards auf vergleichsweise kurzen Zeitreihen. Sollte die empirische Evaluierung zukünftig ein regelmäßiger Bestandteil bei der Weiterentwicklung des Scoreboards sein und die Grenzwerte verstärkt auf der Basis empirischer Analysen angepasst werden, so müsste die Datenbasis für die im Scoreboard verwendeten Indikatoren gestärkt werden oder es sollte, wenn möglich, auf Indikatoren zurückgegriffen werden, die für längere Zeiträume zur Verfügung stehen.

Fokussierung des Verfahrens auf die Krisenfrühwarnung

Der präventive Arm des Ungleichgewichtsverfahrens ist in der Umsetzung informativ, bringt aber nicht zuletzt aufgrund der schwachen theoretischen Fundierung erhebliche Probleme mit sich. Insbesondere besteht die Gefahr, Entwicklungen, die lediglich auf ein schwaches Potenzialwachstum oder eine konjunkturelle Schwäche zurückzuführen sind, mit makroökonomischen Fehlentwicklungen, die im Sinne des Ungleichgewichtsverfahrens das Gemeinschaftsinteresse in der Europäischen Union berühren, zu verwechseln. Ungeachtet dessen ist das Verfahren insofern sachgerecht, als dass relevante Fragen aus unterschiedlichen Perspektiven beleuchtet und so auf eine breitere Informationsbasis gestellt werden können. Insbesondere der Rückkopplungsprozess mit den nationalen Regierungen der betroffenen Länder und Konsultationen mit unabhängigen Experten verschiedener Richtung, geben den Frühwarnberichten und den vertiefenden Analysen eine informative Note.

Die vertiefenden Länderanalysen sollten stärker auf die Diagnose von makroökonomischen Entwicklungen gerichtet sein, die ein Krisenpotenzial bergen. Die vertiefenden Analysen dienen dazu, Art und Ausmaß der Ungleichgewichte abzuschätzen. Dabei erfolgt die Diskussion allerdings zum Teil entlang theoretisch problematischer Konzepte. Zudem wird nicht problematisiert, inwieweit die dargestellten Entwicklungen ein Risiko für die Stabilität des Landes und letztlich der EU (oder des Euroraums) darstellen. Soweit es sich bei den zugrunde liegenden Problemen lediglich um Ineffizienzen handelt, die zwar das Wachstumspotenzial des Landes beeinträchtigen, aber nicht das Risiko einer Krise mit erheblichen Übertragungseffekten bedingen, erscheint die Begründung für wirtschaftspolitischen Druck seitens der Kommission schwach.

Die länderspezifischen Empfehlungen sprechen makroökonomische Ungleichgewichte unzureichend an. Eine Reihe von in den Länderanalysen vorgeschlagenen Politikinitiativen, die direkt auf die Korrektur von makroökonomischen Ungleichgewichten im Sinne des Scoreboards gerichtet sind, fehlt in den länderspezifischen Empfehlungen der Kommission. Hingegen sind vielfach Empfehlungen enthalten, die zwar geeignet sein mögen, das Wachstum mittelfristig zu erhöhen, aber nicht an einer Problematik im Sinne des Ungleichgewichtsverfahrens ansetzen.

Die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen ist nach den bisherigen Erfahrungen unbefriedigend. Bislang wurde nur ein kleiner Teil der Empfehlungen von den einzelnen Ländern substantiell angegangen oder vollständig umgesetzt.

Erfahrungen anderer Institutionen zeigen, dass makroökonomische Überwachungsmechanismen in der Praxis mit erheblichen Schwächen behaftet sind. Zwar wurde vereinzelt frühzeitig auf Fehlentwicklungen hingewiesen. Sie waren aber in der Regel nur als Risikoansprache formuliert und in den Berichten wenig prominent positioniert. Auch blieben die entscheidenden Ungleichgewichte, die sich ex post als treibende Kräfte der Finanzkrisen herausgestellt haben, zum Teil unberücksichtigt. Daher sollten im Rahmen des Ungleichgewichtsverfahrens einmal angemahnte Fehlentwicklungen stets nachverfolgt und detailliert darüber berichtet werden.

Ob der korrektive Arm seine Aufgabe in vollem Umfang erfüllen kann, ist äußerst zweifelhaft. Zum einen ist die Zeitverzögerung bis zum Erkennen eines Ungleichgewichts beträchtlich. Infolge des diffusen Konzepts von Ungleichgewichten dürfte ein politischer Konsens über ein länderspezifisches korrekturbedürftiges Ungleichgewicht erst dann möglich sein, wenn sich dies bereits in einer Krise materialisiert hat. Darüber hinaus dürfte selbst bei einer Einigung über eine korrekturbedürftige Fehlentwicklung angesichts unterschiedlicher Entscheidungsinstanzen und eines starren Abstimmungsmechanismus so viel Zeit vergehen, dass der korrektive Arm zu spät greift.

Das Ungleichgewichtsverfahren kann wirtschaftspolitische Lernprozesse durch gegenseitige Überprüfung unterstützen, das zentrale Problem der Ownership bleibt aber ungelöst. Ob eine Außensicht („peer review“) tatsächlich Aspekte zu Tage fördern kann, die in dem jeweils betroffenen Land selbst noch nicht entdeckt worden sind, mag zwar unwahrscheinlich, aber nicht unmöglich sein. Typischerweise ist es jedoch so, dass sich die wirtschaftspolitischen Instanzen durchaus der relevanten Unzulänglichkeiten bewusst sind, aufgrund politischer Rücksichten (z.B. Diskrepanz zwischen Wirkungsverzögerung und Wahlzyklen) die notwendigen Entscheidungen jedoch zurückgestellt werden. Dies wirft die Frage auf, wie diese Hemmnisse überwunden werden können, inwiefern also auch für kurzfristig unpopuläre Maßnahmen bei den nationalen politischen wie administrativen Entscheidungsträgern „Ownership“ hergestellt werden kann. Anders als im Falle von IWF-Programmen sind die entsprechenden Anreize im Rahmen des Ungleichgewichtsverfahrens schwach. Schließlich geht es auf europäischer Ebene um die Wahrung des Gemeinschaftsinteresses (Systemstabilität),

ein Fehlverhalten eines Mitgliedslandes würde also hinsichtlich der negativen Konsequenzen nicht auf das Land selbst beschränkt bleiben. Die im Verfahren vorgesehenen Sanktionen sind angesichts der möglichen Schäden als vernachlässigbar einzustufen. Darüber hinaus sind sie im Falle von finanzpolitischen Versäumnissen kaum glaubwürdig.

Das Scoreboard sollte routinemäßig auf seine Aussagefähigkeit überprüft werden. Jedes an einem Kennzahlensatz (Scoreboard) aufsetzende Verfahren birgt das Problem, dass die quantitativ-formale Erfüllung der Kennzahlen die damit bezweckten materiellen Ziele in den Hintergrund drängt und insofern das Scoreboard seine Aussagefähigkeit im Zeitablauf einbüßen könnte. Dies spricht dafür, das Scoreboard – wie das Verfahren insgesamt – permanent zu evaluieren. Das unabhängige Evaluierungsbüro des IWF könnte hierfür ein Beispiel sein.

Eine ordnungspolitische Gesamtwürdigung verweist auf Abgrenzungsprobleme mit der Finanzmarktstabilitätsaufsicht

Das europäische Ungleichgewichteverfahren bewegt sich ordnungspolitisch im Spannungsfeld zwischen dem im EU-Vertrag verankerten Subsidiaritätsprinzip (wirtschaftspolitische Selbstverantwortung) und einer im Gemeinschaftsinteresse begründeten Abwehr destabilisierender ökonomischer Entwicklungen in einzelnen Mitgliedsländern (wirtschaftspolitische Überwachung). Sanktionsbewährte Eingriffe in die nationale Wirtschaftspolitik erfordern den Nachweis – zumindest aber eine gut begründete Plausibilisierung – dafür, dass die Unterlassung bestimmter wirtschaftspolitischer Entscheidungen in einem Mitgliedsland negativ auf die übrige Gemeinschaft in der Weise ausstrahlt, dass die Funktionsfähigkeit des gemeinsamen Marktes oder der Währungsunion gefährdet wird (systemische externe Effekte). Hierzu müssen die relevanten Übertragungskanäle sowie die systemischen Effekte konkret benannt und von solchen länderspezifischen Fehlentwicklungen abgegrenzt werden, die maßgeblich auf das jeweilige Land beschränkt bleiben.

Ohne Nachweis der Systemdestabilisierung ist der nationalen wirtschaftspolitischen Selbstverantwortung Vorrang einzuräumen. Alle das Subsidiaritätsprinzip konstituierenden Kriterien (Anreizkonstellation, Informationsstand, Instrumentenzugriff, demokratische Legitimierung) verweisen die Kompetenzzuordnung für die Wachstumspolitik auf die untere Ebene. Dies schließt nicht-systemische pekuniäre „externe“ Effekte mit ein, also solche Entwicklungen in einem Mitgliedsland, die sich in Form von Preis- bzw. Mengenanpassungen grenzüberschreitend innerhalb des gemeinsamen Marktes auswirken, ohne dessen Funktionsfähigkeit zu beeinträchtigen. Solche Effekte sind im Gegenteil Merkmale normaler Marktreaktionen. Sie sind hinzunehmen, auch wenn sie auf wirtschaftspolitischen Entscheidungen beruhen, die die übrigen Mitgliedsländer für falsch halten, weil sie ihren jeweiligen nationalen Interessen entgegenstehen. Entscheidend ist allein die Gefährdung der Systemstabilität. Aus diesem Grund zielt die Konzeption des Ungleichgewichteverfahrens auf die Diagnose gravierender Strukturprobleme zur Abwendung systemischer Krisen, so dass auch eine Anwendung im Sinne einer konjunkturellen Feinabstimmung zwischen den Mitgliedstaaten weder methodisch noch inhaltlich sinnvoll wäre. Darüber hinaus gilt generell, dass jede Ausweitung der Zielsetzung des Ungleichgewichteverfahrens seine Eignung als Krisenfrüherkennungsinstrument schwächen würde. Dies belegen Erfahrungen mit anderen supranationalen wirtschaftspolitischen Überwachungsinstanzen.

Die konsequente Ausrichtung des Ungleichgewichteverfahrens auf systemische externe Effekte rückt die Finanzsystemstabilität in den Mittelpunkt der Betrachtung, wodurch Kompetenzüberschneidungen mit anderen Überwachungsinstanzen drohen. Von keinem anderen ökonomischen

8* Zusammenfassung

Teilsystem gehen auch nur annähernd vergleichbare potenzielle Übertragungseffekte aus wie vom Finanzsystem. Dies liegt im Wesentlichen in dem auf Kreditdeckung beruhenden Geldwesen begründet, das die Zahlungssysteme anfällig macht, sobald im Bankensektor größere Wertberichtigungen vorgenommen werden müssen. Durch die enge grenzüberschreitende Verflechtung der Geschäftsbanken drohen Schieflagen typischerweise nicht auf das Land begrenzt zu bleiben, in dem diese ihren Geschäftsschwerpunkt haben. Für die Mitgliedsländer der Währungsunion ergibt sich ein zusätzliches Gemeinschaftsinteresse an der Einhegung von Ausfallrisiken im Geschäftsbankensektor und bedeutender Schuldner dadurch, dass sie gemeinschaftlich für das Kollateral im Eurosystem haften. Bei adäquater Regulierung des Finanzsektors, durch die sämtliche dort bislang wirksame Koordinationsdefekte (insbesondere die Aushöhlung des Haftungsprinzips) ausgeräumt wären, lassen sich nur schwerlich zwischenstaatliche Ansteckungseffekte vorstellen, die ein makroökonomisches Überwachungsverfahren erfordern würden. Die Überwachung der Finanzmarktstabilität, auf die sich das Ungleichgewichtsverfahren für ursachenadäquate Diagnosen und Therapievorschlüsse fokussieren müsste, wird aber bereits durch andere Gemeinschaftsinstitutionen wahrgenommen, die als Reaktion auf die jüngsten Finanzkrisen gestärkt wurden (Regelungen zur Bankenunion, Europäisches System der Finanzaufsicht). Dies spricht dafür, mögliche Synergien auszuloten und die Aufgaben der verschiedenen Überwachungsinstitutionen klar abzugrenzen, um problematische Kompetenzüberschneidungen zu beseitigen bzw. zu verhindern.

Executive Summary

Streamline integration into the European Semester

In general, the Macroeconomic Imbalance Procedure (MIP) is adequately embedded in the European Semester. A problem is, however, that the Scoreboard uses data which are relatively old, adding to the critical problem of timeliness of early warning signals. Using forecasts from the Commission's autumn forecast could improve on this without adding unacceptable data uncertainty. A weakness of the governance structure is the integration of the policy conclusions from the MIP into the general Country Specific Recommendations of the Council which raises the risk that macroeconomic imbalances are not appropriately addressed.

Theoretical foundations need to be improved

The theoretical foundation of the MIP is insufficient. Specifically, the critical concept of “macro-economic imbalance” remains unclear and the concept of “competitiveness” is not suitable in the context of macroeconomic analysis on a country level. Macroeconomic imbalances may be seen as symptoms of defective coordination processes. Monitoring of macroeconomic developments would ideally consist of a systematic screening of economic institutions in order to detect dysfunctional conditions for market mechanisms to work. The use of the concept of competitiveness in the context of national economies makes the MIP prone to misinterpretations. This is evident in the strong emphasis on the trade dimension of the current account and numerous competitiveness indicators. Furthermore, a proper crisis analysis and crisis theory are missing. The link between real-economy misallocation of resources and financial market destabilization is not appropriately clarified. Instead, lack of policy coordination is identified as a principal cause of the recent crisis without specific argumentative support. From a theoretical perspective, improvement of the scoreboard indicators should concentrate on including symptoms related to financial excesses.

Room for reshaping the set of Scoreboard indicators

The selection of scoreboard indicators and definition of thresholds cannot be done mechanically based on empirical evaluation due to problems with data availability and the limited number of crisis episodes and therefore needs to be augmented by theoretical considerations. According to our analysis, a number of indicators (real house prices, credit flow to the private sector, private sector debt and total debt of the financial sector) are particularly helpful for early crisis detection both from the theoretical and the empirical perspective. Thus, they should remain in the scoreboard, although thresholds could be improved. In contrast, the unemployment rate and the unit labor costs indicator are found to be empirically and theoretically useless and should be eliminated from the scoreboard. Additional variables that are theoretically well-founded and found to be relatively good predictors of crises include the deviation of the short-term interest rate from the natural rate, real stock prices, and a measure of sectoral concentration of investment activity. The transformation of some indicators into deviation from trend can improve predictive power significantly. Also, a combination of indicators may be considered in order to improve the quality of the signals.

MIP should focus on crisis prevention

The preventive arm of the MIP is generally appropriately designed, but there are problems due to the lack of rigor in its theoretical foundation. Specifically, there is the danger that macroeconomic developments that are just reflecting low potential output growth or cyclical factors be confused with macroeconomic imbalances that affect the common interest of the EU in the sense of the MIP. The In-depth Analyses should have a stronger focus on macroeconomic developments that have a potential to trigger a crisis. The Country Specific Recommendations (CSR) do not sufficiently reflect concerns over macroeconomic imbalances. Many policy initiatives suggested in the In-depth Analyses that directly relate to macroeconomic imbalances as monitored by the scoreboard have not been included in the CSR. Implementation of the CSR has been unsatisfactory so far judged by the assessment of the implementation progress by the Commission. With respect to the corrective arm, a substantial contribution to prevention or correction of imbalances cannot be expected, partly due to long time lags. Also, international experience suggests that “ownership” may be more important than institutional incentive mechanisms for the successful implementation of reform programs.

Overlap between MIP and financial stability supervision

In the European governance structure, the MIP needs to strike a balance between the principle of subsidiarity as given in the EU Treaty and interventions motivated by the threat of destabilizing macroeconomic developments in individual member countries (economic policy surveillance). Without convincing evidence that developments in one country are potentially destabilizing on an international level, self-responsibility of countries should be given absolute priority following the principle of subsidiarity within the EU. A consequent orientation of the MIP at dealing with systematic external effects puts the stability of the financial system into the focus as no other part of the economy is characterized by similarly large potential spill-overs. There are, however, already other institutions responsible for monitoring financial stability in the EU, which have been introduced or strengthened as reaction to the recent financial crises. Thus, the responsibilities of these institutions and the MIP need to be clarified and potential synergies should be realized.

1 Einleitung und Überblick

Das europäische Verfahren zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte (kurz: Ungleichgewichtsverfahren) ist Teil der sogenannten Six-Pack-Gesetzgebung zur Stärkung der europäischen makroökonomischen Governance aus dem Jahr 2011. Es zielt darauf ab, makroökonomische Risiken frühzeitig zu erkennen, den Aufbau von gefährlichen makroökonomischen Ungleichgewichten zu verhindern bzw. bestehende Ungleichgewichte zu verringern und so letztlich einer krisenhaften Entwicklung vorzubeugen. Die Basis hierfür bildet das sogenannte Scoreboard, das eine Vielzahl von Haupt- und Hilfsindikatoren umfasst. In den Frühwarnberichten werden die Ergebnisse des Scoreboards ausgewertet. Sofern Entwicklungen von bestimmten Indikatoren als problematisch erkannt werden, kann dies zu einer vertiefenden Länderanalyse führen, die den ökonomischen Gehalt des Krisensignals auswertet und wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen ziehen soll. Die wirtschaftspolitischen Empfehlungen sind Teil des präventiven Arms, der zur eigentlichen Krisenabwehr dienen soll. Darüber hinaus existiert ein korrektiver Arm, der im Fall von exzessiven Ungleichgewichten die Vorlage von geeigneten Anpassungsprogrammen und deren Umsetzung verlangt sowie Sanktionen androht falls ein Land diesen Verpflichtungen nicht nachkommt.

In diesem Gutachten soll eine umfassende Bewertung des Ungleichgewichtsverfahrens erfolgen. Im Fall des Scoreboards sind bereits erste Korrekturen implementiert worden, die allerdings nicht substanziell sind (Europäische Kommission 2013a). Zu Änderungen wird es voraussichtlich erst nach der umfassenden Evaluierung kommen, die in diesem Jahr auf europäischer Ebene vorgenommen werden soll.

Das Gutachten setzt an allen Teilen des Ungleichgewichtsverfahrens an und wird sich entsprechend dieser Teile gliedern. Zunächst werden der Ablauf des Verfahrens und seine Einbettung in das Europäische Semester skizziert (Kapitel 2). In den Kapiteln 3 und 4 wird das Scoreboard sowohl theoretisch als auch empirisch evaluiert und daraufhin werden Verbesserungsvorschläge abgeleitet. Kapitel 5 enthält eine Analyse des präventiven Arms mit den Frühwarnberichten und den vertiefenden Länderberichten. Darauf aufbauend erfolgt eine Analyse der Umsetzung der vertiefenden Länderberichte in die länderspezifischen Empfehlungen. Kapitel 6 enthält eine Darstellung und Kritik des korrektiven Arms. Im Kapitel 7 werden schließlich die Empfehlungen für eine Verbesserung des Verfahrens zusammengefasst und übergreifende Fragen, die das gesamte Verfahren oder wichtige Teile betreffen, diskutiert.

2 Das Ungleichgewichtsverfahren und seine Einbettung in das Europäische Semester

Das Ungleichgewichtsverfahren ist Teil des inzwischen recht komplexen Systems von Initiativen zur Überwachung und Koordination der Wirtschaftspolitik auf europäischer Ebene. Ziel ist es, makroökonomische Krisen in einzelnen Ländern, die auf die übrigen Mitgliedstaaten ausstrahlen und das Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion beeinträchtigen könnten, zu vermeiden. In diesem Kapitel wird zunächst der Ablauf des Verfahrens in seinen Grundzügen dargestellt. Anschließend wird die Position des Ungleichgewichtsverfahrens in der Gesamtstruktur europäischer wirtschaftspolitischer Steuerungsprozesse eingehender analysiert, und es wird auf Überschneidungen sowie mögliche Konfliktlinien mit anderen Teilen hingewiesen.

2.1 Ablauf des Ungleichgewichtsverfahrens

Das Ungleichgewichtsverfahren wurde im November 2011 vor dem Hintergrund der Schuldenkrise im Euroraum in Kraft gesetzt. Ziel ist es, frühzeitig makroökonomische Fehlentwicklungen zu erkennen und ihnen gegenzusteuern, um Wirtschaftskrisen in einzelnen Ländern zu vermeiden und damit das reibungslose Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion zu gewährleisten.

Zu diesem Zweck wurde durch die EU-Verordnung 1176 vom 16. November 2011 ein präventiver Arm installiert, der für alle EU-Mitgliedsländer verbindlich ist. Er beinhaltet einen Warnmechanismus, der anzeigt, für welche Länder eine vertiefende Analyse der wirtschaftlichen Entwicklung erforderlich ist, um beurteilen zu können, ob schwerwiegende makroökonomische Ungleichgewichte bestehen oder sich gerade herausbilden. Zentrales Instrument ist in diesem Zusammenhang das aus 11 Hauptindikatoren sowie zahlreichen Hilfsindikatoren bestehende Scoreboard, dessen Ergebnisse einer ökonomischen Beurteilung unterzogen und anschließend in einem Frühwarnbericht veröffentlicht werden.

Die Schlussfolgerungen des Frühwarnberichtes werden im Europäischen Rat sowie in der Eurogruppe diskutiert, bevor die Kommission entscheidet, für welche Länder vertiefende Analysen durchgeführt werden sollen. Dieses Vorgehen ist Teil eines Rückkopplungsprozesses mit den Regierungen der betroffenen Länder, der sich durch die fakultative Entsendung von Missionen in die Mitgliedsländer im Zuge der Erstellung der Berichte fortsetzt. Die vertiefenden Länderberichte haben das Ziel, das Ausmaß der bestehenden oder drohenden Ungleichgewichte abzuschätzen. Sie beinhalten eine umfassende Analyse der wirtschaftlichen Situation und des gesamten wirtschaftlichen Umfeldes. Bei der Beurteilung der möglichen negativen Auswirkungen eines Ungleichgewichtes sollen insbesondere der Umfang von möglichen Übertragungseffekten innerhalb der EU sowie die Fähigkeit, das Ungleichgewicht abzubauen, berücksichtigt werden.

Kommt die vertiefende Analyse zu dem Ergebnis, dass die wirtschaftliche Entwicklung in dem untersuchten Land unproblematisch ist, werden keine weiteren Maßnahmen ergriffen. Wird hingegen das Vorliegen von makroökonomischen Ungleichgewichten diagnostiziert, schlägt die Kommission Maßnahmen vor, die zum Abbau der Ungleichgewichte beitragen sollen. Diese fließen in die breiter angelegten länderspezifischen Empfehlungen ein, welche im Jahr 2010 als Führungsinstrument der längerfristigen europäischen wirtschaftspolitischen Strategie „Europa 2020“ eingeführt worden sind. Die länderspezifischen Empfehlungen werden für jedes Land erstellt und enthalten außerdem Schlussfolgerungen aus der ausführlichen Analyse der nationalen Stabilitäts- und Wachstumspro-

gramme sowie der nationalen Reformprogramme. Sie werden vom Ministerrat diskutiert und von den Regierungschefs verabschiedet.

Für den Fall, dass ein schwerwiegendes („übermäßiges“) makroökonomisches Ungleichgewicht als gegeben erachtet wird, ist für die Mitglieder des Euroraums ein korrektiver Arm vorgesehen, der sicherstellen soll, dass Maßnahmen zur Beseitigung des Ungleichgewichts tatsächlich ergriffen werden. Dieser wird durch die offizielle Einleitung eines „Verfahrens im Fall eines übermäßigen Ungleichgewichts“ auf Vorschlag der Kommission durch den Rat in Kraft gesetzt. Das Verfahren orientiert sich in seinem Ablauf stark am Vorgehen beim Defizitverfahren im Rahmen des Stabilitätspakts. Die Regierung des betroffenen Landes wird aufgefordert, innerhalb eines vorgegebenen Zeitraums Politikmaßnahmen zu ergreifen. Wird kein hinreichendes Korrekturprogramm vorgelegt oder gerät das Land bei der Implementierung in Verzug, können Sanktionen verhängt werden, zunächst in Form einer verzinlichen Kautionszahlung, schließlich in Form einer Strafzahlung.

2.2 Einbettung in das Europäische Semester

Die EU hat sich in seiner wirtschaftspolitischen Strategie Europa 2020 der Schaffung von „intelligentem, nachhaltigem und integrativem Wachstum“ verschrieben (Kasten 2.1). Vorgänger der Strategie Europa 2020 war die sog. Lissabon-Strategie (Lissabon-Prozess), die im März 2000 als Antwort auf die Herausforderungen der Globalisierung vereinbart wurde. Sie zielte darauf ab, bis zum Jahr 2010 die Grundlagen für den Übergang zu einer wissensbasierten Wirtschaft und Gesellschaft zu legen und Europa zum „wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt“ zu machen. Zentrale Ziele, wie die Erhöhung der Beschäftigungsquote auf 70 Prozent, die Anhebung der Forschungs- und Entwicklungsausgaben von 1,8 auf 3 Prozent der gesamten Wirtschaftsleistung sowie ein jahresdurchschnittliches Wachstum von 3 Prozent wurden allerdings deutlich verfehlt.

Kasten 2.1:

Die Strategie Europa 2020

Im Juni 2010 wurde die mittelfristige wirtschaftspolitische Strategie Europa 2020 als Nachfolger der Lissabon-Strategie aus dem Jahr 2000 beschlossen. Sie setzt drei Prioritäten, die sich gegenseitig verstärken sollen (Kommission 2010):

- Intelligentes Wachstum: Entwicklung einer auf Wissen und Innovation gestützten Wirtschaft.
- Nachhaltiges Wachstum: Förderung einer ressourcenschonenden, ökologischeren und wettbewerbsfähigeren Wirtschaft.
- Integratives Wachstum: Förderung einer Wirtschaft mit hoher Beschäftigung und ausgeprägtem sozialen und territorialen Zusammenhalt.

Zur Operationalisierung wurden fünf quantifizierbare Kernziele definiert:

- Eine Beschäftigungsquote von 75 Prozent der Bevölkerung im Alter von 20 bis 64 Jahren
- Nationale Forschungs- und Entwicklungsausgaben in Höhe von mindestens 3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.
- Klimaschutzziele: Reduktion der Treibhausgasemissionen um 20 Prozent (bzw. 30 Prozent) gegenüber 1990, Anteil erneuerbarer Energien von 20 Prozent, Steigerung der Energieeffizienz um 20 Prozent.

- Bildungsziele: Quote vorzeitiger Schulabgänger von unter 10 Prozent, Anteil von Hochschulabsolventen bei 30–34-Jährigen mindestens 40 Prozent.
- Armutsbekämpfung: Die Zahl der von Armut oder sozialer Ausgrenzung betroffenen oder bedrohten Menschen soll um 20 Millionen sinken.

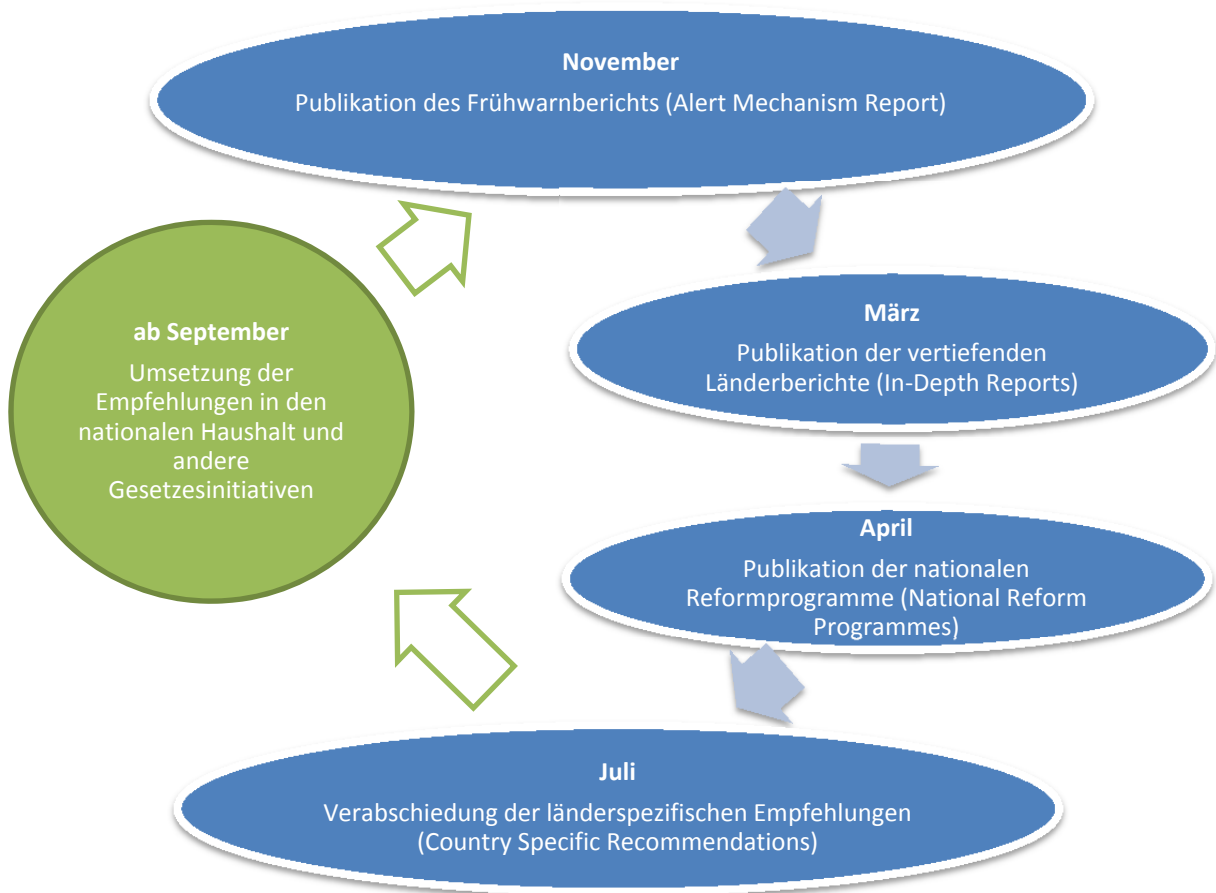
Die Strategie bildet den Hintergrund der 2011 eingeführten verstärkten Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken, die im Kern im Rahmen des Europäischen Semesters erfolgt. Die Europäische Kommission bewertet die Situation auf Grundlage von Eurostat-Indikatoren, sie erstellt den Jahreswachstumsbericht, beurteilt Länderberichte zu den nationalen Zielen sowie Stabilitäts- und Konvergenzprogramme und schlägt auf dieser Grundlage länderspezifische Empfehlungen vor. Der Europäische Rat bestimmt auf der Grundlage des Jahreswachstumsberichts politische Prioritäten und bewertet jährlich die makroökonomische Gesamtsituation, die bereits erzielten Fortschritte auf dem Weg zu den fünf Kernzielen und die Leitinitiativen. Er verabschiedet die länderspezifischen Empfehlungen. Die nationalen Regierungen legen Stabilitäts- und Konvergenzprogramme und nationale Reformprogramme als Grundlage zur Überwachung der Fortschritte bei der Erreichung der Europa-2020-Ziele auf nationaler Ebene vor. Dabei ist auf die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen des Vorjahres einzugehen.

Als eine Ursache des Scheiterns der Lissabon-Strategie wurde mangelnde Umsetzung von zielführenden Maßnahmen sowie eine unzureichende wirtschaftspolitische Koordination ausgemacht. Um die Aussichten für einen Erfolg der Langfriststrategie gemessen an den formulierten Zielen im Falle von Europa 2020 zu erhöhen, wurde ein sogenanntes Europäisches Semester als Mittel zur Unterstützung dieser Mission eingerichtet, das der Koordination von einzelstaatlichen Politikmaßnahmen dient. In einem sich jährlich wiederholenden Zyklus analysiert die Kommission die nationalen Programme zur Wirtschafts- und Strukturpolitik und gibt auf dieser Basis Empfehlungen für die kommenden 12 bis 18 Monate ab. Das Europäische Semester korrespondiert im Wesentlichen mit dem ersten Halbjahr eines Kalenderjahres, während in der zweiten Hälfte die Umsetzung der Empfehlungen und die Erstellung der Programme auf nationaler Ebene im Vordergrund stehen (nationales Semester).

Das Europäische Semester beginnt, wenn die Kommission – planmäßig im November – ihren Jahreswachstumsbericht präsentiert, in dem sie die wachstums- und arbeitsmarktpolitischen Prioritäten der EU für das kommende Jahr darlegt. Im März entscheiden die Staats- und Regierungschefs auf dieser Grundlage über die Ausrichtung der nationalen Politik in den einzelnen EU-Ländern und geben Empfehlungen zu Feldern wie Haushaltskonsolidierung und zu Strukturreformen zur Förderung von Wachstum und Beschäftigung ab. Im April legen die Mitgliedstaaten ihre Stabilitäts- oder Konvergenzprogramme sowie die nationalen Reformprogramme vor, die Maßnahmen in Bereichen wie Beschäftigung, Forschung, Innovation, Energie und soziale Eingliederung enthalten, welche zum Erreichen des Ziels eines intelligenten, nachhaltigen und integrativen Wachstums geeignet sein sollen. Die Kommission bewertet diese Programme im April und Mai und gibt gegebenenfalls länderspezifische Empfehlungen ab. Im Juni erörtert der Rat Wirtschaft und Finanzen diese Empfehlungen, der Europäische Rat gibt seine Zustimmung und genehmigt sie offiziell, in der Regel Anfang Juli.

Die Termine des Ungleichgewichtsverfahrens sind so gewählt, dass die in diesem Rahmen erarbeiteten Politikvorschläge Eingang in die länderspezifischen Empfehlungen finden können (Abbildung 2.1). Der Startpunkt des Verfahrens, der Frühwarnbericht der Kommission, liegt in etwa zeitgleich mit dem Jahreswachstumsbericht im November des Vorjahres. Dies erlaubt die Erstellung von vertiefenden Länderanalysen und die Entwicklung von Politikempfehlungen sowie deren Diskussion mit den nationalen Regierungen in den folgenden Monaten, bevor sie im März veröffentlicht werden und schließlich Eingang in die allgemeinen länderspezifischen Empfehlungen der Kommission finden.

Abbildung 2.1:
Zeitlicher Ablauf des Ungleichgewichteverfahrens



Problematisch an dieser Taktung ist, dass der Frühwarnbericht sich auf den Datenstand des Vorjahres bezieht (d.h. 2012 im Fall des Frühwarnberichts 2014 aus dem November 2013). Insofern verschärft sich das Problem mangelnder Zeitnähe des Datenstandes. Die Problematik wird zwar dadurch etwas entschärft, dass in den vertiefenden Länderberichten auch unterjährige Daten analysiert und aktuelle Tendenzen bei der Bewertung berücksichtigt werden können. Gleichwohl könnten bei der Auswertung des Scoreboards aktuellere Informationen eingehen, sofern Prognosen für das laufende Jahr berücksichtigt würden. Da der Frühwarnbericht im November vorgelegt wird, stünden aktuelle Prognosen für eine Reihe von Variablen aus der Herbstprognose der Kommission zur Verfügung. Durch die Verwendung von Prognosewerten würde zwar eine zusätzliche Datenunsicherheit in die Scoreboard-Analyse eingeführt, sie wäre aber wohl gering angesichts der Tatsache, dass die Prognose relativ spät im Jahr erstellt wird und daher ein erheblicher Teil der Daten auf Monatsbasis bereits bekannt sind.¹

¹ Im Übrigen gibt es Datenunsicherheit auch bei der Verwendung von offiziellen Eurostat-Daten, da diese häufig ebenfalls auf Schätzungen beruhen und im Zeitablauf zum Teil beträchtlich revidiert werden. So weist der Frühwarnbericht in den Jahren 2011 und 2012 für Deutschland einen im Durchschnitt der vorangegangenen drei Jahre knapp unter 6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts liegenden Leistungsbilanzüberschuss aus, während auf Basis der

2.3 Position in der Gesamtstruktur europäischer Koordinationsprozesse für die Wirtschaftspolitik (Governance)

Die krisenhaften Entwicklungen, zu denen es im Gefolge der internationalen Finanzkrise in einigen europäischen Ländern gekommen ist, haben eine ganze Reihe von Initiativen ausgelöst, welche die Koordination und Überwachung der nationalen Wirtschaftspolitiken intensivieren und verbessern sollen (Kasten 2.2). Die neue mittelfristige Wachstumsstrategie Europa 2020 wurde beschlossen, zu ihrer Unterstützung das Europäische Semester eingeführt, der Stabilitäts- und Wachstumspakt wurde in mehreren Schritten reformiert und gehärtet (Six-Pack, Two-Pack, Vertrag über die Stabilität, Koordinierung und Steuerung), und das Verfahren zur Vermeidung und Korrektur von makroökonomischen Ungleichgewichten geschaffen (Six-Pack). Daneben gibt es Institutionen zur Überwachung der Finanzmarktstabilität (Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, ESRB), und es sind im Rahmen finanzieller Unterstützungsprogramme (EFSF, ESM) umfangreiche Maßnahmen der wirtschaftspolitischen Steuerung und Überwachung vorgesehen. Allerdings sind die Vereinbarungen zum Teil nicht in allen Mitgliedsländern gültig. So wurde der Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung (Fiscal Compact) vom Vereinigten Königreich und von Tschechien nicht ratifiziert, und die Regelungen des Two-Pack gelten nur für die Länder des Euroraums.

Kasten 2.2:

Vereinbarungen zur Intensivierung der wirtschaftspolitischen Koordination in der Europäischen Union seit 2010

- **Europa 2020 (Juni 2010)**
 - Mittelfristige Wachstumsstrategie bis 2020.
 - Details siehe Kasten 2.1.
- **Europäisches Semester (September 2010)**
 - Politikkalender der EU (jährlicher Zyklus) zur Koordinierung der Wirtschaftspolitik und Unterstützung bei der Erreichung der Ziele von Europa 2020.
- **Euro-Plus-Pakt (März 2011)**
 - Politisch verbindlich, aber kein völkerrechtliches Abkommen.
 - Anwendung in den Ländern des Euroraums sowie in Dänemark, Lettland, Litauen, Polen, Bulgarien und Rumänien.
 - Ziele: Förderung der Wettbewerbsfähigkeit, Förderung der Beschäftigung, Verbesserung der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, Stärkung der Finanzstabilität
 - Vereinheitlichung des Berichtswesens der nationalen Reformprogramme, Einbettung in das Europäische Semester.
 - Baut auf Europa 2020 auf.
 - Jährliche Verständigung der Staats- und Regierungschefs auf nationale Zielvorgaben.
 - Gegenseitige Abstimmung bei größeren Reformen, die die Partner im Euroraum und in der EU beeinflussen.
- **Six-Pack (Dezember 2011)**
 - Sechs Rechtsakte (fünf Verordnungen – 1173-1176, eine Richtlinie – 2011/85/EU).

heute verfügbaren Daten der Scoreboard-Schwellenwert auch für diese beiden Jahre – wie im Jahr 2013 – bereits übertroffen wird.

- Anwendung in 27 Mitgliedstaaten (z.T. spezielle Regelungen für Mitglieder des Euro-raums).
- Bessere Prävention und Korrektur von Fehlentwicklungen im Staatshaushalt durch einen verschärften Stabilitäts- und Wachstumspakt. Wesentliche Neuerungen: Transparentere haushaltspolitische Rahmenvorgaben, strengere Regeln zur Durchsetzung mittelfristiger Haushaltsziele.
- Einführung des Verfahrens zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Un-gleichgewichte.
- **Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung (März 2012)**
 - Völkerrechtlicher Vertrag (keine EU-Gesetzgebung).
 - Anwendung in 25 Mitgliedstaaten (nicht in Großbritannien und Tschechien).
 - Bindend für Mitglieder des Euroraums, bei anderen auf Wunsch.
 - Fiskalische Komponente: „Fiscal Compact“ – Verschärfung des Stabilitäts- und Wachstumpakts (Einführung nationaler Schuldenbremsen, Automatisierung des Defizitverfahrens).
 - Hilfen aus ESM nur noch für beteiligte Mitgliedstaaten möglich.
- **Two-Pack (Mai 2013)**
 - Nur für Mitglieder des Euroraums.
 - Basis ist der Artikel 136 TFEU, ergänzend zum Six-Pack und dem Stabilitäts- und Wachstumpakt.
 - Verordnung über die Überwachung und Bewertung der gesamtwirtschaftlichen Haushalts-pläne: Fester Zeitrahmen zur Übermittlung nationaler Haushaltspläne an die Europäische Kommission, Kontrolle der Einhaltung von Haushaltsregeln durch politisch unabhängige Institutionen, striktere Offenlegungspflichten für Länder mit übermäßigem Defizit.
 - Verordnung über die Überwachung von Mitgliedstaaten mit gravierenden finanziellen Problemen: Verstärkte Überwachung durch Europäische Kommission, mögliche Emp-fehlung eines makroökonomischen Anpassungsprogramms.

Quelle: Europäische Kommission (2014a).

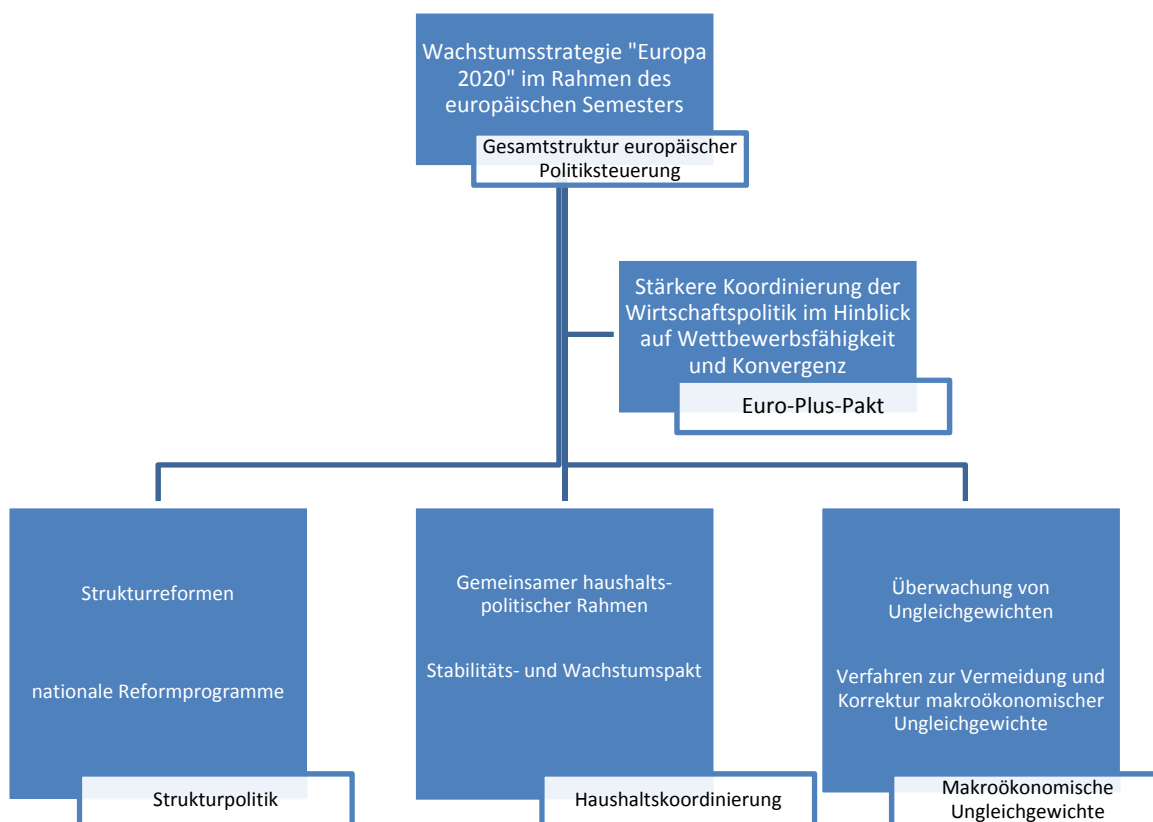
Das derzeitige System der wirtschaftspolitischen Koordination und Überwachung in der Europäischen Union weist Überschneidungen in den wirtschaftspolitischen Themenfeldern auf (Abbildung 2.2). So werden im Rahmen des Ungleichgewichtsverfahrens Entwicklungen der öffentlichen Finanzen beurteilt und gegebenenfalls Korrekturen der Politik veranlasst, die auch Gegenstand des Stabilitäts- und Wachstumspaktes mit seinem Defizitverfahren sind. Während zur Überwachung der Finanz-stabilität das ESRB eingerichtet worden ist, sind diesbezügliche Beurteilungen ebenso ein wichtiger Bestandteil des Ungleichgewichtsverfahrens.

Eine mögliche Schwachstelle in der Struktur der wirtschaftspolitischen Steuerung ist die Integration der Schlussfolgerungen des Ungleichgewichtsverfahrens in die allgemeinen länderspezifischen Emp-fehlungen des Rates, die eine Vielzahl weiterer Vorgaben enthalten, die zur Erreichung der Vorgaben der Strategie Europa 2020 zielführend erscheinen. Es besteht die Gefahr, dass in einem solchen Gesamtdokument die Ansprache der makroökonomischen Risiken – und damit die zu ihrer Begren-zung vorgeschlagenen Politikschritte – ein nur geringes Gewicht erhält, während die Diskussion von Maßnahmen zur Verbesserung des Wachstumspotenzials und der Wirtschaftsstruktur im Sinne der Ziele von Europa 2020 dominiert. Die Neigung hierzu ist wohl nicht zuletzt deshalb groß, weil sich

strukturelle Anpassungsmaßnahmen leichter identifizieren lassen und häufig auch weniger kontrovers in der wirtschaftspolitischen Rezeption sind als das Vorhandensein von makroökonomischen Stabilitätsrisiken und Maßnahmen zu ihrer Abwehr.²

Abbildung 2.2:

Struktur der wirtschaftspolitischen Steuerung in der EU



Auch inhaltlich gibt es ein Konfliktpotenzial zwischen wachstumsorientierten Strategien auf der einen Seite und einer Politik, die darauf gerichtet ist, makroökonomische Ungleichgewichten zu begegnen, um damit letztlich Krisen zu verhindern. Dies gilt insbesondere, wenn die Vorstellung besteht, innerhalb des Euroraums solle eine expansive Politik in einem Land dazu beitragen, makroökonomische Anpassungsprozesse in anderen Ländern zu erleichtern. In diesem Fall besteht die Gefahr dass durch makroökonomische Koordination Stabilitätsrisiken herbeigeführt werden.

² Dies gilt jedenfalls in der Phase der politischen Programmatik, während sich bei der Umsetzung von Struktur-reformen, die mittelfristig zur Stärkung des Wachstumspotenzials geeignet sind, in der politischen Praxis häufig erhebliche Widerstände ergeben.

3 Theoretische Fundierung

Die theoretischen Untersuchungen zielen darauf ab, die ökonomische Plausibilität des Scoreboards und möglicher Erweiterungen zu prüfen. Ausgangspunkt hierfür ist die mit dem Ungleichgewichte-verfahren verfolgte Zielsetzung, nicht nachhaltige Entwicklungen in den Mitgliedsländern der EU und insbesondere der EWU zu identifizieren. Die damit verbundenen makroökonomischen Überwachungsmaßnahmen sowie die daraus gegebenenfalls folgenden Politikvorgaben für einzelne Mitgliedsländer sind interventionstheoretisch begründungsbedürftig. Ordnungspolitisch lässt sich eine solche Begründung nur für diejenigen nationalen Fehlentwicklungen herleiten, von denen potenziell negative Übertragungseffekte auf die übrige Gemeinschaft ausgehen. Diese könnten sich insbesondere darin äußern, dass im Zuge einer Wirtschaftskrise massive, zuvor nicht als Risikoprämien eingepreiste Zahlungsausfälle drohen, die dann bei den Gläubigern im übrigen Wirtschaftsraum zu entsprechenden Verwerfungen führen bzw. die Notwendigkeit zu Hilfsprogrammen provozieren.³ Eine solche Interpretation berücksichtigt, dass das Scoreboard primär in dem Maße als Instrument der europäischen Wirtschaftspolitik Verwendung findet, wie die Interessen der Gemeinschaft berührt werden. Hingegen kann es nicht darum gehen, jedwedes wirtschaftspolitische Fehlverhalten ungeachtet der vormaligen demokratischen Legitimierung durch die jeweiligen nationalen Parlamente aufzudecken und zu korrigieren. Dies würde dem in Artikel 5 Absatz 3 EUV niedergelegten Subsidiaritätsprinzip zuwiderlaufen. Die Beurteilung des Scoreboards muss daher in erster Linie danach erfolgen, inwiefern es seiner Warnfunktion gerecht werden kann, Gefahren für die Systemstabilität im Gemeinschaftsinteresse anzuzeigen.

Am Anfang der theoretischen Prüfung steht eine Evaluierung der Gesamtkonzeption des Scoreboards im Hinblick auf die ökonomische Fundierung der gewählten Methodik. Hierbei geht es darum, ob die gewählte Vorgehensweise und die zur Indikatorenauswahl herangezogenen Kriterien gewährleisten, dass das Scoreboard grundsätzlich das leisten kann, was es leisten soll. Im Rahmen der konzeptionellen Evaluierung soll zunächst identifiziert werden, ob dem makroökonomischen Überwachungsverfahren ein bestimmtes, in sich geschlossenes theoretisches Verständnis gesamtwirtschaftlicher Prozesse zugrunde liegt und ob dieses Verständnis problemadäquat ist.

Der Evaluierung der Gesamtkonzeption folgt eine Beurteilung der Einzelindikatoren, wobei diese zu vier Themenfeldern zusammengefasst werden. Hierbei soll insbesondere aufgezeigt werden, über welche Wirkungskette sich von einer auffälligen Entwicklung des Indikators auf die zukünftige Gefährdung der Zahlungsfähigkeit des privaten und/oder öffentlichen Sektors in einem Mitgliedsland schließen lässt (Wirkungsanalyse). Insbesondere werden diese theoretischen Überlegungen mit den von der Kommission in verschiedenen Papieren vorgelegten ökonomischen Erläuterungen („economic rationale“ bzw. „economic interpretation“) abgeglichen. Der Aussagegehalt der jeweiligen Indikatoren hängt nicht zuletzt davon ab, ob ein Land bereits in eine Krise geraten ist (Situationsanalyse). So kann etwa ein Anstieg der Arbeitslosenquote im Vorfeld einer Zahlungsfähigkeitskrise ein Anzeichen für Fehlentwicklungen im Rahmen der Arbeitsmarktregulierung sein, während ein im Zuge einer Krise auftretender Anstieg der Arbeitslosenzahl (z.B. eine Verkleinerung des Staatssektors oder eine Neuausrichtung der Wirtschaftsstruktur) ein Anzeichen für einen in Gang gesetzten Bereinigungsprozess sein kann.

Zusätzlich ist zu berücksichtigen, inwiefern die jeweiligen Indikatoren von den nationalen Entscheidungsträgern direkt oder indirekt beeinflusst werden können (Kompetenzanalyse). Dies gilt in be-

³ Die ordnungsökonomische Prüfung, inwiefern eine explizite oder implizite länderübergreifende Haftungsübernahme innerhalb der EU legitimiert werden kann, ist nicht Gegenstand dieses Gutachtens.

sonderem Maße für die Mitgliedsländer des Euroraums, deren ökonomische Entwicklung unter Umständen maßgeblich durch die gemeinsame Geldpolitik des Eurosystems bzw. die einheitliche Finanzmarktaufsicht mitbestimmt werden. Der Analyse der Verbindung zwischen nationaler Wirtschaftspolitik und gemeinschaftlicher Geld- und Finanzmarktpolitik kommt für die Länder des Euroraums eine besondere Bedeutung zu. Dies gilt umso mehr, als gerade für diese Länder eine Beeinträchtigung der Zahlungsfähigkeit über die Gefährdung der Finanzmarktstabilität besonders stark auf die Partner ausstrahlen könnte.

Übergreifend wird geprüft, ob die jeweils zugrunde liegende ökonomische Argumentation für die Einzelindikatoren mit den übrigen Indikatoren kompatibel ist oder ob bereits auf dieser Ebene Widersprüche bzw. konkurrierende Erklärungsansätze auftreten (Konsistenzanalyse).

Es ist bei allen Indikatoren zu beachten, dass im Zuge des Ungleichgewichtsverfahrens letztlich versucht wird, anhand makroökonomischer Kennzahlen auf strukturelle Probleme zu schließen. Sowohl für die theoretische Evaluierung der bisherigen Scoreboard-Indikatoren als auch für in Betracht zu ziehende Erweiterungen bzw. Alternativen ist daher darauf zu achten, inwiefern makroökonomische Kennzahlen in der Lage sind, strukturelle Probleme hinreichend frühzeitig anzuzeigen (Adäquanalanalyse). Dies gilt umso mehr, als im Vorfeld einer Krise typischerweise eine makroökonomische Entwicklung beobachtet werden kann, die als besonders günstig erscheint (z.B. niedrige Arbeitslosigkeit im Zuge eines Immobilienbooms).

Aufbauend auf den konzeptionellen Überlegungen und der Beurteilung der bestehenden Indikatoren werden abschließend Vorschläge unterbreitet, welche ergänzenden Indikatoren zur frühzeitigen Diagnose von im Sinne des Ungleichgewichtsverfahrens relevanten Fehlentwicklungen aus theoretischer Sicht in Betracht gezogen werden sollten.

3.1 Konzeptionelle Beurteilung

3.1.1 Makroökonomische Ungleichgewichte und pervasive Koordinationsdefekte

Den Ausgangspunkt der konzeptionellen Beurteilung bildet der Begriff des „makroökonomischen Ungleichgewichts“. Dieser ist im einschlägigen Verordnungstext (EUV 1176/2011) nur sehr unscharf formuliert. Dort werden „Ungleichgewichte“ bestimmt als „alle Trends, die zu makroökonomischen Entwicklungen führen, die sich nachteilig auf das ordnungsgemäße Funktionieren der Wirtschaft eines Mitgliedstaates oder der Wirtschafts- und Währungsunion oder der Union insgesamt auswirken oder potenziell auswirken können“ (Art. 2, Abs. 1). Zwar wird in dieser Verordnung formal zwischen internen und externen Ungleichgewichten unterschieden (Art. 4, Abs. 3), eine Konkretisierung im Sinne einer theoretischen Fundierung des Ungleichgewichtsbegriffes erfolgt jedoch nicht.⁴ Dasselbe gilt für die Unterscheidung zwischen „Ungleichgewichten“ und „übermäßigen Ungleichgewichten“; Art. 2, Abs. 2, kommt hier über die Gleichsetzung der Attribute „übermäßig“ und „schwer“ nicht

⁴ Auch die von der EU-Kommission vorgelegten weiterführenden und interpretierenden Quellen geben keine substanziell tiefer gründenden theoretischen Anknüpfungspunkte (Europäische Kommission 2012a; Europäische Kommission 2013a; Europäische Kommission 2013b, Box 2: „What is an imbalance?“). In der genannten Box werden Ungleichgewichte als „any deviation from a desirable level“ bezeichnet, wobei die Frage nach der Bestimmung wünschenswerter Niveaus im Unklaren bleibt. Diese werden eher unspezifisch mit „unsustainable dynamics“ und dem „risk of an abrupt adjustment“ in Verbindung gebracht. Dies weist auf Entwicklungen hin, die typischerweise als „Blasenbildung“ beschrieben werden.

hinaus. Der dort zu findende erneute Hinweis auf die Wirtschafts- und Währungsunion ist vor dem Hintergrund von Abs. 1 redundant, dürfte aber dafür sprechen, dass mit dem Ungleichgewichtsbegriff vor allem solche Fehlentwicklungen ins Auge gefasst werden sollen, die ausgehend von einem Mitgliedsland auf die übrige Gemeinschaft ausstrahlen. Dies unterstützt die in diesem Gutachten zugrunde gelegte Sichtweise.

Die Diagnose von ökonomischen Fehlentwicklungen innerhalb einer grundsätzlich ergebnisoffenen marktwirtschaftlichen Ordnung ist nicht trivial, weil für die Beurteilung der Marktergebnisse kein direktes Referenzsystem im Sinne von Sollwerten für „richtige“ Preise, „richtige“ Mengen oder „richtige“ Qualitäten existiert, anhand derer Soll-Ist-Abweichungen ohne weiteres als „Ungleichgewichte“ diagnostiziert werden könnten. Vielmehr kommen diese Ergebnisse erst dadurch zu Stande, dass dezentral getroffene Entscheidungen über entsprechende Marktprozesse aufeinander abgestimmt und auf diese Weise miteinander zum allgemeinen Wohl koordiniert werden. Dies geschieht im Kern dadurch, dass knappe Produktionsfaktoren über Preissignale in die jeweils ergiebigste Verwendung gelenkt werden, wobei sich die Bewertung des Produktionsergebnisses direkt (Konsumgütermärkte) und indirekt (Vorleistungs- und Investitionsgütermärkte) an den Präferenzen der Konsumenten ausrichtet. Das hierbei durch wettbewerbliche Prozesse in Form von Relativpreisen zu Tage geförderte Wissen über die relevanten Knappheitsverhältnisse in einem Wirtschaftsraum ist ex ante unbekannt und bedarf daher erst der marktwirtschaftlichen Entdeckung (Hayek 1945). Diese Auffassung entspricht dem „Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb“, wie er in Art. 120 AEUV formuliert ist.

Ökonomisch bezeichnen Ungleichgewichte Situationen, in denen die auf einzelwirtschaftlicher Ebene getroffenen Pläne nicht vollständig kongruent sind, so dass es zu Angebots- oder Nachfrageüberhängen kommt. In einer komplexen dynamischen Welt sind solche Abweichungen von Gleichgewichtszuständen der Normalfall. Entscheidend ist die Koordinationseffizienz im Zeitablauf (Tendenz zum Abbau von Ungleichgewichten), nicht der ungleichgewichtige Systemzustand in einer isolierten Periode. Funktionsfähige Märkte regulieren Ungleichgewichte über Gewinn- und Verlustsignale aus, die die Beteiligten zu Preis-, Mengen- und Qualitätsanpassungen anreizen, und weisen dadurch eine wirksame Tendenz hin zum Gleichgewicht auf. Vom theoretischen Standpunkt ist zur Beurteilung von Marktergebnissen daher die Frage entscheidend, ob marktwirtschaftliche Koordinationsprozesse in erkennbarer Weise gestört sind oder nicht, ob sich also Koordinationsdefekte diagnostizieren lassen.⁵

Diese Frage engt sich im Rahmen einer makroökonomischen Überwachung weiter ein auf solche Koordinationsdefekte, die ihrer Natur nach pervasiv sind, also weite Teile des Wirtschaftsgefüges durchdringen. Hierzu zählen neben einem dysfunktionalen allgemeinen Ordnungsrahmen (Verfügungsrechte) Störungen der Geldversorgung (Bereitstellung des allgemeinen Tauschmittels), der Kapitalmärkte (Zinsbildung) sowie der Arbeitsmärkte (Lohnfindung):

⁵ Die im Rahmen funktionsfähiger marktwirtschaftlicher Koordinationsprozesse erzielten Marktergebnisse bedeuten nicht, dass Marktteilnehmern keine Fehler unterlaufen, die später schmerzhaft korrigiert werden müssen. Sie können phasenweise auch mehrheitlich Erwartungsirrtümern unterliegen. Diese stellen sich jedoch erst im Nachhinein heraus. Wären die wahren Fundamentalwerte bereits bekannt, bräuchte man keine Marktprozesse mehr. Dies bedeutet für die Früherkennung von derartigen Fehlentwicklungen, dass dem Diagnostiker das relevante Referenzsystem unbekannt ist und daher auf dieser Basis auch keine belastbaren Erkenntnisse zu gewinnen sind. Märkte sind informationseffizient in dem Sinne, dass sämtliche dezentral verfügbaren (nicht nur öffentliche) Informationen in das Marktergebnis einfließen. Zwar können sich Spekulanten irren; solchen Marktteilnehmern, die sich als schlechte Wirte erweisen, wird dann jedoch in Form von Verlusten zukünftig der Einfluss auf die Erwartungsbildung entzogen, sofern Spekulationsverluste nicht auf Dritte abgewälzt werden können, was dann als Koordinationsdefekt zu diagnostizieren wäre.

- Der allgemeine Ordnungsrahmen ist dann dysfunktional, wenn die institutionellen Voraussetzungen für marktwirtschaftliche Prozesse verletzt sind. Zu den zentralen marktwirtschaftlichen Funktionsbedingungen zählen die Vertragsfreiheit, die Garantie des Privateigentums, die freie Preisbildung sowie das Haftungsprinzip (Eucken 1990: Kap. XVI). Sobald die einzelwirtschaftlichen Akteure nicht oder nur eingeschränkt mit den Konsequenzen ihres Handelns konfrontiert werden (positive oder negative Externalitäten), drohen einzel- und gesamtwirtschaftliche Interessen auseinanderzulaufen. Es bestehen dann Anreize, Verträge zu Lasten unbeteiligter Dritter zu schließen (z.B. Abwälzen des Investitionsrisikos auf die Steuerzahler).
- Die Geldversorgung bezieht ihre überragende Rolle für die Funktionsfähigkeit gesamtwirtschaftlicher Koordinationsprozesse daraus, dass Geld in einer arbeitsteilig organisierten Volkswirtschaft als allgemeines Tauschmittel auf allen Güter- und Faktormärkten bei nahezu jeder Transaktion beteiligt ist. Es ist somit das pervasive Gut schlechthin, das darüber hinaus in der Europäischen Währungsunion gemeinschaftlich bewirtschaftet wird. Störungen in der Geldversorgung führen automatisch zu gestörten realwirtschaftlichen Koordinationsprozessen, weil realwirtschaftliche Transaktionen liquiditätsbedingt verzerrt bzw. gänzlich verhindert werden, obwohl sie für alle Beteiligten vorteilhaft wären. Dadurch, dass das derzeit praktizierte Geldsystem auf Kreditdeckung beruht, besteht zwischen den Kredit- bzw. Kapitalmärkten und der Stabilität der Geldversorgung ein unmittelbarer Zusammenhang.
- Das Zinsniveau stellt als Verhältnis zwischen dem Preis für Zukunftsgüter und dem Preis für Gegenwartsgüter den zentralen Relativpreis in einer Volkswirtschaft dar, an dem sich praktisch alle Teile der Produktionsstruktur ausrichten. In jedem Güterpreis ist eine Zinskomponente enthalten, die umso höher ausfällt, je größer die zeitliche Distanz des betrachteten Gutes zum finalen konsumfähigen Gut ist. Wird die Koordination zwischen Sparern und Investoren gestört, so drohen erhebliche Fehlentwicklungen in Form einer massiven Verzerrung der gesamtwirtschaftlichen Produktionsstrukturen. Anders als bei individuellen Fehlinvestitionen, die aufgrund der Unsicherheit über die Zukunft eine normale Erscheinung unternehmerischen Handelns in funktionsfähigen Marktprozessen darstellen, führen systematische Verzerrungen des Zinsniveaus dazu, dass die Gesamtheit der Investoren durch falsche Preissignale zu Fehlentscheidungen verleitet wird.
- Die Arbeitsmarktverfassung erhält ihre gesamtwirtschaftliche Bedeutung dadurch, dass der Faktor Arbeit in jeder ökonomischen Aktivität (also auf allen Gütermärkten) zum Einsatz kommt und Arbeitskräfte – trotz ihrer spezifischen Qualifikationen – typischerweise nicht auf eine Tätigkeit beschränkt, sondern in verschiedenen Bereichen verwendbar sind. Damit strahlen inadäquate Arbeitsmarktregime auf weite Teile des ökonomischen Gefüges aus.

Aus diesen Überlegungen ergibt sich, dass es bei der Ursachenanalyse für gesamtwirtschaftlich bedeutsame Fehlentwicklungen nicht um „makroökonomische Trends“ gehen kann, die „das ordnungsgemäße Funktionieren der Wirtschaft“ beeinträchtigen, sondern umgekehrt darum, dysfunktionale Koordinationsmechanismen (Koordinationsdefekte) zu identifizieren, die aufgrund ihrer pervasiven Eigenschaften symptomatisch auf die Entwicklung makroökonomischer Kennzahlen durchschlagen. Letztere sind somit Folge, nicht Ursache von „Ungleichgewichten“ im Sinne nachteiliger wirtschaftlicher Ergebnisse. Der Begriff der „makroökonomische Trends“ suggeriert hingegen, dass es losgelöst von den vorstehend diskutierten Wirkungszusammenhängen makroökonomische Erscheinungen gäbe, die aus sich selbst heraus destabilisierend wirken. Dies birgt die Gefahr, nicht die Ursachen von Fehlentwicklungen, sondern nur ihre Symptome zu bekämpfen, wodurch neue Verzerrungen im Wirtschaftsgefüge drohen. Dies gilt umso mehr, als sich Strukturprobleme nicht mit Mitteln der Globalsteuerung – nur diese wären ja für makroökonomische Probleme adäquat – beheben lassen.

Hinsichtlich der Abwehr grenzüberschreitender negativer Übertragungseffekte geht die unmittelbarste Ansteckungsgefahr zwischen den Mitgliedstaaten von einer Deformation des Geld- und Kreditwesens aus (siehe hierzu den folgenden Abschnitt). Ausgehend von diesem Übertragungskanal lassen sich Verbindungen zur Kapitalmarktverfassung ziehen (z.B. Schuldentragfähigkeit bedeutender Schuldner). Da die Werthaltigkeit von Investitionen (im Sinne des Aufbaus eines marktfähigen Kapitalstocks) auch in erheblichem Maße vom komplementären Arbeitsfaktor und den durch den Ordnungsrahmen gegebenen allgemeinen Voraussetzungen für ökonomische Aktivität abhängt, können auch diesbezügliche Koordinationsdefekte in einem Mitgliedsland das Gemeinschaftsinteresse berühren, wenn sie geeignet sind auf diesem indirekten Weg die Stabilität der Geldordnung zu untergraben.

3.1.2 Krisenerklärung: Finanzkrisen und Kapitalstockverzerrung

Das Ungleichgewichteverfahren ist Teil der institutionellen Veränderung der wirtschaftspolitischen Steuerung in der Europäischen Union („governance framework“). Diese Veränderung erfolgte gezielt in Reaktion auf die Schuldenkrise im Euroraum. Eine wirtschaftstheoretische Analyse zu den Ursachen dieser Krise liegt der Begründung für das Ungleichgewichteverfahren nicht zugrunde. Eine theoretische Durchdringung der wesentlichen Treiber von Finanzkrisen ist aber für ein verlässliches Diagnosesystem und für ursachengerechte Therapieansätze unverzichtbar.

Eine umfassende Erklärung bietet die monetäre Krisentheorie, die auf die geld-, kapital- und konjunkturtheoretischen Arbeiten von Mises (1953; 1998, Kap. 20) und Hayek (1931, 1941) zurückgeht und später zur kapitalbasierten Makroökonomik fortentwickelt wurde (Garrison 2001; Huerta de Soto 2012).⁶ Diese Theorie berücksichtigt zur Erklärung gesamtwirtschaftlicher Schwankungen insbesondere den Einfluss, den eine elastische Geldversorgung (monetäre Kreditexpansion durch den Bankensektor) nicht nur auf das aggregierte Aktivitätsniveau, sondern auch auf die Produktions- und Kapitalstockstruktur in einer Volkswirtschaft ausübt. Über die Verbindung von finanzwirtschaftlicher und realwirtschaftlicher Analyse wird das Zusammenwirken von Verschuldungsdynamiken, Bankenkrisen und wachstumsschädlichen Strukturverwerfungen adressiert (Kooths 2013).

Während in den meisten makroökonomischen Modellen der Produktionssektor über eine aggregierte Produktionsfunktion abgebildet wird (und damit eine hinsichtlich der Güterstruktur völlig unspezifische Produktionsweise unterstellt wird), wird in der kapitalbasierten Makroökonomik die Abfolge von Produktionsstufen, die der Konsumgüterproduktion vorgelagert sind, sowie das dort jeweils gebundene Kapital explizit berücksichtigt. Hierzu wird der bestehende Kapitalstock nicht als homogener Fonds aufgefasst, sondern als heterogene Struktur behandelt, die nicht für alle Produktionszweige gleichermaßen produktiv einsetzbar ist (Lachmann 1956; Lewin 1999; Horwitz 2000: Kap. 2). Die Bewertung des Kapitalstocks ist demzufolge abhängig von den erwarteten Erträgen in den jeweils marktfähigsten Verwendungsformen der verschiedenen Kapitalgüter und damit von der Nachfragestruktur (so sind z. B. die Produktionskapazitäten der Bauwirtschaft nur solange werthaltig, wie eine Nachfrage nach Neu- und Ausbauten besteht).

In der Tradition Feters (Fetter 1914) kommt dem Zins als Zeitpräferenzrate die zentrale Koordinationsaufgabe zu, Sparen und Investieren und damit die Produktion von Konsum- und Kapitalgütern so

⁶ Einen ähnlichen Ansatz verfolgen Friedman und Schwartz (1963) in ihrer Analyse der Instabilität der amerikanischen Geldpolitik. In jüngster Zeit betonte u.a. Taylor (2012) die Rolle der sehr expansiven Geldpolitik in den Vereinigten Staaten als eine Ursache für die jüngste Finanzkrise.

zu koordinieren, dass sich ein zeitliches Konsumprofil einstellt, dass den Präferenzen der Konsumenten entspricht. Ein in diesem Sinne gleichgewichtiges Zinsniveau wird in Anlehnung an Wicksell (1936) als natürliches Zinsniveau bezeichnet. Eine höhere freiwillige Ersparnis erhöht das Angebot an Finanzierungsmitteln und senkt das natürliche Zinsniveau am Kapitalmarkt. Güterwirtschaftlich bewirkt der Ersparnisanstieg einen Rückgang der Konsumgüterpreise, so dass Gegenwartsgüter gegenüber Zukunftsgütern relativ günstiger werden. Aus Sicht der Investoren werden in der Folge mehr Investitionsprojekte rentabel als bislang und die Produktionsweise wird kapitalintensiver. Die höhere Ersparnis (Verzicht auf Gegenwartskonsum) übersetzt sich somit über höhere Investitionen in vermehrten Zukunftskonsum.

Die monetäre Konjunkturtheorie setzt zur Erklärung von Produktionsschwankungen an einer gestörten Koordination zwischen Investoren und Sparern am Markt für Finanzierungsmittel an und sieht in krisenhaften Entwicklungen die Reaktion auf einen Boom, der durch übermäßige Kreditexpansion ausgelöst wird. „Übermäßig“ ist eine Kreditexpansion dann, wenn sie nicht auf einem Anstieg der freiwilligen Ersparnis beruht, sondern auf eine reine Kreditschöpfung des Bankensektors zurückgeht. Sofern dieser mittels seiner Geldschöpfungskapazität den Investoren zusätzliche Finanzierungsmittel „aus dem Nichts“ anbietet (also kreditgedecktes Geld durch Kreditvergabe „schöpft“), sinkt der Marktzins unter das natürliche Zinsniveau. Der höheren, kreditfinanzierten Investitionstätigkeit steht dann kein freiwilliger Konsumverzicht gegenüber, so dass die Volkswirtschaft in eine realwirtschaftliche Unwucht gerät. Indem das Zinsniveau künstlich herabgedrückt wird, steigt die gesamtwirtschaftliche Güternachfrage übermäßig an. Das niedrige Zinsniveau täuscht den Unternehmen vor, dass die Haushalte ihren Konsum vermehrt in die Zukunft verschieben wollen und daher in der Zwischenzeit mehr Güter für investive Zwecke zur Verfügung stünden. Dies ist aber nicht der Fall. Im Zuge der für die Mehrinvestitionen erhöhten Ausgaben zum Kauf von Produktionsfaktoren in den Investitionsgüterindustrien wird vermehrt Kaufkraft geschaffen, die die Konsumnachfrage steigen lässt, noch bevor die zusätzlichen Investitionsprojekte ausgereift sind, mit denen eine höhere Produktionskapazität erst geschaffen werden soll. Konsumenten und Investoren konkurrieren somit um knappe Produktionsfaktoren und der Inflationsdruck steigt.⁷ Investoren können ihre Position an den Gütermärkten nur solange behaupten, wie sie von den Banken fortwährend mit zusätzlichen Krediten versorgt werden. Da die Güterpreise durch die von den Banken zusätzlich geschöpfte Kaufkraft nur nach und nach steigen, kommt es entscheidend darauf an, an welcher Stelle das neue Geld in den Kreislauf gerät, wodurch neben allokativen Verzerrungen (Begünstigung bestimmter Sektoren) auch erhebliche Umverteilungseffekte die Folge sind (Cantillon-Effekt).

Dem anfänglichen Boom folgt unausweichlich eine Anpassungskrise, sobald die Kreditexpansion zu einem Ende kommt. Dieses Ende muss kommen, weil die steigenden Verschuldungspositionen ihrer Kunden die Banken früher oder später wieder zu einem vorsichtigeren Geschäftsgebaren veranlassen werden. In dem Maße, wie sich dann Investitionen als Fehlverwendung von Kapital erweisen, werden Kredite notleidend – und damit auch die Deckung des zusätzlichen Geldes, mit dem diese Investitionen ursprünglich angeschoben wurden. Das Ergebnis ist eine Bankenkrise, weil die Kreditinstitute auf ihrer Passivseite im Zuge der Kreditexpansion Einlagen geschaffen haben, denen auf der Aktivseite marode Kredite gegenüberstehen. Das ursprünglich aus dem Nichts geschaffene Geld droht damit wieder ausgelöscht zu werden. Die Wirtschaftspolitik steht dann vor der Wahl, diesen Bereinigungsprozess durch Bankinsolvenzen ablaufen zu lassen, das zusätzlich geschaffene Geld durch Zentral-

⁷ Dieser Inflationsdruck besteht relativ zu einer Situation ohne Kreditexpansion. Sofern durch Produktivitätsschübe ansonsten eine deflationäre Entwicklung einträte, könnte diese durch vermehrte Geld- und Kreditschöpfung lediglich überdeckt werden, ohne dass dies in auffällig höheren Teuerungsraten sichtbar würde. Für die realwirtschaftliche Verzerrung ist dieser Unterschied unerheblich, wodurch die Diagnose von Fehlentwicklungen im Finanzsektor zusätzlich erschwert wird.

bankinterventionen im Kreislauf zu lassen oder die Verluste der Banken durch den Steuerzahler aufzufangen. In einer solchen Bereinigungskrise kann es noch zu zusätzlichen Komplikationen kommen, wenn Banken ihren bereits insolventen Kunden (Zombie-Unternehmen) weiterhin Kredit gewähren, um die Offenlegung ihrer eigenen Insolvenz hinauszuzögern (Zombie-Banken). Hierdurch verzögert sich nicht nur die Überführung des weiterhin bestehenden realwirtschaftlichen Kapitalstocks in die nächstbeste marktfähige Verwendung (Liquidationslösung), sondern knappes Kapital wird selbst dann noch fehlgeleitet, wenn die Investitionsfehler längst offensichtlich geworden sind, wodurch die realwirtschaftlichen Anpassungskosten steigen.

Diese Überlegungen machen deutlich, dass Finanzkrisen kein rein finanzwirtschaftliches Phänomen darstellen, sondern tief in der Realwirtschaft wurzeln. Das verbindende Element beruht auf einem Koordinationsdefekt zwischen Sparern und Investoren, die zu einem verfehlten Kapitalstockaufbau führt, der mit einer Verzerrung weiter Teile der Produktions- und Preisstruktur einhergeht (Unwucht zwischen konsumnahen und konsumfernen Produktionskapazitäten). Im Zuge einer Finanzkrise offenbart sich demnach eine vormals überschätzte Leistungsfähigkeit des realen Kapitalstocks (Dezemer 2009). Ist dieser zuvor mit Renditeversprechen finanziert worden, die realwirtschaftlich nicht erbracht werden können, so kommt es unweigerlich zu einer Überschuldung der Kapitalnehmer. Deren Bereinigung führt dann zu Forderungsausfällen und entsprechenden Wertberichtigungen im Portfolio der Anleger. Sofern der Haftungskanal für die verbrieften Forderungen unmittelbar auf Sparer durchschlägt, die sich des Risikos ihrer Anlagen bewusst waren, können die Wertberichtigungen vergleichsweise reibungsfrei (also ohne Gefährdung der Finanzsystemstabilität) abgewickelt werden. In dem Maße jedoch, wie Geschäftsbanken das Ausfallrisiko auf ihre Bilanzen genommen haben (was im Zuge einer monetären Kreditexpansion die Regel ist), schlagen die Wertberichtigungen nicht direkt auf die Sparer, sondern auf die Geschäftsbanken durch. Mit dem möglichen Ausfall bedeutender Banken bedroht die Wertberichtigung die Stabilität des kreditgedeckten Geldsystems („bank runs“). Eine solche Störung der Geldversorgung führt typischerweise in erheblichem Umfang zu liquiditätsbedingten Kollateralschäden bei denjenigen, die als Depositenkunden der Banken mit der ursprünglichen Kreditgewährung überhaupt nicht in Verbindung stehen.⁸

Die von der monetären Konjunktur- und Krisentheorie aufgezeigten Wirkungskanäle stellen mit der Elastizität der Geld- und Kreditschöpfung einen wichtigen Treiber für Boom-Bust-Zyklen in den Vordergrund. Die Kreditschöpfung „aus dem Nichts“ ist mit starken Renditemöglichkeiten verbunden, wodurch ein permanent schwelender Anreiz zur Ausweitung der Kreditvergabe besteht, der nach jeder Krise immer wieder zum Durchbruch drängt und so in unregelmäßigen Abständen zu monetären Expansionsphasen mit anschließenden Bereinigungskrisen führen kann. Diese Ergebnisse lassen sich über den Geldschöpfungskanal hinaus in der Weise verallgemeinern, dass auch in der Kreditvermittlung des Bankensektors (Weiterleitung von Ersparnissen an Investoren) Diskrepanzen zwischen dem natürlichen Zins und dem Marktzins auftreten können, die auf die Kapitalallokation und schließlich auf die Stabilität der Geldversorgung durchschlagen können. Hierzu zählen insbesondere verzerrte Risikomaße sowie ausgeprägte Fristentransformationen.

Da jeder Marktzins immer auch eine Risikokomponente enthält, führt grundsätzlich jede Missachtung des Haftungsprinzips (Abwälzung des Risikos auf unbeteiligte Dritte) zu einer Überschätzung der realwirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Kapitalstocks (zukünftige Erträge werden als sicherer eingeschätzt als sie sind und daher mit einer zu geringen Diskontrate abgezinst, wodurch in der Gegenwart eine Vermögensillusion entsteht). Tritt nun der Geschäftsbankensektor als Puffer zwischen die

⁸ Da Kreditnehmer ja gerade deshalb Kredite nachfragen, weil sie die so erlangte Liquidität zur Abwicklung von Transaktionen benötigen und daher an Dritte weiterleiten, fallen die Gruppen der Kredit- und Depositenkunden auseinander.

Investoren und Sparer und kann dieser davon ausgehen, aufgrund seiner systemischen Bedeutung für die Geldversorgung im Krisenfall mit Unterstützung der Zentralbank oder der Steuerzahler gerettet zu werden („moral hazard“), so kann sich hieraus ein systematisch im Zinsniveau nicht widergespiegelter Risiko ergeben.

Ausgeprägte Fristentransformationen – also kurzfristige Finanzierungen für langfristige Investitionsprojekte – verschärfen das Problem der Kapitalstockverzerrung und machen sowohl die Realwirtschaft als auch die Finanzmärkte zusätzlich verletzlich, weil so das Risiko steigt, dass im Zuge krisenhafter Zuspitzungen auch an sich tragfähige Bereiche der Wirtschaftsstruktur aufgrund stockender Finanzierungsflüsse in Mitleidenschaft gezogen werden (Illiquidität vs. Insolvenz). Zudem wird dadurch bereits in Boomzeiten die Fehlallokation von Kapital wahrscheinlicher, denn eine realwirtschaftliche Investition, die nur für einen kleinen Teil ihrer Amortisationszeit durchfinanziert ist, hat den finalen Kapitalmarkttest noch nicht bestanden. Es ist dann völlig offen, ob die Sparer tatsächlich bereit sind, über den gesamten Projektzeitraum hinweg auf Konsum zu verzichten bzw. das Wertänderungsrisiko zu tragen. Dies erhöht die Gefahr, dass mehr Investitionsprojekte in Angriff genommen werden als überhaupt zum Abschluss gebracht werden können. Grund hierfür ist eine mangelnde Koordination zwischen Sparern und Investoren hinsichtlich der jeweiligen Kapitalbindungsfristen.

Mit der Kapitalstockbereinigung geht eine Abwärtskorrektur des bisherigen absatzfähigen Produktionspotenzials einher, weil die Produktionsstrukturen auf eine Nachfragestruktur ausgerichtet wurden, der sich nunmehr als nicht marktfähig erweist. Teile des Kapitalstocks und des auf die Nutzung dieses Kapitalstocks ausgerichteten Humankapitals werden dann auf die nächstbeste Verwendung zurückgeworfen. Dies kann mit erheblichen Neubewertungen bzw. Produktivitätseinbußen und dementsprechend mit der Notwendigkeit zu gravierenden Lohnkorrekturen verbunden sein. Ein Produktionspotenzial, das auf der Basis einer aggregierten Produktionsfunktion und einem nach den Bewertungen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen bestimmten Kapitalstockwert geschätzt wird (Anschaffungs- oder Wiederbeschaffungspreise), droht dann die marktfähigen Produktionsmöglichkeiten erheblich zu überschätzen, woraus hinsichtlich der stabilisierungspolitischen Ausrichtung gravierende Fehlsignale resultieren können (Klär 2013). Allerdings ist die Identifikation von nicht-nachhaltigen Investitionen in einer marktwirtschaftlichen Ordnung extrem schwierig, hängt doch die Beurteilung maßgeblich von den im Investitionszeitraum erwarteten zukünftigen Knappheitsverhältnissen ab. Diese Erwartungen können nur dezentral getroffen werden, weil es für eine staatliche Investitionslenkung an zentralisierbarem Wissen mangelt. Bei funktionsfähigen Finanzmärkten haben die Investoren selbst ein Interesse, Fehlinvestitionen zu vermeiden. Umso bedeutsamer ist es, diese Anreize zu stärken und darauf hinzuwirken, dass Verzerrungen des Zinsniveaus oder der Risikoeinschätzung vermieden werden.

Im Gegensatz zu den hier vorgestellten theoretischen Betrachtungen ergibt sich aus den in der einschlägigen Verordnung (EUV 1176/2011) genannten Erwägungsgründen, dass das Auftreten der Krise auf eine unzureichende wirtschaftspolitische Koordination und mangelnde Konvergenz hinsichtlich der ökonomischen Leistungsfähigkeit der beteiligten Länder zurückgeführt wird. Zwar entpuppt sich eine Volkswirtschaft mit massiver Kapitalstockverzerrung schließlich als ökonomisch weniger leistungsfähig, allerdings ist nicht die geringere Leistungsfähigkeit als solche, sondern die Kapitalfehlallokation der Kern des Problems, der in keinem bislang vorliegenden Dokument zur Konzeption des Scoreboards adäquat thematisiert wird.

3.1.3 Wettbewerbsfähigkeit, Konvergenz und wirtschaftliche Koordinierung

Der Begriff der Wettbewerbsfähigkeit von Volkswirtschaften bezeichnet neben dem der „makroökonomischen Ungleichgewichte“ das zweite zentrale Konzept, das sich durch sämtliche Dokumente zieht, die für die Beschreibung bzw. Anwendung des Scoreboards einschlägig sind. Hiermit fand ein Konzept Eingang in die wirtschaftspolitische Überwachung der EU, das es so in der Volkswirtschaftslehre nicht gibt. „Wettbewerbsfähigkeit“ ist kein Konzept, das sinnvoll auf Volkswirtschaften bzw. Wirtschaftsräume im Allgemeinen angewandt werden kann (Krugman 1994; Krugman 1996). Die Betonung der Wettbewerbsfähigkeit von Volkswirtschaften verengt die Betrachtung auf mögliche Partikularinteressen der Exportwirtschaft, die aber nicht den Maßstab der am Gemeinwohl orientierten Wirtschaftspolitik bilden können.

Im Gegensatz zu Unternehmen, die untereinander auf einem einzelnen Markt in einem Konkurrenzverhältnis stehen, ist der internationale Handel aus gesamtwirtschaftlicher Sicht kein Null-Summen-Spiel, bei dem der eine nur das gewinnen kann, was der andere verliert. Darüber hinaus sind Unternehmen mit Faktorpreisen konfrontiert, die sie nicht selbst beeinflussen können. Daraus folgt, dass ein Unternehmen, das mit seinen Produkten die entstehenden Kosten nicht decken kann, zunächst in Form von Verlusten die gelbe Karte sieht, und bei fortgesetzten Verlusten in Form des Konkurses die rote. Ein solcher Marktaustritt droht Volkswirtschaften nicht, weil sich bei Verschlechterung der Terms of Trade die heimischen Faktorpreise anpassen können, ohne dass sämtliche Produktionsfaktoren abwandern (was bei einem Unternehmen der Fall wäre, wenn es keine marktüblichen Löhne und Kapitalrenditen erwirtschaften kann).

Anders als Konkurrenzunternehmen handeln die Akteure ganzer Volkswirtschaften auch nicht gegeneinander, sondern miteinander, indem sie jeweils gemäß ihrer komparativen Vorteile Güter untereinander tauschen.⁹ Demzufolge ist es aus Sicht eines Landes auch kein gesamtwirtschaftlich sinnvolles Ziel, den Rest der Welt preislich zu unterbieten. Im Gegenteil ist es für die Wohlfahrt eines Landes – gemessen an den Konsummöglichkeiten seiner Bewohner – von Vorteil, ein möglichst günstiges Austauschverhältnis (Terms of Trade) zu erzielen, so dass für eine Einheit aus heimischer Produktion eine möglichst große Gütermenge aus dem Rest der Welt verfügbar wird. Hierfür ist die heimische Produktivität maßgeblich, die wiederum von der Kapitalausstattung, dem Qualifikationsprofil der Arbeitskräfte, dem technologischen Wissen (totale Faktorproduktivität) sowie den allgemeinen Rahmenbedingungen (institutionelles Design) abhängt. Je höher (geringer) die Produktivität, desto höher (geringer) ist das Einkommensniveau und damit die durchschnittlichen Konsummöglichkeiten der Einwohner eines Landes.

Eine hohe Produktivität ist keine Voraussetzung, um im internationalen Handel bestehen zu können. Auch sehr unterschiedlich produktive Länder können zum gegenseitigen Vorteil miteinander Handel treiben. Konvergenz im Sinne einer Angleichung der Pro-Kopf-Produktivität ist daher nicht notwendig für einen funktionsfähigen gemeinsamen Markt oder eine funktionsfähige Währungsunion. Allerdings ist bei funktionsfähigen marktwirtschaftlichen Koordinationsprozessen zu erwarten, dass sich über den Kapitalverkehr, die Wissensverbreitung sowie durch institutionelles Lernen in einem integrierten Wirtschaftsraum langfristig die Pro-Kopf-Produktivität angleicht. Die Voraussetzungen hierfür zu schaffen, haben die jeweils nationalen wirtschaftspolitischen Instanzen selbst in der Hand, indem sie einen geeigneten anreizkompatiblen Ordnungsrahmen für Investoren und Arbeitskräfte bereitstellen.

⁹ Da Wettbewerbsfähigkeit zwangsläufig ein relatives und kein absolutes Konzept ist, suggeriert der Begriff der „Wettbewerbsfähigkeit von Volkswirtschaften“, dass der Erfolg des einen nur zu Lasten eines anderen gehen könne. Dies leistet implizit einem inadäquaten „beggar-thy-neighbor“-Denken im internationalen Handel unnötig Vorschub, aus dem nicht selten protektionistische Politikreaktionen folgen.

In diesem Sinne ist wirtschaftliches Wachstum vergleichbar mit dem Besteigen eines Berges: So wie ein Bergsteiger mit viel unnötigem Ballast im Rucksack ein Problem mit sich selbst hat und nicht mit denjenigen, die mit weniger Gepäck locker an ihm vorbeiziehen, hat ein Land mit einem schlechten Ordnungsrahmen ein internes Politikdefizit und kein Problem mit seinen Außenbeziehungen.

Eine Angleichung der materiellen Lebensverhältnisse (Konsummöglichkeiten pro Kopf) mag im Sinne eines sozialen Ausgleichs innerhalb der Europäischen Union wünschenswert sein. Ein ökonomisches Erfordernis für die Funktionsfähigkeit eines gemeinsamen Wirtschafts- und Währungsraums ergibt sich daraus jedoch solange nicht, wie Einkommensungleichheiten nicht über zwischenstaatliche Transfers angeglichen werden sollen. Eine wirtschaftspolitische Koordinierung kann zwar für den Erfahrungsausgleich nützlich sein, indes besteht kein Interessengegensatz zwischen den Regierungen. Von daher wäre zu fragen, weshalb ein Land mit einem unzureichenden Ordnungsrahmen nicht von sich aus alle Anreize hat, selbst nach besseren Lösungen zu suchen und von den positiven Erfahrungen anderer Länder zu lernen. Angesichts dieser Konstellation erscheint ein sanktionsbewährtes, supranationales wirtschaftspolitisches Überwachungsverfahren als fraglich, um den Konvergenzfortschritt zu erreichen.

3.1.4 **Gesamtbild**

Die theoretische Fundierung des Scoreboards orientiert sich an keinem in sich geschlossenen wirtschaftstheoretischen Konzept, sondern folgt dezidiert einem eklektischen Ansatz, der naturgemäß nicht ganzheitlich beurteilt werden kann. Zwar sollen mit dem Scoreboard zunächst nur Signale für mögliche Fehlentwicklungen generiert werden, spätestens bei der Interpretation dieser Signale im Rahmen der eingehenden Überprüfung stellt sich aber die Frage nach der wirtschaftstheoretischen Konzeption erneut. Von daher ist zu kritisieren, dass zentrale Begriffe des Verfahrens sehr unbestimmt ausfallen („makroökonomische Ungleichgewichte“) bzw. für die volkswirtschaftliche Analyse unzweckmäßig sind („Wettbewerbsfähigkeit“).¹⁰ Dies erhöht den Ermessensspielraum der Überwachungsinstanzen und birgt die Gefahr von Interventionsspiralen. Zwar ist bei der Würdigung zu berücksichtigen, dass eine straffere theoretische Konzipierung vermutlich auf Schwierigkeiten der gemeinschaftlichen Konsensbildung stoßen würde. Das Problem wird damit aber nicht behoben, sondern nur auf einen späteren Zeitpunkt (Auswertung und Interpretation des Scoreboards) vertagt. Es trifft zu, dass die theoretische Fundierung eines makroökonomischen Überwachungsverfahrens auch in der Wissenschaft selbst kontrovers ist. Die paradigmatische Entscheidung kann aber nicht der ausführenden Verwaltung überlassen werden. So gibt es etwa auch in der geldtheoretischen Literatur divergierende Vorschläge zum Aufgabenzuschnitt einer Zentralbank, gleichwohl muss der geldpolitische Auftrag dieser Behörde (z.B. Preisniveaustabilisierung) wirtschaftspolitisch entschieden werden. Können sich hingegen die Mitgliedsstaaten der Europäischen Union (insbesondere im Euroraum) nicht darüber verständigen, in welchen wirtschaftspolitisch beeinflussbaren Bereichen das Gesamtinteresse durch gemeinschaftswidrige Entscheidungen berührt wird, so ist eine objektive Überwachung nicht möglich. Dem steht nicht entgegen, dass sich die Erkenntnisse bzw. Überzeugungen im Zeitablauf ändern. Käme es zu einem wirtschaftspolitischen Paradigmenwechsel, so wäre dieser entsprechend in einer Neufassung der Vorschriften für das Ungleichgewichtsverfahren zu kodifizieren. In jedem Fall wäre damit aber für die ausführenden Behörden eine jeweils wohlbestimmte Grundlage gegeben.

Idealtypisch müsste die Überwachung der Wirtschaftspolitik als systematisches Institutionenscreening durchgeführt werden, das Hinweise auf dysfunktionale Rahmenbedingungen für marktwirtschaftliche

¹⁰ Für eine ähnliche Einschätzung vgl. Whelan (2010).

Koordinationsprozesse liefern könnte. Ein solches Verfahren würde unmittelbar an den Ursachen der Probleme und den Entscheidungsparametern der Wirtschaftspolitik ansetzen. Mit dem Scoreboard werden indes makroökonomische Variablen betrachtet, in denen sich unterschiedlichste Einflussgrößen niederschlagen – insbesondere solche, die wirtschaftspolitisch überhaupt nicht kontrolliert werden können.

Das aus Sicht des Gemeinschaftsinteresses zentrale Problem der grenzüberschreitenden Ansteckungseffekte wird nicht adäquat adressiert. Mit der mangelnden Ansprache der konkreten Übertragungskanäle fehlt aber gerade derjenige theoretische Baustein, der dem Gesamtverfahren erst seine wirtschaftspolitische Begründung gibt.

Die verschiedenen Einzelindikatoren werden in der EUV 1176/2011 nur sehr grob in „interne“ und „externe“ Größen unterschieden. Sie stehen weitgehend nebeneinander und werden nicht in einem theoretischen Gesamtrahmen miteinander verzahnt.¹¹ Ein solcher Gesamtrahmen kann realistischer Weise nicht in der Formulierung eines gesamtwirtschaftlichen Modells (im Sinne eines makroökonomischen Ansatzes) bestehen, wohl aber könnten die Indikatoren stringenter aus einem gemeinsamen Prinzipienkanon bzw. Wirkungszusammenhang abgeleitet werden, der die Voraussetzungen für funktionsfähige ökonomische Prozesse in einer Währungsunion bzw. einem Binnenmarkt benennt (siehe hierzu das Konzept der pervasiven Koordinationsdefekte in Abschnitt 3.1.1). Anhand eines solchen Kanons wäre dann nach Ideal- bzw. Hilfsindikatoren zu suchen, die möglichst direkt auf die Verletzung dieser Voraussetzungen abzielen (makroökonomische Koordinationseffizienz). Ein solches Vorgehen würde die wirtschaftspolitische Überwachung unmittelbar an den Ursachen und weniger an den Symptomen festmachen. Die dem Scoreboard zugrunde liegenden „Prinzipien“ sind lediglich als formale Kriterien für die Indikatore Auswahl formuliert, nicht im Sinne einer die Funktionsfähigkeit von gesamtwirtschaftlichen Prozessen im EU- bzw. EWU-Verband beschreibenden Anforderungen.

Bei dem Versuch, von makroökonomischen Größen auf Ordnungsdefekte zu schließen, muss man sich bewusst sein, dass sich diese zumeist in Strukturverwerfungen äußern, die aufgrund der Aggregation bzw. Durchschnittsbildung, die makroökonomischen Kennzahlen zugrunde liegt, gar nicht oder nur verzögert entdeckt werden können. Von daher kann ein auf makroökonomischen Kennzahlen beruhendes Verfahren keine abschließende Gewähr dafür bieten, strukturelle Fehlentwicklungen rechtzeitig anzuzeigen.

Ökonomische Systeme stellen einen Verbund soziokybernetischer Regelkreise dar. Ihre Funktionsfähigkeit bemisst sich daran, ob auftretende Störungen durch adäquate Anpassungsprozesse (Preis-, Mengen-, Qualitäts- und Politikreaktionen) ausreguliert werden (siehe Abschnitt 3.1.1). Dies impliziert, dass die zur Bereinigung von Ungleichgewichten auf einem Markt (z.B. Lohnsenkung als Reaktion von Arbeitsangebotsüberhängen) auch auf andere, mit diesem Regelkreis vermaschte Prozesse (z.B. Gütermärkte, Abgabensystem, Arbeitsmärkte in anderen Ländern) ausstrahlen. Für die Beurteilung funktionaler Marktprozesse ist die Primärwirkung entscheidend, ob also die jeweilige Stellgröße (im Beispiel die Lohnbildung) auf auftretende Abweichungen der Regelgröße (Arbeitslosigkeit) in richtungsfunktionaler Weise reagiert. Dies gilt insbesondere im Rahmen des Scoreboards, durch dessen Anwendung strukturelle Fehlentwicklungen (Koordinationsdefekte) entdeckt werden sollen. Eine im Bereich des Finetuning anzusiedelnde möglichst enge konjunkturelle gegenseitige Abstimmung oder gar Synchronisation würde die wirtschaftspolitischen Möglichkeiten überschätzen und letztlich den Zielen des Ungleichgewichtsverfahrens zuwiderlaufen.

¹¹ In Europäische Kommission (2013b: Box 2) erfolgt zumindest eine thematische Gruppierung in die sechs Bereiche „External debt sustainability“, „Trade performance and competitiveness“, „Private sector indebtedness, deleveraging and credit“, „Financial sector risks for the real economy“, „Unemployment“ sowie „Housing and mortgage markets“.

Die Trendbetrachtung für bestimmte Kennzahlen erscheint zwar im Rahmen eines makroökonomischen Überwachungsverfahrens zunächst naheliegend, ist aber vom theoretischen Standpunkt anfällig für Fehldiagnosen. Dies gilt im besonderen Maße überall dort, wo es um intertemporale Entscheidungen geht. Daher ist generell Vorsicht geboten, Trends zu extrapolieren und in ein „Ewigkeitsmodellenden“ zu verfallen. Zielgerichtetes ökonomisches Handeln ist immer auf die Zukunft gerichtet. In der gegenwärtigen bzw. den vergangenen Perioden spiegeln sich hingegen die Vorkehrungen wider, die die ökonomischen Akteure für die Zukunft treffen bzw. getroffen haben. Es wäre daher vorschnell, darauf zu schließen, ein intertemporales Gleichgewicht würde sich dadurch auszeichnen, dass sich die aktuell zu beobachtenden ökonomischen Prozesse und die daraus abgeleiteten makroökonomischen Kennzahlen fortan von Periode zu Periode wiederholen oder einem einmal eingeschlagenen Trend folgen. Dies setzte ein Gleichgewichtsdenken im Sinne einer „evenly rotating economy“ voraus, das einer sich dynamisch entwickelnden Volkswirtschaft, deren Akteure mit Unsicherheit konfrontiert sind, nicht adäquat sein kann.

Schließlich ist grundsätzlich davor zu warnen, makroökonomische Kennzahlen, die traditionell für nach den Landesgrenzen der Mitgliedstaaten erhobene Wirtschaftsräume erhoben werden, nur deshalb schon für makroökonomisch bedeutsam zu halten. Entscheidend ist vielmehr, ob sich aus der Diagnose der Koordinationsdefekte ein Zusammenhang zwischen den in nationaler Verantwortung getroffenen wirtschaftspolitischen Entscheidungen und den jeweiligen makroökonomischen Kennzahlen auf theoretischer Basis einwandfrei bestimmen lässt.

3.2 Beurteilung der Einzelindikatoren

3.2.1 Leistungsbilanzsaldo und Nettoauslandsposition

Der Leistungsbilanzsaldo eines Landes ergibt sich als Differenz zwischen heimischer Ersparnis und inländischer Investitionstätigkeit. In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen entspricht diese Größe dem Finanzierungssaldo der Volkswirtschaft gegenüber der übrigen Welt, der in der Zahlungsbilanzsystematik seine Gegenposition im Wesentlichen im Kapitalverkehrsbilanzsaldo findet (Differenz aus Kapitalexporten und -importen).¹² Er ist damit das Spiegelbild grenzüberschreitender Finanzierungs- bzw. Anlagedispositionen.¹³

Hinsichtlich seiner güterwirtschaftlichen Erscheinungsformen lässt sich der Leistungsbilanzsaldo aufgliedern in den Außenbeitrag (Nettoexport von Waren und Dienstleistungen), dem Primäreinkommenssaldo (empfangene abzüglich geleistete Erwerbs- und Vermögenseinkommen) sowie den laufenden Nettoübertragungen (Saldo empfangener abzüglich geleisteter laufender Transfers). Der Außenbeitrag als üblicherweise bedeutendste Komponente im Leistungsbilanzsaldo entspricht definitorisch der Differenz zwischen dem Bruttoinlandsprodukt und der letzten inländischen Verwendung (Konsumausgaben und Bruttoinvestitionen).

¹² Von grenzüberschreitenden Vermögensübertragungen und Restposten (Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen) wird hier abgesehen, weil sie die ökonomische Interpretation der Leistungsbilanz als möglichem Ungleichgewichtsindikator nicht wesentlich bzw. gar nicht berühren.

¹³ Vgl. hierzu auch Deutsche Bundesbank (2014: 46).

Diese definitorischen Beziehungen lassen als statistische Identitäten indes noch keinen Schluss auf Kausalitäten oder Interdependenz zu,¹⁴ sondern hierzu müssen weitergehende theoretische Überlegungen angestellt werden.¹⁵

Kapitalverkehrs- und Außenhandelsentscheidungen werden nicht *uno actu*, sondern von unabhängigen Akteuren mit unterschiedlichen Motiven getroffen. Die Koordination zwischen ihnen erfolgt indirekt über Rendite- und Güterpreissignale. Kapitalverkehr bedeutet temporäre Kaufkraftverlagerung. Strömt Kapital über die Grenze, so fließt Kaufkraft ins Ausland (finanzwirtschaftlicher Aspekt). Dadurch steigen dort tendenziell die Preise (und Löhne), während sie im Inland sinken (jeweils im Vergleich zu einem Szenario ohne Nettokapitalfluss); bei flexiblen Wechselkursen bewirken diese direkt die Relativpreisänderungen. Im Ergebnis werden heimische Güter für das Ausland attraktiver und dem Kaufkraftstrom folgt der Leistungsstrom (güterwirtschaftlicher Aspekt).

Die Bereitschaft zu temporärer Kaufkraftverlagerung (Kapitalverkehr) ist essentiell für das Auftreten von nennenswerten Außenhandelssalden. Ohne erwirtschaftete oder geliehene Kaufkraft kommt kein Käufer am Gütermarkt zum Zuge. Es genügt nicht, dass ein ausländisches Gut günstig („preisliche Wettbewerbsfähigkeit“) oder sonst wie begehrenswert („nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit“) erscheint, man muss zuvor die für den Kauf notwendige Kaufkraft in die Hand bekommen.¹⁶ Solange Käufer in einem Nettoimportland noch über Zahlungsbestände aus Vorperioden verfügen, können sie diese zwar zeitweise noch zur Begleichung der Importrechnungen verwenden. Der dann in Gang gesetzte Liquiditätsabfluss würde aber die Außenhandelssalden rasch zum Erliegen kommen lassen, weil im Defizitland die Geldmenge sukzessive sinkt, während im Überschussland der umgekehrte Prozess in Gang kommt (Bosch und Veith 1966). Nur wenn die Exporterlöse des Überschusslandes in Form von Kapitalverkehr immer wieder neu als Kaufkraft in das Defizitland zurückgeschleust werden, kann ein Außenhandelssaldo von Dauer sein und die mit dem Scoreboard ins Auge gefasste Persistenz überhaupt auftreten. Andernfalls wird die Kaufkraft für Importgüter auf die in derselben Periode erwirtschaftete Kaufkraft aus dem Verkauf von Exportgütern zurückgeführt und damit der Außenhandelssaldo rasch geschlossen. Eine Entkoppelung zwischen Leistungsbilanz und Kapitalverkehr ist daher immer nur in beschränktem Maße und vorübergehend möglich. Zwischen beiden besteht ein grundsätzlich sachlogischer Zusammenhang, auch wenn dieser Zusammenhang ein gewisses „Spiel“ aufweist (ähnlich wie bei einem Lenkrad, das erst auf heftigere Lenkbewegungen reagiert).

Kapitalströme werden durch erwartete Renditedifferenzen in Gang gesetzt. So fließt Kapital aus dem hochkapitalisierten Deutschland netto in den Rest der Welt, wo die Pro-Kopf-Kapitalausstattung im Schnitt geringer ist. Dies trägt der Tendenz nach zu einer globalen Renditeangleichung bei. Dabei kommt es nicht auf bilaterale Ströme an. Kapital kann über viele Stationen (zum Beispiel aus Deutschland über Luxemburg nach Großbritannien und von dort nach Lateinamerika) weitergeleitet werden. Kapitalströme reflektieren somit ein güterwirtschaftliches Kalkül in der Zeitschiene, wodurch Ersparnisse (Verzicht auf Gegenwartskonsum) für Investitionen (Vorleistungen für Zukunftsproduktion) im In- und Ausland verfügbar werden. Diese intertemporale Betrachtung verweist daher auf ganz

¹⁴ So könnte man beispielsweise auch die privaten Konsumausgaben aufteilen nach Haushaltsgröße (Konsum in Ein- und Mehrpersonenhaushalten) und Güterkategorien (Konsum von Waren und Dienstleistungen). Definitorisch müssen beide Rechenwege zum selben Gesamtkonsum führen, dennoch würde man aus dieser Identität kaum schließen wollen, dass ein Mehrkonsum von Dienstleistungen die Haushaltszusammensetzung ändert (umgekehrt ist eine solche Wirkung gleichwohl denkbar).

¹⁵ Vgl. zum folgenden Abschnitt auch Kooths (2014).

¹⁶ Dies gilt auch für den Fall von direkten Lieferantenkrediten, denn auch eine solche Kreditvereinbarung geht als Kapitalverkehrsstrom notwendigerweise der Kaufentscheidung voraus.

andere Ursachen als die Erklärung von Ein- und Ausfuhren derselben Periode über „nationale Wettbewerbsfähigkeitsmaße“ (vgl. hierzu Abschnitt 3.2.2).

Der freie Kapitalverkehr ist grundsätzlich für alle Beteiligten von Vorteil. Dieses Ergebnis wird zuweilen mit zwei Thesen angefochten. Zum einen wird eingewandt, dass Nettokapitalexporte zu Lasten der heimischen Investitionen gingen und so dem Inland schaden, weil dadurch der Kapitalstock und somit die Produktionsmöglichkeiten gemindert werden. Zum anderen sehen sich Kapitalexportländer dem Vorwurf einer „beggar thy neighbour“-Politik ausgesetzt, wonach sie die heimische Produktion „auf Kosten des Auslands“ ankurbeln wollten. Beide Argumente können jedoch nicht überzeugen, wie die folgenden Überlegungen zeigen.

Gelten Investitionen im Ausland als ertragreicher, so erhöht dies die erwarteten Konsummöglichkeiten im Inland. Zwar ist dann mit geringerem Wachstum der heimischen Produktion zu rechnen, dies wird aber durch höheres Wachstum des für den Konsum entscheidenden Nationaleinkommens mehr als ausgeglichen. Ob die von privaten Investoren jeweils erwarteten Renditen auch realisiert werden können, hängt von ihrer Fähigkeit (bzw. von der Fähigkeit der von ihnen beauftragten Finanzintermediäre) ab, rentable Anlageprojekte zu identifizieren. Das Problem falscher Investitionsentscheidungen besteht allerdings völlig unabhängig von Leistungsbilanzsalden (auch bei ausgeglichener Leistungsbilanz können noch erhebliche Kapitalströme über die Grenzen fließen). Welche Investition sich im Inland oder im Ausland auszahlt, kann niemand mit Sicherheit voraussagen – auch staatliche Instanzen verfügen hier über keinen Informationsvorsprung. Es kommt immer auf die Einschätzungen und Erwartungen der Anleger an. Solange diese in der Haftung stehen, dürften sie die erforderliche Sorgfalt walten lassen. Ob zwischen den Beteiligten Sparern und Investoren zufällig eine Landesgrenze verläuft, ist ökonomisch ohne Belang.

Leistungsbilanzüberschüsse gehen auch nicht zu Lasten des Auslands – im Gegenteil. Strömt Kapital in ein Land, so ist das von Vorteil, weil nun dort Güter über die eigene Produktion hinaus verfügbar sind und diese ergiebiger machen können bzw. ein Vorziehen von Konsum erlauben. Ein Importüberschuss geht bei funktionsfähigen Arbeitsmärkten nicht zu Lasten der heimischen Produktion, sondern erhöht die im jeweiligen Empfängerland verfügbaren Güter. Landschaften, die Investoren anziehen, blühen auf, wenn dadurch zusätzliche marktfähige Produktionskapazitäten entstehen. Dann steigt trotz höherer Zinslast das Nationaleinkommen stärker, als es ohne den Kapitalzufluss der Fall wäre. Insbesondere profitieren die heimischen Arbeitskräfte, weil sie nun rascher mit produktivitätssteigernden Kapitalgütern ausgestattet werden können.

Wird indes nur ein übertriebener Bau- oder Konsumboom entfacht, so bleiben außer Ruinen nur Schulden. Eine rasche Kapitalbilanzumkehr („sudden stop“) trifft vor allem kurzfristig finanzierte Projekte mit langen Amortisationszeiten – eine überzogene Fristeninkongruenz erweist sich dann als krisenverschärfender Fehler. Indem man die Investitionsprojekte nicht über ihre Laufzeit durchfinanziert hat, ist man dem entscheidenden Markttest ausgewichen: man hat nie geprüft, ob die Anleger tatsächlich für den gesamten Amortisationszeitraum auf Konsum zu verzichten bereit waren. In der Krise zeigt sich dann, dass dieser Markttest nicht bestanden wird. Der Kapitalzustrom kommt zum Erliegen, da die Anleger dem verlorenen Kapital kein neues mehr hinterherwerfen. So fehlen nun die komplementären Produktionsmittel, um die überdimensionierten Projekte zu Ende zu führen, und die Länder durchlaufen schmerzhaft Anpassungsprozesse. Hierbei können auch grundsätzlich tragfähige Investitionsprojekte aus reinem Liquiditätsmangel notleidend werden.

Aus Sicht einer aggregiert-nachfrageseitigen Erklärung des Bruttoinlandsproduktes müssten in einer solchen Situation stattdessen positive Effekte eintreten: Über Nacht wäre bei einer Kapital- und Leistungsbilanzumkehr der vermeintlich produktionsdämpfende Importüberschuss vorbei und die

Produktion in den ehemaligen Defizitländern sollte demnach wieder in Schwung kommen. Der Fehler dieser Argumentation liegt darin, dass mit den Produktionskapazitäten eines Landes kurzfristig nicht jede beliebige Nachfragestruktur bedient werden kann, sondern die Produktionsstrukturen des Landes nur ausgelastet werden können, wenn die bisherige Nachfrage weiterhin aus dem Ausland kreditfinanziert wird. Diese Konstellation macht deutlich, dass rein makroökonomische Überlegungen bzw. Rezepturen (Denken in höchsten Aggregaten) in die Irre führen, wenn die Probleme struktureller Natur (unpassende Zusammensetzung der Aggregate) sind.

Aus den vorstehenden Überlegungen ergibt sich, dass Zielvorgaben für den Leistungsbilanzsaldo eines Landes theoretisch kaum zu begründen sind. Zugleich wird deutlich, dass die Suche nach möglichen Koordinationsdefekten vor allem bei den Anlage- bzw. Finanzierungsentscheidungen der Marktakteure anknüpfen muss, wobei auf das gravierendste Problem bereits im Abschnitt 3.1.2 hingewiesen wurde: Sobald Anleger davon ausgehen, dass sie das Risiko ihrer Investitionsentscheidung auf unbeteiligte Dritte abwälzen können, sind der Kapitalfehl lenkung Tür und Tor geöffnet (Entkräftung des Haftungsprinzips). Dies gilt jedoch binnenwirtschaftlich wie grenzüberschreitend.

Die theoretischen Überlegungen, die die Europäische Kommission zur Bedeutung des Leistungsbilanzsaldos vorgelegt hat, weichen deutlich von der hier vorgestellten Erklärung ab. Im Rahmen ihres eklektischen Ansatzes geht die Kommission von der güterwirtschaftlichen und finanzwirtschaftlichen Definition des Leistungsbilanzsaldos aus und unterstellt implizit eine Interdependenz, wobei der Schwerpunkt in Europäische Kommission (2012a) eindeutig auf der güterwirtschaftlichen Sichtweise liegt. Zwar wird auch die intertemporale Bedeutung des Kapitalverkehrs genannt (etwa im Rahmen von aufholenden Volkswirtschaften oder für die Konsumglättung in alternenden Volkswirtschaften), das Hauptaugenmerk liegt aber auf der Bedeutung von Wettbewerbs- bzw. Nachfrageschwächen in Defizit- bzw. Überschussländern, wodurch der Zusammenhang zwischen Kapitalverkehr (Kaufkraftübertragung) und relativer Preis- und Lohnentwicklung verkannt wird. Allerdings weist die Gruppierung des Leistungsbilanzsaldos und der Nettoauslandsposition in Europäische Kommission (2013a: Box 2) unter „external debt sustainability“ und die dortigen Ausführungen darauf hin, dass der finanzwirtschaftliche Aspekt zuletzt an Bedeutung gewonnen hat.

Kritisch ist weiterhin anzumerken, dass sich in den theoretischen Überlegungen ein ungenaues, zuweilen sogar irreführendes Vokabular findet. So wird ohne weitere Erläuterungen von „excessive savings“ oder einem „saving-investment mismatch“ gesprochen und suggeriert, dass eine Differenz zwischen heimischen Ersparnissen und Investitionen per se problematisch sei. Tatsächlich sind sie in einer Welt freien Kapitalverkehrs und bestehender Renditeunterschiede aufgrund unterschiedlicher Kapitalausstattungen als Normalfall einzustufen.¹⁷ Auch ist der Leistungsbilanzüberschuss eines Landes nicht der „major driver of net lending/borrowing of the economy“, sondern Leistungsbilanzsaldo und Finanzierungsüberschuss sind definitionsgemäß identisch. In ähnlicher Weise ist die Leistungsbilanz und damit der nationale Finanzierungsüberschuss – abgesehen von Bewertungsveränderungen – nicht die „key determinant“ der Nettoauslandsposition, sondern schlicht ihre Veränderung in der Zeit. Die jeweiligen ökonomischen Triebkräfte und Determinanten lassen sich nicht an Identitäten festmachen, sondern bedürfen – wie gezeigt – eines theoretischen Fundaments.

Der Kommission ist zuzustimmen, dass Leistungsbilanzsalden – wie alle Finanzierungssalden – ein Symptom von Koordinationsdefekten im Finanzsystem und speziell im Bankensystem sein könnten.

¹⁷ Der seinerzeitige Befund von Feldstein und Horioka (1980) zum engen Gleichlauf von Ersparnissen und Investitionen in OECD-Ländern gilt daher auch als Ausweis bestehender Kapitalverkehrshemmnisse während des Untersuchungszeitraums (1960 bis Mitte der 1970er Jahre), und keinesfalls als ökonomische Norm bei freiem Kapitalverkehr. Siehe hierzu auch Feldstein (2005).

Hierbei darf indes nicht übersehen werden, dass die Ermöglichung von Finanzierungssalden die Kernaufgabe des Finanzsystems darstellt (finanzwirtschaftliche Intermediation zwischen Gläubigern und Schuldern). Die Existenz von grenzüberschreitenden Finanzierungssalden liefern als solche *prima facie* keinerlei Evidenz für Fehlentwicklungen – im Gegenteil: Ein enger Gleichlauf von nationaler Ersparnis und Investitionen könnte als Symptom auf mangelnde Kapitalmobilität und damit einen Funktionsdefekt des Binnenmarktes hinweisen.

Kapitalverkehrsdefekte sind aus Sicht des Ungleichgewichtsverfahrens in dem Maße bedeutsam, wie sich Verzerrungen in Bezug auf Finanzierungs- und Anlageentscheidungen diagnostizieren lassen, die an länderspezifischen Besonderheiten festgemacht werden können (z.B. unzureichende Risikoprämien für Staatsanleihen oder für als systemisch wichtig geltender nationaler Banken aufgrund von expliziten oder impliziten Haftungsgarantien). Sollten sich entsprechende Koordinationsdefekte nachweisen lassen, so wird das Gemeinschaftsinteresse neben der Fehlallokation von Kapital insbesondere dann berührt, wenn im Zuge einer Korrektur destabilisierende Effekte auf den Bankensektor und damit auf das Zahlungssystem zu erwarten sind. Es ist daher folgerichtig, den so verstandenen Leistungsbilanzsalden die Nettoauslandsposition zur Seite zu stellen. Denn nur wenn Fehlanreize im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr über längere Zeit Bestand haben (und sich somit auch in der Entwicklung der Nettoauslandsposition niederschlagen), drohen im Falle nicht-nachhaltiger Finanzierungspositionen größere Verwerfungen speziell im Bankensektor, sofern dieser einen großen Teil der Auslandsverschuldung als intermediärer Kreditgeber auf seine Bilanzen übernommen hat. Inwiefern sich dies aus den Daten der Zahlungsbilanzstatistik ablesen lässt, ist indes fraglich. Die Kommission betont zu Recht die Bedeutung der Verbriefungsform (z.B. Direktinvestitionen vs. festverzinsliche Schuldtitel). Auf die Verletzlichkeit des Bankensektors bei größeren Ausfällen bzw. Wertberichtigungen lässt sich daraus indes noch nicht schließen, und es bedarf einer vertiefenden Analyse der Bankbilanzen und ihrer Verflechtung.

Im Sinne eines Warnsystems für mögliche Fehlentwicklungen kann die Überwachung von Leistungsbilanzsalden Hinweise auf eine gewisse räumliche Konzentration der Kapitalflüsse geben, weil Zahlungsbilanzstatistiken nach nationalen Grenzen erhoben werden. Diese Kontrollinformation kann man sich zunutze machen, sollte dabei aber immer im Auge behalten, dass die statistischen Größen das Ergebnis zahlreicher Entscheidungen von individuellen Akteuren bilden. „Länder“ sind in diesem Kontext keine Akteure.¹⁸ Daher kann auch die Saldierung bei der Betrachtung der Nettoauslandsposition eines Landes (Bruttoaktiva abzüglich Bruttopassiva) wichtige Entwicklungen überdecken. Zieht etwa ein Sektor in einem Land (z.B. die Immobilienwirtschaft) Kapital aus dem Rest der Welt an, so ist den Gläubigern, zu denen möglicherweise auch systemisch wichtige Banken zählen, nicht damit geholfen, dass andere Akteure im selben Land über Nettoauslandsvermögen verfügen, weil auf dieses kein Zugriff besteht (und im Rahmen einer anreizkompatiblen Kapitalmarktregulierung auch nicht bestehen sollte). Aus der Aggregation aller grenzüberschreitenden Finanzierungsoperationen der einzelwirtschaftlichen Akteure eines Landes folgt keine Gesamthaftung des Landes für die ausstehende Nettoauslandsschuld. Dies zeigt einmal mehr, dass die Länderzugehörigkeit für privatwirtschaftliche Transaktionen – zumal in einem Binnenmarkt – nicht überschätzt werden darf.

Für die Stabilität des Finanzsystems ist es zunächst unerheblich, ob zum Beispiel eine übermäßige Kreditexpansion grenzüberschreitend erfolgt oder sich auf den gesamten Wirtschaftsraum der EU oder EWU erstreckt. Insgesamt verschmelzen damit die makroökonomische Überwachung und die Stabilitätsprüfung des Finanzsystems (insbesondere des Bankensystems). Dies gilt insbesondere für die Frage, inwiefern die Auslandsverschuldung eines Landes auf die Solvenz des Bankensystems im

¹⁸ Siehe hierzu auch die konzeptionellen Überlegungen von Dabrowski (2006) zum eingeschränkten Aussagegehalt von Zahlungsbilanzposten bei freiem Kapitalverkehr.

Rest der Welt durchschlägt. Man kann daher zu dem Schluss kommen, dass ein Binnenmarkt und auch eine Wirtschafts- und Währungsunion mit einem adäquat regulierten Finanzsektor, bei dem insbesondere das Haftungsprinzip bei Anlageentscheidungen uneingeschränkt zur Geltung kommt, keine „Ungleichgewichte“ aus dem grenzüberschreitenden Kapitalverkehr zu befürchten hat.

Die hier als Folge von Kapitalimporten aufgezeigten Wirkungszusammenhänge können in einem gemeinsamen Währungsraum auch als Ergebnis einer überdurchschnittlich expansiven Geld- und Kreditschöpfung in einem Mitgliedsland auftreten. In diesem Fall werden die für den Importüberschuss erforderlichen Finanzierungsmittel nicht von anderen Ländern abgezogen und in das Defizitland geleitet, sondern in diesem selbst von den Geschäftsbanken neu geschaffen (heimische Kreditschöpfung statt grenzüberschreitende Kreditintermediation). Während die Preis- und Lohneffekte ähnlich wirken (siehe hierzu auch Abschnitt 3.2.2), liegen nun den Leistungsbilanzsalden keine privatwirtschaftlich getroffenen Anlegerentscheidungen im Rahmen des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs zugrunde, sondern das Eurosystem wird als gemeinsame Währungsbehörde in die Zahlungsbilanzfinanzierung gezwungen (Target2-Problematik).¹⁹ Eine solche Entwicklung, bei der die Kreditschöpfung des Geschäftsbankensystems nicht der Liquiditätsbereitstellung dient, sondern zur Finanzierung von Leistungstransaktionen herangezogen wird, ist dysfunktional und stellt einen gravierenden Koordinationsdefekt an der Schnittstelle von Geldversorgung und Kapitalmarkt dar, der typischerweise mit schweren makroökonomischen Verwerfungen verbunden ist. Einen solchen Koordinationsdefekt zu verhindern, ist jedoch Aufgabe der Geldpolitik (z.B. durch einheitliche Standards, etwa Kollateralanforderungen, im Rahmen der Refinanzierungsoperationen) und nicht der makroökonomischen Überwachung im Rahmen des Europäischen Semesters. Für die Diagnose der möglichen Ursachen von Leistungsbilanzsalden und ihrer gesamtwirtschaftlichen Beurteilung ist sie aber unbedingt zu beachten.

In Hinblick auf die Krisenfrüherkennung kommen allenfalls persistent hohe Leistungsbilanzdefizite (und damit der Aufbau einer nennenswerten Nettoauslandsverschuldung) in Betracht. Eine solche Entwicklung könnte darauf hinweisen, dass es innerhalb der Europäischen Union zu einer regionalen Konzentration von Finanzierungsströmen kommt, die die Leistungsfähigkeit der Kapitalnehmer früher oder später überfordern und daher auf eine Kapitalverzerrung hinweisen könnte. Im Zuge einer Finanzkrise (abrupter Rückzug der ausländischen Kapitalgeber und Kapitalflucht der Inländer) aktiviert sich die Leistungsbilanz zwangsläufig. Dies ist dann nicht als „Gesundungsprozess“ zu interpretieren, sondern als Ausweis des Vertrauensverlustes der Anleger. Da im Zuge einer Finanzkrise die vorangegangene Überbewertung des Kapitalstocks korrigiert wird, offenbart sich in einer solchen Situation ein gravierender Kapitalmangel. Die Lohnanpassung in der betroffenen Volkswirtschaft muss dann umso höher ausfallen, je weniger schnell es dem Land gelingt, neues Kapital anzuziehen und Teile des entwerteten Kapitalstocks zu ersetzen.

Anhaltend hohe Leistungsbilanzüberschüsse (bzw. der kontinuierliche Aufbau eines nennenswerten Nettoauslandsvermögens) kommen demgegenüber als Krisensignal aus theoretischer Sicht nicht in Betracht.

Aus den vorstehenden Überlegungen ergibt sich, dass der Leistungsbilanzsaldo keine theoretisch fundierte Zielgröße für die Wirtschaftspolitik darstellen kann, sondern allenfalls ein Aufgreifkriterium bietet, um länderspezifischen Koordinationsdefekten in Bezug auf Investitionsbedingungen und Ersparnisentscheidungen nachzuspüren. Hierbei kann es nicht darum gehen, nationale Ersparnis und heimische Investitionstätigkeit möglichst einander anzunähern oder bestimmte nationale Spar- oder

¹⁹ Vgl. hierzu Sinn und Wollmershäuser (2011) und Kooths und van Roye (2012).

Investitionsquoten anzustreben, sondern länderspezifische Verzerrungen in Bezug auf Anlage- und Finanzierungsentscheidungen aufzudecken (z.B. regulatorische Investitionshemmnisse, Risikoverzerrung durch implizite Haftungshemmnisse, übermäßige Kreditschöpfung und massive Zahlungsbilanzfinanzierung über das Eurosystem). Direkte Eingriffe in Form von Kapitalverkehrsbeschränkungen wären demgegenüber nicht nur binnenmarktwidrig, sondern können auch niemals als ursachengerechte Therapie gelten.

3.2.2 Wettbewerbsfähigkeit: Realer effektiver Wechselkurs, Lohnstückkosten und Weltmarktanteile

Die Indikatoren „realer effektiver Wechselkurs“, „Lohnstückkosten“ und „Weltmarktanteile“ zielen auf die Messung der „globalen Wettbewerbsfähigkeit“ eines Landes ab. Damit liegt ihnen jedoch ein Konzept zugrunde, das volkswirtschaftlich nicht sinnvoll zu interpretieren ist (vgl. hierzu die Ausführungen in Abschnitt 3.1.3).

Bei gegebener einheitlicher Geldpolitik und gegebenen, an Renditeunterschieden ausgerichteten Entscheidungen der Kapitalmarktakteure muss sich die mit dem Kapitalverkehr einhergehende Kaufkraftübertragung in einer Anpassung des realen effektiven Wechselkurses äußern und zwar in der Weise, dass Kapitalimportländer real aufwerten und Kapitalexportländer real abwerten. Andernfalls würden sich die Kapitalmarktentscheidungen nicht in einen güterwirtschaftlichen Ressourcenstrom übersetzen können. Denn für die Entscheider an den Gütermärkten sind die Preissignale der von ihnen nachgefragten und angebotenen Güter maßgeblich und nur auf diese können sie in einer marktwirtschaftlichen Ordnung reagieren. Eine Betrachtung des realen effektiven Wechselkurses als Ursache von Außenhandelsdefiziten (im Sinne „mangelnder Wettbewerbsfähigkeit“) verkennt den Verbund zwischen Kapital-, Güter- und Arbeitsmärkten und unterstellt, dass sich die Finanzierungsströme passiv an die Gütermarktströme anpassen. Dies aber widerspricht der Funktionsweise des Kapitalmarktes. Theoretisch können solche Effekte in extrem vereinfachten keynesianischen Modellwelten auftreten, bei denen Preise und Löhne starr sind und die Ersparnisse mechanisch als Restgröße den Investoren zugewiesen werden. Unabhängig von anderen hier nicht zu diskutierenden Unzulänglichkeiten solcher Modellansätze können diese in der Tendenz allenfalls kurzfristig Gültigkeit haben und niemals die im Rahmen des Scoreboards aufzudeckenden strukturellen Fehlentwicklungen erklären.

Bei funktionsfähigen Kapital- und Arbeitsmärkten ist mit einer realen Aufwertung infolge eines Kapitalimportes keine Dämpfung der heimischen Produktion verbunden, sondern die insgesamt in der Volkswirtschaft verfügbare Gütermenge nimmt stärker zu als es die heimischen Produktionsmöglichkeiten für sich genommen erlauben würden. Aufgrund der zufließenden Kaufkraft steigt die Nachfrage im selben Umfang. Ein Importüberschuss dämpft im Aggregat nicht die Absatzmöglichkeiten inländischer Produzenten. Die Annahme, dass höhere Importe dauerhaft zu Lasten der heimischen Wertschöpfung gingen,²⁰ beruht auf einer Fehlinterpretation der verwendungsseitigen Definition des Bruttoinlandsproduktes und zwar dergestalt, dass nur die Importvariation, nicht aber der im selben Umfang eintretende Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Güterverwendung betrachtet wird, der durch den Kapitalimport ermöglicht wird. Dessen ungeachtet geht mit dem Kapitalzufluss eine

²⁰ Die Kommission schreibt hierzu: „The REER [real effective exchange rate] ... not only embodies price features of exported goods and services to external markets, but also the attractiveness of imports versus domestically produced goods. As a two-sided indicator, it is therefore frequently related to current account developments“ (Europäische Kommission 2012a: 10), wobei „current account developments“ hier im güterwirtschaftlichen Sinne angesprochen werden.

Umgestaltung der Produktionsstrukturen einher, weil nicht alle Märkte proportional von denselben Preiserhöhungen betroffen sind. Insbesondere expandieren diejenigen Branchen relativ stärker, die das Ziel der Kapitalgeber sind, während andere Branchen relativ oder sogar absolut schrumpfen. Auf diese Weise werden auch heimische Produktionsfaktoren neu ausgerichtet und an die sich im Zuge des Kapitalimports wandelnde Produktionsstruktur angepasst. Mit dieser Anpassung geht einher, dass sich nicht nur das Preisniveau, sondern auch die Preisstruktur in Nettokapitalexport- und Nettokapitalimportländern verändern.

In dem Maße, wie sich das Preisniveau und die Preisstruktur ändern, passen sich auch das Lohnniveau und die Lohnstruktur in einer Volkswirtschaft an. Arbeit ist wie jeder Produktionsfaktor ein Mittel (Input) zum Zweck (Produktion). Mittel werden von ökonomischen Akteuren danach bewertet, welche Bedeutung der Zweck hat, dem sie dienen. Daraus ergibt sich in einer marktwirtschaftlichen Ordnung das Prinzip, dass der Faktor Arbeit nach seinem Wertgrenzprodukt bewertet wird, der Lohn also maximal so viel betragen kann, wie dem durch den Mehreinsatz an Arbeit zusätzlich möglichen Umsatz entspricht. In das Wertgrenzprodukt fließen sowohl die physische Arbeitsproduktivität (Kausalbeziehung zwischen Input und Produktion) als auch die für das Produktionsergebnis zu erzielenden Absatzpreise ein (Wertschätzung der Produktion). Demzufolge ziehen Preisänderungen Lohnänderungen nach sich. Die Kommission interpretiert indes die Lohnstückkostenentwicklung in umgekehrter Kausalität, wenn sie auf die kostenseitige Wettbewerbsfähigkeit verweist. In der Tat kann eine Volkswirtschaft ein inadäquates Lohnniveau aufweisen, bei dem Arbeitsangebot und Arbeitsnachfrage nicht zum Ausgleich kommen und Arbeitslosigkeit entsteht. Dies bedeutet aber, dass zum geltenden Lohn alle Beschäftigungswilligen nicht mindestens ein Wertgrenzprodukt erwirtschaften können, dass dem Lohnsatz entspricht. Eine solche Volkswirtschaft hat ein internes Arbeitsmarktpflicht, aber kein primäres Problem mit ihren Außenbeziehungen.²¹

Während der reale effektive Wechselkurs und die Lohnstückkosten die „preisliche bzw. kostenseitige Wettbewerbsfähigkeit“ eines Landes abbilden sollen, zielt die Indikatorvariable zu den Weltmarktanteilen auf die „strukturelle (nicht-preisliche) Wettbewerbsfähigkeit“ ab. Auch dieses Konzept ist aus theoretischer Sicht schwer nachvollziehbar. Eine nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit macht grundsätzlich wenig Sinn, weil auf Märkten immer Preis-Leistungs-Bündel gehandelt werden. Ob eine Transaktion vorteilhaft ist oder nicht, kann ohne Beachtung des Preises von keinem der beiden Transaktionspartner beurteilt werden. Andersherum gilt: Bei einem Preis, der niedrig genug ist, ist jedes Gut verkäuflich. Auch die sogenannte nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit ist daher nichts anderes als das Spiegelbild der Wertproduktivität. Volkswirtschaften, deren Unternehmen international nur vergleichsweise wenig attraktive Leistungen zu erbringen vermögen, können hierfür auch nur geringe Preise erzielen und daher ihre Produktionsfaktoren auch nur gering entgelten. Dies ist seit jeher ein bekanntes Ergebnis der Außenwirtschaftstheorie, von daher verwundert es, dass sich die Kommission hierfür auf die „new-new trade theory“²² beruft. Ferner kann als etablierte Erkenntnis gelten, dass eine Volkswirtschaft, deren Unternehmen sich stärker in die internationale Arbeitsteilung

²¹ Abgesehen von der kausalanalytischen Unzulänglichkeit „nationaler Wettbewerbsfähigkeitsindikatoren“ lassen Lohnstückkosten keine Niveauvergleiche, sondern nur relative Entwicklungsvergleiche zu. Demzufolge lässt sich aus einer Divergenz von Lohnstückkostenveränderungsraten zweier Wirtschaftsräume nicht schließen, ob sich die Lohnstückkosten aufeinander zu oder voneinander weg bewegen. Vgl. hierzu Groll und van Roye (2011).

²² Die sogenannte „new-new trade theory“ hebt bei der Erklärung von Außenhandelsströmen auf die spezifischen Eigenschaften einzelner Unternehmen ab. Abgesehen davon, dass sich die Erklärungsmuster der Außenhandelstheorie seit jeher in einzelwirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit niederschlagen müssen („Länder“ exportieren oder importieren nicht), so kann ein makroökonomisches Überwachungsverfahren nur an länderspezifischen Gegebenheiten (insbesondere wirtschaftspolitisch zu beeinflussenden Rahmenbedingungen) ansetzen, die im Sinne allgemeiner Gültigkeit für einen Großteil der einzelwirtschaftlichen Handelsentscheidungen von Bedeutung sind.

integrieren (was sich an einem hohen Offenheitsgrad und damit indirekt auch in den Weltmarktanteilen niederschlägt), Spezialisierungsvorteile heben kann.

Die von der Kommission zusätzlich vorgeschlagene Bestimmung „realer Weltmarktanteile“ ist nicht nur formal problematisch (bei verketteten Volumengrößen lassen sich keine echten Anteilswerte bestimmen), sondern auch inhaltlich äußerst fraglich. Preisbereinigte Weltmarktanteile zeigen rein hypothetische Marktanteile für den Fall, dass die tatsächlich abgesetzten Mengen auch bei unveränderten Preisen hätten verkauft werden können. Da der Absatzerfolg aber kaum unabhängig vom Preis sein dürfte, bleibt offen, welche analytische Aussage sich aus der Berechnung „preisbereinigter Marktanteile“ überhaupt gewinnen lassen könnte.

Die analytische Vorgehensweise, der sich die Kommission anschließt, nämlich als nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit diejenige Exportperformance zu betrachten, die sich nicht aus Preisentwicklungen erklären lässt, ist mechanistisch und übersieht, dass sich jedes Preis-Leistungs-Bündel am Markt bewähren muss. Unternehmen streben von sich aus auf solche Märkte, die die höchsten Renditen versprechen, was wiederum bedeutet, dass sie damit die ihnen in einem Land zur Verfügung stehenden Produktionsfaktoren bestmöglich einsetzen. Eine Exportlenkung hin zu Hochtechnologiemärkten, nur weil diese im Durchschnitt eine geringere Preiselastizität aufweisen könnten, kann keine sinnvolle Zielsetzung der Wirtschaftspolitik sein, weil den zuständigen Behörden für derartige industriepolitische Interventionen die notwendigen Informationen fehlen. Abgesehen davon, dass sich nicht alle Länder in Hochtechnologie-Sektoren spezialisieren können, bezieht sich die messbare geringere Preiselastizität nur auf diejenigen Hochtechnologie-Sparten, die sich am Markt bereits bewährt haben. Das lässt keine Schlussfolgerung darüber zu, wie die Erfolgsaussichten neuer Hochtechnologieprodukte sind. „Hochtechnologisch“ zu sein, ist kein Garant für Exporterfolge, sondern Hochtechnologiemärkte dürften im Gegenteil sogar ein überdurchschnittlich hohes Investitionsrisiko darstellen. Die Abwägung zwischen Erfolgsaussichten und Verlustrisiko muss daher den Entscheidern in den Unternehmen und der Risikobereitschaft der Kapitalgeber überlassen bleiben und sollte nicht durch politische Einflussnahme in der einen oder anderen Weise (Subventionen) verzerrt werden. Hier besteht insbesondere die Gefahr, dass die Warnfunktion des Scoreboards mit den allgemeinen EU-Entwicklungszielen der 2020-Strategie (hier insbesondere der Forschungs- und Entwicklungsausgaben in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) vermengt werden.

Weltmarktanteile eines Landes können aber unabhängig von der engen Interpretation als Zusatzindikator für die „nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit“ in Verbindung mit einer steigenden Nettoauslandsverschuldung einen Hinweis darauf geben, ob das importierte Kapital dazu genutzt wird, eine Produktionsbasis aufzubauen, die eine zukünftige Bedienung der Auslandsschulden erwarten lässt. In diesem Sinne kann die Entwicklung der Weltmarktanteile informativ sein, um die Tragfähigkeit der Nettoauslandsverschuldung zu beurteilen. Eine Volkswirtschaft, die viel Kapital aus dem Rest der Welt anzieht, sollte – zumindest zeitlich versetzt – auch eine positive Exportentwicklung im Sinne steigender Anteile der Ausfuhren am Bruttoinlandsprodukt aufweisen. Dies kann für reifere Volkswirtschaften mit trendmäßig sinkenden Weltmarktanteilen einhergehen, weil die Welthandelsentwicklung typischerweise von überdurchschnittlich stark wachsenden und handelsbelebenden Schwellenländern bestimmt wird. Auffällig starke Rückgänge der Weltmarktanteile (insbesondere in Bezug auf die Entwicklung in vergleichbaren Ländern) können dann aber einen Hinweis auf die Herausbildung nicht-nachhaltiger Produktionsstrukturen in einem Nettokapitalimportland sein.

3.2.3 Arbeitslosenquote

Über mehrere Jahre anhaltend hohe Arbeitslosigkeit weist auf dysfunktionale Arbeitsmarktinstitutionen hin, wobei insbesondere eine geringe Fluktuation zwischen der Gruppe der Beschäftigten und der Erwerbslosen (z.B. hohe Jugendarbeitslosigkeit) auf Insider-Outsider-Probleme schließen lässt. Kommt es trotz hoher Arbeitslosigkeit nicht zu korrigierenden Lohnsenkungen bzw. produktivitätsorientierten Lohnspreizungen, so liegt ein gravierender gesamtwirtschaftlicher Koordinationsdefekt vor, weil ein nicht marktgerechter Preis für den Faktor Arbeit die Wertschöpfungsmöglichkeiten nahezu aller Wirtschaftszweige hemmt.

Typischerweise kommt es in Volkswirtschaften, die in eine krisenhafte Entwicklung hineinlaufen, die auf nicht-nachhaltigen Finanzierungspositionen beruht, sogar zu einem Rückgang der Arbeitslosigkeit, weil durch Kapitalzuflüsse bzw. Kreditexpansion Produktionsbereiche angeregt werden bzw. erhalten bleiben, die sich mit dem Beginn der Bereinigungskrise als obsolet erweisen. Aus diesem Grund ist die Arbeitslosenquote für die Krisenfrüherkennung theoretisch nicht nur ungeeignet, sondern möglicherweise sogar irreführend.

Eine vorübergehend sehr hohe Arbeitslosigkeit in Zeiten einer Bereinigungskrise ist nahezu unvermeidlich, weil die Beschäftigten aus den nicht mehr marktfähigen Wirtschaftsbereichen in neue Verwendungsmöglichkeiten überführt werden müssen. Dies kann je nach Qualifikation und Branche mit gravierenden Produktivitäts- und Lohnabschlägen verbunden sein, da sich die Wertschätzung der übrigen Marktbeteiligten (letztlich der Konsumenten) für die von ihnen geleistete Tätigkeit nach unten korrigiert hat und sich weite Teile der Preisstruktur der Volkswirtschaft neu ausrichten müssen. Dies ist für die Betroffenen oft nur schwer verständlich, weil sich weder ihre Einsatzbereitschaft noch ihre formale Qualifikation verändert haben. Dies kann zu persistent hohen Reservationslöhnen führen, insbesondere dann, wenn die Lohnersatzleistungen (z.B. Arbeitslosengeld) am zuletzt bezogenen Marktlohn anknüpfen und über längere Zeit gewährt werden. In Zeiten der Krise kann daher die Arbeitslosenquote Anhaltspunkte für die Umsetzung von Strukturreformen auf Güter- und Arbeitsmärkten liefern.

3.2.4 Hauspreise und Verschuldungsindikatoren

Den Erkenntnissen und theoretischen Begründungen der Kommission zur Bedeutung der Hauspreise sowie der verschiedenen Verschuldungsindikatoren (Verschuldung des privaten Sektors, Neuverschuldung des privaten Sektors, Bruttoverschuldung des Staates sowie Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors) kann in weiten Teilen gefolgt werden.

Wohnimmobilien stellen den wichtigsten Anteil am Kapitalstock eines Landes dar. Von daher ist es zweckmäßig, Signalen für mögliche Fehlentwicklungen in diesem Bereich besondere Aufmerksamkeit zu widmen. Hinzu kommt, dass die Kapitalbindungsdauer im Immobilienvermögen lang und diese Kapitalform hochspezifisch ist. Beides trägt dazu bei, dass entsprechende Investitionen in diesem Bereich die volkswirtschaftlichen Produktionsmöglichkeiten in besonderem Maße festlegen und im Falle von länger andauernden Übertreibungen (Blasenbildung) spürbar belasten können. Zudem schlägt sich eine expansive Kreditvergabe in der Regel in der Immobilienpreiseentwicklung nieder. Dies gilt nicht nur unmittelbar für eine gezielte Ausweitung der Hypothekenkredite, sondern auch mittelbar für jede expansive Ausweitung der Finanzierungsmittel, die das Zinsniveau und damit den Diskontfaktor für zukünftige Erträge aus dem Immobilienvermögen beeinflusst. Insofern kann eine Immobilienpreishausse auch ein generell zu lockeres Finanzierungsumfeld anzeigen.

Ein starker Anstieg der realen Hauspreise kann insbesondere frühzeitig auf Gefahren für die Finanzstabilität hindeuten. So führt ein Rückgang der realen Immobilienpreise nach dem Platzen einer Blase zu einer Qualitätsverschlechterung der Bankaktiva, zu einer Erhöhung der Rückstellungskosten für notleidende Hypothekenkredite und zu einer Erhöhung des Ausfallrisikos. In der Regel können die Preiskorrekturen an Immobilienmärkten kräftig ausfallen, so dass selbst bei einer eher konservativen Geschäftspolitik der Banken der Wert der Immobilie als Kollateral den Betrag des ausstehenden Kredites unterschreitet (Zhu 2005). Da Hypothekenkredite in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften einen Großteil der Bankaktiva ausmachen,²³ kann eine scharfe Preiskorrektur zu unmittelbaren systemischen Risiken führen, in dem die Eigenkapitalquote der Banken einen für die Finanzstabilität kritischen Wert unterschreitet (Deutsche Bundesbank 2013b). Vor diesem Hintergrund ist die Analyse der Entwicklung der realen Hauspreise eine wichtige Größe für die makroprudenzielle Finanzmarktregulierung, die zukünftig im Rahmen des Einheitlichen Bankenaufsichtsmechanismus (SSM) und des makroprudenziellen Mandats der EZB umgesetzt wird.

Die finanzwirtschaftlichen Kennzahlen zur Verschuldung des privaten und öffentlichen Sektors einerseits sowie die Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors stehen grundsätzlich im Einklang mit den einschlägigen Krisenerklärungen. Insbesondere schlägt sich eine übermäßige Kreditexpansion, die stets mit einer Bilanzverlängerung aller Beteiligten einhergeht, sowohl in der Verschuldung des Nichtbankensektors und des Finanzsektors nieder.

Die Verschuldungskennzahlen des Scoreboards liefern daher wichtige Informationen zu den Finanzstabilitätsrisiken einer Volkswirtschaft. Insgesamt ergänzt die Betrachtung des privaten und öffentlichen Sektors in sinnvoller Weise den bereits über die Nettoauslandsposition (und die Leistungsbilanz als zugehörige Veränderungsgröße) erfassten dritten Realsektor. Hohe Verschuldungspositionen des Privatsektors erhöhen das Risiko von Zahlungsausfällen der Kreditnehmer bei adversen ökonomischen Entwicklungen. So nehmen die Tilgungs- und Zinskosten der Kreditnehmer mit höherem Schuldenstand zu, so dass sich die Rückzahlungsfähigkeit verringert. Sollte sich eine zu hohe Verschuldungsposition, sei es von privaten Haushalten als auch von Unternehmen, in einem Umfeld ungünstiger makroökonomischer Bedingungen und steigenden Zinsen in einer steigenden Anzahl von Kreditausfällen niederschlagen, führte dies unmittelbar zu Finanzstabilitätsrisiken, da die Geschäftsbanken diese Positionen abschreiben und ihr Eigenkapital reduzieren müssten (Bank of England 2013). Vergleichbare Risiken ergeben sich, wenn Banken einen Großteil an Staatsschuldtiteln halten und diese an Wert verlieren.²⁴

Die Gesamtverschuldung des Finanzsektors, die die Risiken von der Passivseite der Geschäftsbanken abbildet, kann ebenfalls auf den Aufbau von Finanzstabilitätsrisiken hinweisen. Dies ist vor allem der Fall, wenn eine Ausweitung der Gesamtverbindlichkeiten in hohem Maße mit einer Fristentransformation einhergeht (Hellwig 1998). Da Spar- und Sichteinlagen kurzfristig bzw. sofort fällig sind, die Kreditforderungen der Banken in der Regel jedoch langfristig gebunden sind, erhöht sich durch diese Diskrepanz die Anfälligkeit des Bankensektors ihre Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen, sollte eine kritische Masse auf die kurzfristigen Einlagen zugreifen wollen. Diese Gefahr wird umso größer, je größer die Gesamtverschuldung des Bankensektors (z. B. durch Sichteinlagen) ist. Vor diesem Hintergrund wäre eine Kennzahl für die Fristentransformation des Finanzsektors wünschenswert, welche in

²³ In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften beläuft sich der Anteil der Hypothekenkredite an der gesamten Bilanzsumme auf mehr als ein Drittel.

²⁴ Genau dies ist während der Schuldenkrise in einigen Ländern, wie etwa in Griechenland und Italien, passiert. Die Geldpolitik hat vor diesem Hintergrund mit unkonventionellen Maßnahmen wie dem Securities Market Program reagiert mit dem Hinweis die Finanzstabilität im Euroraum zu gewährleisten.

Verbindung mit der Gesamtverschuldung des Finanzsektors Aufschluss über die Finanzstabilität geben könnte.

3.3 Weiterentwicklung

Die theoretischen Überlegungen haben deutlich gemacht, dass Ungleichgewichte im Sinne gravierender makroökonomischer Fehlentwicklungen ihren Ursprung in der Herausbildung nicht marktfähiger Wirtschaftsstrukturen haben, die insbesondere auf Fehlanreize im Finanzsektor zurückzuführen sind. Dieser Sektor hat nicht nur einen entscheidenden Einfluss auf die Kapitallenkung und damit die Entwicklung von Produktionsstrukturen (Schumpeter bezeichnete die Banken daher auch als „Torwächter des Kapitalismus“), sondern stellt aufgrund seiner Bilanzverflechtung auch das größte grenzüberschreitende Übertragungspotenzial dar, wodurch das europäische Gemeinschaftsinteresse unmittelbar berührt ist. Weiterentwicklungen der Scoreboard-Indikatoren sollten sich daher aus theoretischer Perspektive auf diejenigen Symptome konzentrieren, die typischerweise mit finanzwirtschaftlichen Übertreibungen einhergehen. Hierzu wird für die Weiterentwicklung des Scoreboards zwischen makroökonomischen Koordinationsdefekten hinsichtlich des Zinsniveaus einerseits und symptomatisch auffälligen Befunden hinsichtlich der Wirtschaftsstruktur andererseits unterschieden.

3.3.1 Zinsniveauverzerrung als makroökonomischer Koordinationsdefekt

Die Abweichung des Marktzins vom natürlichen Zinsniveau führt unvermeidlich zu pervasiven Koordinationsdefekten, da hierdurch praktisch das gesamte volkswirtschaftliche Relativpreisgefüge betroffen ist, denn in jedem Güter- und sonstigen Faktorpreis ist je nach Konsumferne und Risikoeinschätzung eine implizite Zinskomponente enthalten. Vor diesem Hintergrund dürften Variablen hilfreich sein, die die Abweichung des tatsächlichen Zinses vom natürlichen Zins abbilden. Eine länger anhaltende Abweichung der Zinsen dürfte die pervasiven Koordinationsdefekte tendenziell offen legen und das Risiko dauerhafter Verzerrungen des Kapitalstocks zutage fördern.

Die Veränderung der realen Aktienpreise könnte analog zu den Veränderungen der realen Immobilienpreise als impliziter Kapitalzins dazu dienen, ein zu expansives monetäres Umfeld zu identifizieren. Starke Anstiege der realen Aktienpreise dürften in der Tendenz auf Überbewertungen des im Unternehmenssektor eingesetzten Kapitalstocks hinweisen, die monetär induziert sind.

Schließlich wäre eine Kennzahl für das Ausmaß der Fristentransformation im Geschäftsbankensektor hilfreich, um die Anfälligkeit des Finanzsektors gegenüber adversen wirtschaftlichen Entwicklungen zu beobachten. Diese Kennzahl würde die durchschnittliche Bindungsdauer der Aktiv- und Passivseite der Bankbilanzen ins Verhältnis setzen. Dabei deutet eine hohe Fristeninkongruenz auf eine besonders hohe Anfälligkeit des Finanzsektors hin, die in Verbindung mit einer hohen Gesamtverschuldung des Finanzsektors eine hohe Gefahr für die Finanzstabilität bedeuten kann.

3.3.2 Strukturauffälligkeiten und Kapitalstockverzerrung

Die bisherige Konzeption des Scoreboards hebt auf die Veränderung von bzw. die Relation zwischen makroökonomischen Niveaugrößen ab, wobei mit den sektoral ausgerichteten Finanzierungspositionen und Immobilienpreisen auch bereits grobe Indikatoren für mögliche Strukturverwerfungen bestehen. Da sich in gesamtwirtschaftlichen Aggregaten aufgrund der impliziten Durchschnittsbildung

Strukturdiskrepanzen nur schwer oder sehr verzögert erkennen lassen, sollten verstärkt Indikatoren geprüft werden, die sich direkt auf die Zusammensetzung und damit auf auffällige Strukturveränderungen beziehen, insbesondere solche, die die Produktionsmöglichkeiten für längere Zeit vorbestimmen. Dieser Ansatz ist freilich ein schmaler Grat, denn es kann nicht darum gehen, den Strukturwandel als potenziell destabilisierend einzustufen oder gar hemmen zu wollen. Vielmehr geht dieser Ansatz davon aus, dass sich Koordinationsdefekte, die mit systematischer Kapitalfehlleitung verbunden sind, sich als besonders gravierend erweisen, wenn sie zu einer starken Konzentration der Kapitalakkumulation in einem bestimmten Wirtschaftszweig führen. Die Immobilienbranche ist ein Beispiel dafür. Ideal wäre es aber, wenn Indikatoren auffällige Expansionen anzeigen, ohne dass zuvor bekannt sein müsste, in welchem Bereich die nächste Krise vermutet werden kann. Hierdurch wird einem „this time is different“-Denken vorgebeugt (Reinhart und Rogoff 2009), das oft dazu führt, dass Anreize für Fehlinvestitionen aufgrund einer jeweils neuen und vermeintlich anders gearteten Investment-Story übersehen werden.

Zur Diagnose potenzieller Verzerrungen bieten sich Konzentrationsmaße an, die auffällige Strukturverschiebungen anzeigen, die möglicherweise nicht durch den permanenten, typischerweise aber graduell ablaufenden Strukturwandel erklärt werden können, sondern auf Fehlanreizen beruhen. Hierzu bietet es sich an, die Konzentration der Kreditvergabe, der Investitionstätigkeit sowie der Beschäftigung nach Wirtschaftsbereichen zu bestimmen. Während die Kreditvergabe wieder direkt auf eine möglicherweise übertriebene Kapitallenkung durch den Bankensektor zugunsten bestimmter Sektoren abzielt, ist die Konzentration der Investitionstätigkeit unabhängiger von der Finanzierungsform im Kapitalaufbau, wobei beispielsweise dysfunktionale steuerliche Bestimmungen aufgedeckt werden können, die verzerrenden Einfluss auf den Kapitalstockaufbau ausüben (wie sie etwa in Deutschland für bestimmte Schiffsfinanzierungen bestanden). Die Beobachtung der Beschäftigungskonzentration trägt der Tatsache Rechnung, dass auch im Bereich der Humankapitalbildung Fehlentwicklungen auftreten können, die in arbeitsintensiven Branchen nicht notwendigerweise mit der Sachkapitalkonzentration einhergehen müssen.

3.3.3 Soziale Spannungs- und Entwicklungsindikatoren

Anpassungskrisen zur Bereinigung gravierendender Verzerrungen im Produktionsgefüge führen typischerweise zu massiven sozialen Verwerfungen. Nahezu über Nacht werden im Zuge einer solchen Krise nicht nur der physische Kapitalstock und die ihn verbriefenden finanzwirtschaftlichen Vermögenspositionen, sondern auch die Qualifikationsprofile eines erheblichen Teils der Beschäftigten neu bewertet und damit ökonomische Existenzen mitunter bedroht. Die Betroffenen können dies kaum als fair empfinden. Zum einen trifft die Anpassungslast nicht gezielt diejenigen, die das Eintreten der Krise provoziert bzw. zugelassen haben, zum anderen hat sich an der Leistungsbereitschaft und der formalen Qualifikation der von Umstrukturierungen erfassten Arbeitskräfte nichts geändert. Hieraus kann eine Erschütterung des sozialen Zusammenhalts resultieren. Diese aufkommenden Spannungen sind jedoch Folge, nicht Ursache von makroökonomischen Fehlentwicklungen, die zur Krise geführt haben. Sie eignen sich daher – ähnlich wie auch schon die Arbeitslosenquote – nicht als Frühindikator für sich anbahnende Verzerrungen in den Produktionsstrukturen einer Volkswirtschaft. Dem Erweiterungsvorschlag der Kommission (Europäische Kommission 2013g), wonach in die Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte zusätzliche Indikatoren zur Beschäftigungsentwicklung und zu sozialen Entwicklungen aufgenommen werden sollten, kann daher nicht gefolgt werden, zumal diesen bereits mit dem „Joint Assessment Framework“, dem „Employment Performance Monitor“ sowie dem „Social Protection Performance Monitor“ entsprechende Instrumente zugewiesen sind. Soziale Spannungs- und Entwicklungsindikatoren mögen hinsichtlich der „Strategie 2020“-Ziele bedeutsam sein, für die Krisenfrüherkennung sind sie indes

ungeeignet und würden daher das Scoreboard mit sachfremden Kategorien überladen und so die Warnfunktion schwächen.²⁵

Die Kommission zeigt in ihrem Vorschlag insbesondere nicht auf, warum die soziale Dimension die Funktionsfähigkeit des Überwachungsverfahrens verbessern könnte, statt dessen wird eine solche Vorteilhaftigkeit ohne weitere Begründung einfach behauptet („Progress is needed on incorporating the social dimension in surveillance of the macroeconomic imbalances.“, Europäische Kommission 2013g: 4). Soziale Stabilität wird als „collective interest of the monetary union“ (Europäische Kommission 2013g: 3) aufgefasst. Dies verwechselt aber ein gemeinsames Interesse im Sinne eines in allen Mitgliedsländern gleichermaßen bestehenden Interesses mit einem Gemeinschaftsinteresse im Sinne eines Gemeinschaftsgutes, bei dem potenziell Kollektivgutprobleme (externe Effekte, Trittbrettfahrerverhalten) auftreten könnten. Nur in diesem Fall wäre eine wirtschaftspolitische Koordinierung möglicherweise erforderlich, nicht aber im ersten Fall, bei dem in jedem Mitgliedsland ohnehin ausreichende Anreize bestehen, die auch nicht durch mangelnde Zielerreichung in einem anderen Mitgliedsland verzerrt würden. Dass und gegebenenfalls wie sich die Verfehlung sozialpolitischer Ziele von einem Land in ein anderes Land überträgt, wird von der Kommission ebenfalls nicht aufgezeigt.

²⁵ Einschlägig wäre zwar aus theoretischer Perspektive die Betrachtung der im Rahmen einer exzessiven Kreditexpansion auftretenden Umverteilungsfolgen zugunsten der Frühbezieher neugeschaffenen Geldes (Cantillon-Effekt), die sich in entsprechenden Einkommens- bzw. Vermögensverteilungsmaßen niederschlagen würde. Allerdings werden diese Verteilungsmaße auch von zahlreichen anderen Faktoren beeinflusst, so dass eine Isolierung der auf finanzwirtschaftliche Exzesse zurückgehenden Komponente in der Praxis kaum zu leisten sein dürfte. Hinzu kommt, dass Verteilungsmaße erst mit erheblichen mehrjährigen Verzögerungen zur Verfügung stehen, so dass sie aufgrund der Datenbeschaffenheit als Frühindikator nicht in Betracht kommen.

4 Empirische Evaluierung

Im Rahmen der empirischen Evaluierung soll die Frühwarneigenschaften des Scoreboards untersucht und mögliche Wege zu seiner Weiterentwicklung aufgezeigt werden. Nach einem Überblick über die empirische Literatur zur Früherkennung von krisenhaften Entwicklungen, wird zunächst das Scoreboard in seiner derzeitigen Form empirisch evaluiert. Danach werden anhand zuvor spezifizierter Kriterien Grenzwerte identifiziert, die die Prognosegüte der Indikatoren verbessern und es werden Robustheitsanalysen durchgeführt. Schließlich werden Möglichkeiten zur Weiterentwicklung des Scoreboards in Hinblick auf seine Frühwarneigenschaften aufgezeigt. Dazu werden insbesondere drei zusätzliche Indikatoren, die aus theoretischer Sicht besonders nützlich sein könnten, empirisch evaluiert. Die Ergebnisse der empirischen Evaluierung sollten allerdings vorsichtig interpretiert werden, da erhebliche Probleme konzeptioneller Art und vor allem mit Blick auf die Datenverfügbarkeit bestehen (Kasten 4.1). Hinzu kommt, dass sich die Evaluierung zwangsläufig nur auf frühere Krisen beziehen kann, zukünftige Krisen aber nicht notwendigerweise dieselben Symptome aufweisen müssen.

Kasten 4.1:

Zu den Herausforderungen bei der empirischen Evaluierung von Frühwarnsystemen

Die empirische Evaluierung und die empirische Begleitung der Konstruktion von Frühwarnsystemen stehen einer Vielzahl von Herausforderungen gegenüber. Bereits die Definition von Krisen, deren frühzeitige Erkennung Ziel des Frühwarnsystems ist, unterliegt subjektiven Bewertungen und kann die empirischen Ergebnisse von Frühindikatorsystemen spürbar beeinflussen (Beckmann et al. 2006). Die empirischen Ergebnisse sollten daher auf ihre Robustheit überprüft werden. In diesem Gutachten ziehen wir aus diesem Grund zum einen verschiedene Krisentypen und zum anderen unterschiedliche Evaluierungskriterien heran.

Bei der Konstruktion und Evaluierung von Frühwarnsystemen besteht in besonderem Maße das Problem, dass theoretische Überlegungen und Modelle, die krisenhafte Entwicklungen gut erklären können, nicht unbedingt den empirischen Zusammenhängen entsprechen müssen, da die in der Statistik erhältlichen Daten nicht immer genau das abbilden, was im theoretischen Modell beschrieben wird. Wenn zum Beispiel weite Teile des Kreditgeschäfts in einem kaum statistisch erfassten Schattenbanksystem vollzogen werden, kann ein theoretisch wohl definierter Zusammenhang zwischen Kreditmenge und Kriseninzidenz in den offiziellen Statistiken verschleiert sein. Ferner ist denkbar, dass theoretisch wohl definierte Zusammenhänge von anderen Indikatoren reflektiert werden, die ihrerseits von den eigentlichen Treibern der Krise beeinflusst werden. Wenn zum Beispiel die Kreditexpansion zu einer höheren Lohndynamik führt, kann die Lohndynamik selbst durchaus Frühindikatoreigenschaften besitzen, auch wenn sie nicht die eigentliche Ursache der Krise ist.

Die Lösung dieses Problems sollte allerdings nicht darin bestehen, eine möglichst große Zahl von Indikatoren empirisch zu testen, in der Hoffnung, den „richtigen“ Zusammenhang zu finden. Die gängigen statistischen Testverfahren sind für ein solches „data-mining“ nicht geeignet und liefern möglicherweise irreführende Ergebnisse (Granger 1998). Die Gefahr, zufälligen Ergebnissen aufzusitzen, ist bei der gleichzeitigen empirischen Analyse einer Vielzahl von Indikatoren ausgesprochen hoch.

Eine Möglichkeit, diesem Problem zu begegnen, sind Robustheitsuntersuchungen. Hierbei können zum Beispiel die Ergebnisse aus einer Stichprobe anhand einer anderen Stichprobe überprüft werden. Allerdings umfassen Paneldatensätze für die relevanten Frühindikatoren zum Teil nur

einen sehr kurzen Zeitraum und enthalten dementsprechend nur wenige Krisen, was die Anwendbarkeit eines solchen Vorgehens deutlich schmälert.

Eine weitere Möglichkeit besteht darin, die empirische Evaluierung einige Jahre hinauszuzögern und anhand der dann hinzugekommenen Daten eine Robustheitsanalyse durchzuführen (echtes „out of sample“). Diese Variante steht allerdings vor dem Problem, dass eine erfolgreiche Umsetzung des Ungleichgewichteverfahrens die bestehenden Zusammenhänge zwischen Indikatoren und Kriseninzidenz verändern würde. Dabei kann die Veränderung in zwei Richtungen wirken. Zum einen könnten die Krisensignale tatsächlich von der Politik zur Krisenprävention genutzt werden. Dann werden den künftigen Frühindikatorausschlägen keine Krisen mehr folgen (Bussiere 2013). Zum anderen könnte es passieren, dass die Politik zwar einzelne Symptome beeinflusst, aber auf das eigentliche Krisengeschehen nicht einwirkt (vgl. den Hinweis auf die „Lucas-Kritik“ in Deutsche Bank (2011) und die Kritik an Barrell et al. (2010) in diesem Gutachten). Letzterer Fall würde zum Beispiel eintreten, wenn die Politik Bilanzkennzahlen im Bankensektor überwacht, aber durch das Aufblühen alternativer Kreditverbindungen eine Kreditblase nicht verhindert. Dann gäbe es zwar weiterhin Krisen, diese würden aber nicht mehr von den einschlägigen Indikatoren angezeigt („Goodhart’s Law“).

Insgesamt erscheint sowohl eine empirische Analyse mit einer bestmöglichen Auswertung des aktuellen Datenstands als auch eine enge Rückkopplung zu theoretischen Überlegungen geboten, um nicht zufälligen Ergebnissen anheimzufallen. Darüber hinaus sollten theoretische Überlegungen angestellt werden, wie die Umsetzung des Ungleichgewichteverfahrens die Zusammenhänge zwischen Krisen und Frühindikatoren verändern kann. Bei von der Politik eher schwer zu beeinflussenden Variablen mag dieses Problem geringer sein und vielleicht eher in die „günstige“ Richtung gehen, so dass dem Ausschlag der Frühindikatoren keine Krise mehr folgt. Bei Indikatoren, die eher der Regulierung unterliegen, dürfte hingegen die „Lucas-Kritik“ bzw. „Goodhart’s Law“ relevant sein, was die Eignung der Indikatoren zur Frühwarnung stark mindern dürfte (auch wenn bisher theoretische und empirische Argumente dafür gesprochen hätten).

4.1 Literaturüberblick

Die empirische Literatur zu Frühwarnsystemen für Krisenereignisse ist sehr umfangreich. Eine Vielzahl der Publikationen befasst sich allerdings ausschließlich mit Schwellen- und Entwicklungsländern. Für diese Ländergruppen wurden insbesondere Währungskrisen (siehe z.B. Kaminsky et al. 1998; Abiad 2003; Bussiere und Fratzscher 2006) oder Schuldenkrisen (siehe z.B. Manasse et al. 2003; Pescatori und Sy 2004; Manasse und Roubini 2009) analysiert. Es ist fraglich, ob diese Ergebnisse in Bezug auf eine Analyse des Scoreboards relevant sind, da die Unterschiede zwischen den Schwellen- und Entwicklungsländern auf der einen Seite und der Ländergruppe EU-28 auf der anderen Seite teilweise erheblich sind. Um die Vergleichbarkeit zu gewährleisten, werden daher an dieser Stelle nur solche Studien ausgewertet, die sich auf Frühwarnsysteme für fortgeschrittene Volkswirtschaften beziehen (Länder der EU und/oder Länder der OECD). Die Frühwarnliteratur für die Analyse der fortgeschrittenen Länder bezieht sich dabei vor allem auf Banken- und Staatsschuldenkrisen und weniger auf Währungskrisen.

Borio und Lowe (2002) zeigen anhand von Daten aus 34 Ländern, dass zusammengesetzte Indikatoren sich besser als Frühindikatoren für Bankenkrisen eignen als einzelne. In der Analyse wird zwischen fortgeschrittenen Volkswirtschaften und Schwellenländern unterschieden. Es werden Prognosehorizonte von einem Jahr bis zu drei Jahren betrachtet. Dabei werden die Variablen jeweils in Abweichung vom Trend verwendet, wodurch sehr gute Frühindikatoreigenschaften erzielt werden.

Allerdings weisen die Autoren auch daraufhin, dass keine Out-of-sample-Analysen durchgeführt wurden und die Robustheit der Ergebnisse nicht überprüft wurde. Die Analyse von Borio und Drehmann (2009), die auf Borio und Lowe (2002) aufbaut, kommt zu dem Schluss, dass starke Anstiege von Vermögenspreisen und Kreditvolumina gute Vorlaufeigenschaften für Banken Krisen besitzen. Bei mehrjährigem Vorlauf wird allerdings kumuliert, so dass die Analyse keine genauen Aussagen zum „besten“ Vorlauf eines Indikators treffen kann.

Barrell et al. (2010) untersuchen Frühwarnsysteme für Banken Krisen. Auf Basis von Daten aus 14 OECD-Ländern aus den Jahren 1980 bis 2007 zeigen sie, dass ein starker Immobilienpreisanstieg ein potentiell hochwertiger Vorlaufindikator ist. In die Analyse werden insgesamt neun Krisen einbezogen. Die Krisen werden mit einem Logit-Ansatz modelliert. Über ein Modelselektionsverfahren („general to specific“) werden die Zuwachsraten von Immobilienpreisen (drei Jahre verzögert), die „leverage ratio“ und die „liquidity ratio“ (jeweils um ein Jahr verzögert) als geeignete Frühindikatoren identifiziert. Die „leverage ratio“ und die „liquidity ratio“ eignen sich als Krisenindikator allerdings weniger gut als der Anstieg der Immobilienpreise, da zum einen die Vorlaufzeit recht gering ist und zum anderen diese Indikatoren regulatorischen Eingriffen unterliegen. Zwar empfehlen die Autoren auf Basis ihrer Ergebnisse der Wirtschaftspolitik, genau bei diesen Größen regulatorisch anzusetzen, doch kann nicht sichergestellt werden, dass ein entsprechender Eingriff die statistischen Zusammenhänge nicht verändert („Lucas-Kritik“), so dass im schlechtesten Fall keine Krisen verhindert werden, sondern nur die Indikatoren ihre Vorlaufeigenschaft verlieren.

Alessi und Detken (2011) stützen ihre Analyse auf Quartalsdaten von 18 OECD Ländern für die Jahre 1970 bis 2007. Es werden die Vorlaufeigenschaften einer Vielzahl nationaler und globaler Variablen in Bezug auf Vermögenspreisbooms untersucht, wobei nur solche Booms berücksichtigt werden, die Bust-Phasen nach sich gezogen haben. Es wird ein Signalansatz verwandt, wobei ein Signal als richtig gewertet wird, wenn in den folgenden 6 Quartalen ein Boom stattfindet. Die Arbeit weist besonders auf die Bedeutung globaler Variablen, wie der globalen privaten Kreditentwicklung (gemessen anhand der Kreditentwicklung in 18 Ländern). Die Prognosegüte globaler Variablen für nationale Vermögenspreisbooms kann damit erklärt werden, dass solche Booms häufig international synchronisiert auftreten.

Knedlik und von Schweinitz (2012) untersuchen mit einem Signalansatz einzelne sowie zusammengesetzte Indikatoren, die im Vorfeld der Zusammenstellung des Scoreboards für eben dieses diskutiert worden waren. Der Bezug zum vorliegenden Gutachten ist somit sehr hoch. Die Arbeit wertet Monatsdaten aus 11 Euroraum-Ländern im Hinblick auf Schulden Krisen aus, wobei Schulden Krisen anhand starker Ausschläge der Anleiherenditen definiert werden. Problematisch an dem Ansatz ist, dass der Vorlauf der Indikatoren nicht bestimmt wird, sondern ein Krisensignal dann gilt, wenn innerhalb der folgenden 24 Monate eine Krise auftritt. Dies führt dazu, dass zum Teil Indikatoren als hoch informativ eingeschätzt werden, die eher gleichlaufend mit Krisen sind (z.B. Arbeitslosigkeit und öffentliche Budgetdefizite). Darüber hinaus ist die Zahl der Krisen, die im Datensatz von Knedlik und von Schweinitz (2012) ausgewertet werden, vergleichsweise gering, was die Frage nach der Robustheit der Ergebnisse in besonderem Maße aufwirft.

In einem alternativen Ansatz untersucht Knedlik (2012) jährliche Daten des Scoreboards (EU-Länder) für die Jahre 1999 bis 2010. Krisen werden anhand von IWF-Programmen definiert, so dass insgesamt nur 11 Krisen-Episoden vorliegen. Ein Krisensignal wird als korrekt eingestuft, wenn das Signal im Jahr des Programmstarts oder in den zwei vorhergehenden Jahren erfolgt. Zudem werden für verschiedene Verlustfunktionen optimale Grenzwerte ermittelt und mit den Ergebnissen des Scoreboards verglichen. Die Arbeit stellt eine erste empirische Evaluierung des Scoreboards da und ist ein wesentlicher Vergleichspunkt. Kritisch anzumerken ist, dass die Prognosehorizonte nicht variiert

werden, was die Erkenntnis im Sinne der Frühwarnung mindert. Darüber hinaus wird nicht zwischen kontemporären und vorlaufenden Signalen unterschieden und es fehlen Robustheitsanalysen.

Berti et al. (2012) werten für die EU-Länder mehrere Indikatoren aus, ob diese einen Vorlauf auf Episoden mit „fiskalischem Stress“ haben. „Fiskalischer Stress“ kann hier als Vorform von Schuldenkrisen verstanden werden und wird anhand der Entwicklung der Anleiherenditen definiert. Es werden Jahresdaten mit einem Prognosehorizont von einem Jahr ausgewertet. Einer der Schwerpunkte der Arbeit ist die Analyse fiskalischer Variablen, die sich aber als wenig hilfreich erweisen, was im Gegensatz zu den Ergebnissen von Knedlik und von Schweinitz (2012) zu stehen scheint. Gute Ergebnisse zeigen die Leistungsbilanz (in Form des Durchschnitts der vorherigen drei Jahre) und die Kreditvergabe an Private Haushalte. Kritisch anzumerken ist der sehr kurze Prognosehorizont, der für die Evaluierung gewählt wurde. Zum Teil werden dadurch wiederum eher gleichlaufende als wirklich vorlaufende Indikatoren identifiziert.

Babecký et al. (2012a) untersuchen Frühindikatoren für Banken-, Schulden- und Währungskrisen. Dazu wird ein Quartalsdatensatz für 40 Länder der EU und der OECD der Jahre 1970 bis 2010 ausgewertet. Es werden zudem drei Prognosehorizonte unterschieden: weniger als ein Jahr bis zu drei Jahren. Für Bankenkrisen erweist sich das Verhältnis von Krediten an den Privatsektor zum BIP als guter Frühindikator. Es wird darüber hinaus auf die Bedeutung globaler Faktoren hingewiesen, wie der Entwicklung des globalen privaten Kreditvolumens. Generell schlussfolgern die Autoren, dass die gleichzeitige Betrachtung mehrerer Indikatoren vorteilhaft ist im Vergleich zur Einzelbetrachtung. Dieses Ergebnis wird anhand eines „Bayesian-Model-Averaging“-Ansatzes ermittelt, allerdings nicht „out of sample“ überprüft. Zudem weisen die Autoren daraufhin, dass sie für die von Ihnen genutzte Definition von Schuldenkrisen keine robusten Ergebnisse ableiten konnten. Das Papier weist einige gute Ansätze auf (Variation der Prognosehorizonte), hat aber auch methodische Schwächen (Bayesian-Model-Averaging als einzige Überprüfung der Robustheit).

Babecký et al. (2012b) erzeugen einen zusammengesetzten Krisenindikator, der binäre Indikatoren zu Banken-, Schulden- und Währungskrisen mit einem Index für Krisenkosten verknüpft, der auf Produktion, Beschäftigung und Budgetsaldo zurückgreift. Wie in der zuvor diskutierten Studie der Autoren werden die Prognosehorizonte variiert. Steigende Kreditvolumina im privaten Sektor zeigen erneut einen deutlichen Vorlauf. Ähnlich wie in Babecký et al. (2012a) treten aber auch hier einige methodische Probleme auf. Bemerkenswert ist die Erstellung eines Index zur Krisenanalyse, der die Kosten der Krise zu berücksichtigen versucht.

Dreger und Kholodilin (2013) untersuchen Frühindikatoren für Hauspreisblasen in einem Panel von 12 Ländern der Jahre 1969 bis 2009. Neben dem Signal-Ansatz werden Logit- und Probit-Modelle spezifiziert, die zudem mehrere Indikatoren zusammen auswerten. Indikatoren, die in direktem Zusammenhang mit Hauspreisen stehen, erweisen sich hier als hilfreich, ebenso der real effektive Wechselkurs. Problematisch ist, wie in nahezu allen Studien, dass die Robustheit der Ergebnisse nicht hinreichend untersucht wird.

Fazit: In der Literatur gibt es einen breiten Konsens, dass Indikatoren für die Kreditentwicklung sowie für die Vermögenspreise, insbesondere für die Immobilienpreise, besonders gut für die Früherkennung von Krisen geeignet sind. Die Ergebnisse in der Literatur zeigen aber auch auf, dass die Früherkennung von krisenhaften Entwicklungen sehr schwierig ist. So werden selbst von sehr guten Indikatoren bei weitem nicht alle Krisen frühzeitig identifiziert. Zudem liefern Frühwarnmodelle eine Vielzahl von Fehlsignalen; insbesondere tendieren sie dazu, Krisensignale auch in Fällen zu liefern, in denen keine Krise auftritt. In der Regel werden in der Literatur relativ kurze Prognosezeiträume von bis zu 2 Jahren für das Auftreten einer Krise nach einem Krisensignal für die Evaluation von

Indikatoren und Modellen verwendet. Darüber hinaus weisen zusammengesetzte Indikatoren zur Frühwarnung von Krisen in der Regel bessere Prognoseeigenschaften auf. Problematisch in nahezu der gesamten Literatur ist die Robustheit der Ergebnisse. Out-of-Sample-Analysen sind die Ausnahme oder kaum aussagekräftig. Ursache hierfür ist schlicht, dass Krisen seltene Ereignisse sind und daher die Datensätze für valide Untersuchungen oft zu klein sind.

4.2 Scoreboard-Variablen und Grenzwerte

Das Scoreboard besteht im Kern aus 11 Indikatoren, welche makroökonomische Fehlentwicklungen frühzeitig anzeigen sollen.²⁶ Für diese Indikatoren wurden spezifische Grenzwerte festgelegt, deren Über- oder Unterschreiten eine eingehende Überprüfung (vertiefende Länderberichte) begründen kann. Alle Indikatoren (in jährlicher Frequenz) sind erhältlich über die Scoreboard-Datenplattform der Europäischen Kommission.²⁷ Die Indikatoren sind wie folgt definiert:

- Leistungsbilanzsaldo, in Relation zum BIP, Durchschnitt der vergangenen 3 Jahre. Grenzwerte: +6 Prozent und -4 Prozent.
- Netto-Auslandsvermögen, in Relation zum BIP. Grenzwert: -35 Prozent.
- Real effektiver Wechselkurs, prozentuale Veränderung über 3 Jahre. Grenzwerte: -5 und +5 Prozent (Euroraum), -11 und +11 Prozent (Länder außerhalb des Euroraumes).
- Exportmarktanteile, prozentuale Veränderung über 5 Jahre. Grenzwert: -6 Prozent.
- Nominale Lohnstückkosten, prozentuale Veränderung über 3 Jahre. Grenzwert: +9 Prozent (Euroraum), +12 Prozent (Länder außerhalb des Euroraumes).
- Reale Immobilienpreise, jährliche Veränderung. Grenzwert: +6 Prozent.
- Verschuldung des privaten Sektors, in Relation zum BIP. Grenzwert: +133 Prozent.
- Kreditvergabe an den privaten Sektor, in Relation zum BIP. Grenzwert: +15 Prozent.
- Staatsverschuldung, in Relation zum BIP. Grenzwert: +60 Prozent.
- Arbeitslosenquote, Durchschnitt der letzten 3 Jahre. Grenzwert: +10 Prozent.
- Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors, jährliche Veränderung. Grenzwert: +16,5 Prozent.

Die Anzahl der zur Verfügung stehenden Beobachtungen variiert zwischen den Indikatoren und zwischen den Ländern beträchtlich. Einen Überblick über die zur Verfügung stehenden Daten bietet Tabelle A1 in Anhang A. Darüber hinaus sind in den Abbildungen A1 bis A28 in Anhang A für jedes Land alle Indikatorzeitreihen zusammen mit den variablen- und länderspezifischen Grenzwerten sowie den Krisenjahren (basierend auf den Definitionen im Abschnitt 4.2) dargestellt. Die Verwendung eines ungleichmäßigen Datenpanels sollte bei der Interpretation der Ergebnisse mit berücksichtigt werden.

²⁶ Beim Start im Jahr 2011 waren zunächst nur 10 Indikatoren enthalten. Im Jahr 2012 kam ein Indikator zur Messung möglicher Ungleichgewichte im Finanzsektor hinzu. Zusätzlich zu diesen Hauptindikatoren gibt es noch eine Reihe von sogenannten Hilfsindikatoren. Die folgende empirische Evaluierung bezieht sich auf die 11 Hauptindikatoren des Scoreboards.

²⁷ Eine detaillierte Beschreibung der Indikatoren und der Datentransformationen, die den einzelnen Indikatoren zugrunde liegen, findet sich in Europäische Kommission (2012a).

Hinzu kommt, dass viele der Indikatoren nur für relativ kurze Zeiträume von weniger als 20 Jahren vorliegen, was die empirische Evaluation der Indikatoren und die Ableitung robuster Grenzwerte merklich erschwert. Besonders auffällig ist die geringe Datenverfügbarkeit für die realen Immobilienpreise – einem Indikator, dem den Ergebnissen in der Literatur zufolge eine besondere Bedeutung bei der Früherkennung von krisenhaften Entwicklungen zukommt –, für die nur rund die Hälfte der Beobachtungen im Vergleich zu vielen der anderen Indikatoren zur Verfügung steht. Die jeweilige Verfügbarkeit von Daten im Scoreboard kann unter Umständen einen merklichen Einfluss auf die Ergebnisse für einzelne Indikatoren haben.

4.3 Krisendefinitionen

Um die Frühwarneigenschaften der Indikatorvariablen mit ihren spezifischen Grenzwerten zu evaluieren, müssen zunächst krisenhafte Entwicklungen identifiziert werden, vor denen die Indikatoren möglichst frühzeitig warnen sollen. Dabei ist zu betonen, dass es keine allgemeingültige Definition für eine Krise gibt und daher die Identifikation eines Krisenereignisses immer auf bestimmten Setzungen beruht. Folglich finden sich in der Literatur unterschiedliche Krisendefinitionen und Krisenhistorien.

Die empirische Evaluierung in diesem Gutachten basiert auf der umfassenden Datenbank von Laeven und Valencia (2012), die wie das Scoreboard auf Jahresdaten basiert. Die Datenbank unterscheidet zwischen drei Krisentypen (Bankenkrisen, Währungskrisen und Staatsschuldenkrisen) und umfasst den Zeitraum 1970–2012.²⁸ Wird anhand bestimmter Kriterien der Beginn einer Krise in einem bestimmten Jahr identifiziert, so nimmt die Dummy-Variable für diesen Krisentyp in diesem Jahr den Wert von eins an. Ein Überblick über alle Länder und Krisen findet sich in Tabelle B1 in Anhang B sowie in Abbildung B1 (Krisenübersicht nach Ländern) und Abbildung B2 (Krisenübersicht nach Jahren) in Anhang B.

Laeven und Valencia (2012, 2013) identifizieren eine Bankenkrise, sofern es sowohl merkliche Anzeichen von Stress im Bankensystem als auch Politikmaßnahmen in Reaktion auf Verluste im Bankensystem gibt. Merklicher Stress im Bankensystem ist beispielsweise durch Bank-Runs und/oder Abwicklungen von Banken gekennzeichnet, während Politikmaßnahmen unter anderem die beträchtliche Bereitstellung von Liquidität oder bedeutsame Garantien umfassen. Eine Währungskrise ist definiert als eine nominale Abwertung der Landeswährung gegenüber dem US-Dollar von mindestens 30 Prozent, die mindestens 10 Prozentpunkte höher ist als im Vorjahr. Eine Staatsschuldenkrise ist schließlich definiert, wenn ein Staat seinen Zahlungsverpflichtungen an den privaten Sektor nicht mehr nachkommt.

Ausgehend von diesem Datensatz wird eine Dummy-Variable konstruiert, die den Wert von eins annimmt, wenn mindestens einer der beschriebenen drei Krisentypen vorliegt. Diese Dummy-Variable wird im Folgenden als Finanzkrisen-Dummy bezeichnet, da alle drei Typen von Krisen im weitesten Sinne als Finanzkrisen bezeichnet werden können. Die Zusammenfassung verschiedener Krisentypen in einem Finanzkrisen-Dummy geschieht vor dem Hintergrund, dass zum einen für eine generelle empirische Evaluierung der Frühwarneigenschaften des Scoreboards eine Unterscheidung von

²⁸ Da Malta und Zypern nicht in dem Datensatz von Laeven und Valencia (2012) enthalten sind, wird für diese Länder auf die Krisenhistorie in Babecky et al. (2012a) zurückgegriffen. Werte für die Jahre 2011 und 2012 für diese beiden Länder sind Schätzungen des IfW.

diversen Krisentypen weniger bedeutend ist. Zum anderen würde die geringe Zahl von Schuldenkrisen keine robuste getrennte Bewertung der Indikatoren im Hinblick auf Schuldenkrisen erlauben.²⁹

4.4 Methodik

Die empirische Analyse basiert auf dem sogenannten Signal-Ansatz (Kaminsky et al. 1998), der dem Scoreboard zugrunde liegenden Methodik entspricht und in der Literatur weit verbreitet ist. Sobald eine Indikatorvariable einen bestimmten Grenzwert über- bzw. unterschreitet, wird dies als Signal für das Eintreten einer Krise gewertet. Anschließend kann, basierend auf einem vorher festgelegten Prognosehorizont, die Güte der Krisensignale ausgewertet werden. Je nachdem, ob ein Krisensignal oder das Ausbleiben eines Krisensignals korrekt oder nicht korrekt war, unterscheidet man vier Fälle (Tabelle 4.1).

Tabelle 4.1:
Ergebnis-Matrix für Signalansatz

	Krise	Keine Krise
Signal	A	B (Fehler 2. Art)
Kein Signal	C (Fehler 1. Art)	D

Bei der Festlegung der Grenzwerte für die Indikatorvariablen besteht grundsätzlich ein Trade-off zwischen der Zahl der korrekt prognostizierten Krisen und der Zahl der nicht korrekten Krisensignale. Je niedriger ein Grenzwert festgelegt wird, desto mehr Krisen werden korrekt prognostiziert (Feld A), gleichzeitig steigt jedoch auch der Anteil der Fehlsignale (B), die in Analogie zur statistischen Testtheorie Fehler 2. Art genannt werden.³⁰ Umgekehrt steigt bei einem höheren Grenzwert die Zahl der Fälle, in denen korrekt

prognostiziert wird, dass keine Krise auftritt (D), allerdings erhöht sich auch die Zahl der nicht prognostizierten Krisen (C) und somit die Zahl der Fehler 1. Art.

Bei der Evaluierung der Indikatoren und der jeweiligen Grenzwerte müssen die korrekten Signale und die Fehlsignale je nach den Präferenzen des Anwenders gewichtet werden. Häufig wird eine Evaluierung anhand einer sogenannten Verlustfunktion L durchgeführt, bei der dem Fehler 1. Art und Fehler 2. Art ein bestimmtes Gewicht θ zugeordnet wird:

$$L = \theta \frac{C}{A+C} + (1 - \theta) \frac{B}{B+D}. \quad (4-1)$$

Die Nützlichkeit der Indikatoren wird dadurch bestimmt, dass der Wert der Verlustfunktion L von dem geringeren Gewicht $\min[\theta; 1 - \theta]$ abgezogen wird (Alessi und Detken 2011):

$$U = \min[\theta; 1 - \theta] - L. \quad (4-2)$$

Ein Frühindikator gilt als nützlich, wenn das „Nützlichkeitsmaß“ U größer als Null ist (und als umso nützlicher, je höher der Wert ist). Die Idee dahinter ist, dass ein Anwender einen Verlust in Höhe von

²⁹ Die Ergebnisse zu einzelnen Krisentypen sind auf Wunsch verfügbar.

³⁰ Dies gilt für Indikatoren, die ein Signal für das Auftreten einer Krise bei Überschreiten eines bestimmten Schwellenwertes liefern. Umgekehrt verhält es sich bei Indikatoren, bei denen das Unterschreiten eines bestimmten Schwellenwertes ein Signal liefert.

$\min[\theta; 1 - \theta]$ grundsätzlich dadurch erzielen könnte, indem er – in Abhängigkeit von den gewählten Gewichten – entweder stets eine Krise prognostiziert oder niemals eine Krise prognostiziert.

Ein alternatives Maß für die Evaluierung ist die sogenannte „noise-to-signal ratio“ (NSR), die den Anteil der fälschlich signalisierten Krisen und korrekt angezeigten Krisen ins Verhältnis setzt:

$$NSR = \frac{\frac{B}{B+D}}{\frac{A}{A+C}}. \quad (4-3)$$

Je niedriger die NSR, desto höher ist die Güte des Frühindikators. In der Regel wird ein Indikator, der eine NSR von kleiner als 1 aufweist, als nützlicher Frühindikator betrachtet.

In diesem Gutachten werden zunächst beide Maße für die Evaluierung verwendet, um möglichst robuste Aussagen treffen zu können. Dabei ist anzumerken, dass die NSR dazu tendiert, Grenzwerte zu wählen, bei denen die Zahl der korrekt prognostizierten Krisen sehr gering ist und dafür der Anteil der Perioden, für die korrekt keine Krise prognostiziert wird, sehr hoch ist. Hingegen wird in der Verlustfunktion L (auch bei einer wie in der Literatur üblichen Wahl von $\theta = 0,5$) und somit auch in der Nutzenfunktion den Fehlern 1. Art implizit eine größere Bedeutung zugewiesen, da sie absolut betrachtet in der Regel weitaus weniger häufig auftreten. Für das Scoreboard ist es von besonderer Bedeutung einen gewissen Mindestanteil der auftretenden Krisen frühzeitig zu prognostizieren – wenngleich natürlich auch die Anzahl der Fehler 2. Art möglichst gering gehalten werden soll. Deshalb soll bei der Evaluierung nicht nur der Nutzenfunktion eine etwas größere Bedeutung zugemessen werden als der NSR, sondern es soll gegebenenfalls auch berücksichtigt werden, wie hoch der Anteil der korrekt prognostizierten Krisen ist. So könnte beispielsweise ein Indikator, selbst wenn er eine sehr hohe Nützlichkeit oder eine sehr niedrige NSR aufweist, für das Scoreboard ungeeignet sein, wenn er nur einen sehr geringen Anteil von Krisen korrekt prognostiziert.

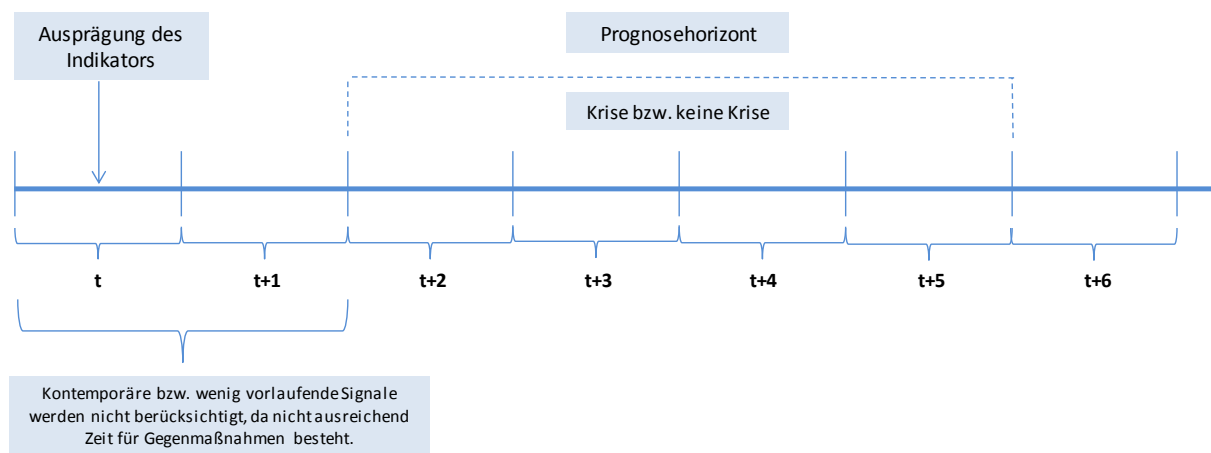
In Abschnitt 4.5 werden zunächst die Indikatorvariablen mit den vom Scoreboard vorgegebenen Grenzwerten evaluiert. Anschließend wird in Abschnitt 4.6 analysiert, welche Grenzwerte für die jeweilige Variable die NSR und welche Grenzwerte die Verlustfunktion L minimieren (bzw. U maximieren). Dadurch lässt sich überprüfen, ob die Prognosegüte der Indikatoren durch die Wahl alternativer Grenzwerte verbessert werden kann.

Neben der Wahl des Evaluierungsmaßes ist insbesondere die Wahl des Prognosehorizonts, in dem das Auftreten oder das Ausbleiben einer Finanzkrise bei der Evaluierung berücksichtigt werden soll, von zentraler Bedeutung. Im Folgenden wird als Standardannahme ausgehend von der Ausprägung eines Indikators in Periode t ein Zeitraum von Periode $t+2$ bis einschließlich Periode $t+5$ in die Analyse einbezogen. Gibt beispielsweise ein Indikator in Periode t ein Krisensignal und eine Finanzkrise ist im Zeitraum $t+2$ bis $t+5$ aufgetreten (bzw. die Dummy-Variable für Finanzkrisen nimmt in diesem Zeitraum mindestens einmal den Wert von 1 an), so wird dies als korrekt prognostizierte Krise gewertet (Abbildung 4.1). Diese Wahl des Prognosehorizonts weicht von anderen Studien in der Frühwarnliteratur ab (z.B. Knedlik 2012), die in der Regel kontemporäre und nur wenig vorlaufende Signale berücksichtigen. Gerade vor dem Hintergrund der zeitlichen Verfügbarkeit aktueller Daten und der institutionellen Ausgestaltung des Europäischen Semesters sind aber Indikatoren wünschenswert, die relativ früh ein Krisensignal geben. Nur so verbleibt ausreichend Zeit, angemessene Politikmaßnahmen abzuleiten, umzusetzen und auch wirken zu lassen. So werden die Indikatoren in der derzeitigen Ausgestaltung erst im Herbst des Folgejahres im Scoreboard aufgenommen ($t+1$). Ein Signal führt dann im Frühjahr des Folgejahres ($t+2$) zu einer vertiefenden Analyse und gegen Mitte des Jahres werden Empfehlungen abgeleitet. Sofern diese im allgemeinen Politikprozess noch umgesetzt werden sollen, zeigt sich, dass selbst der Abstand $t+2$ nicht

hochgegriffen ist. Hieraus wird nochmals deutlich, von welcher großer Bedeutung ein hoher Vorlauf für die Zweckmäßigkeit der Indikatoren ist. Bezieht man hingegen die Periode t und $t+1$ mit in den Prognosehorizont ein, so besteht – wie bereits im Literaturüberblick erwähnt – die Gefahr, dass teilweise Indikatoren als hoch informativ eingeschätzt werden, die eher gleichlaufend mit Krisen sind. Um die Robustheit der Ergebnisse bezüglich des Prognosehorizonts zu überprüfen, werden aber neben der Standardsetzung zusätzliche Analysen mit alternativen Zeiträumen durchgeführt.³¹

Abbildung 4.1:

Prognosehorizont – schematische Darstellung



Darüber hinaus muss auch der Zeitraum nach dem Ausbruch einer Krise festgelegt werden, welcher von der Evaluierung ausgeschlossen werden soll. Im Folgenden wird auch hier ein Zeitfenster von zwei Jahren gewählt. Dies garantiert, dass das möglicherweise sehr spezifische Verhalten der Indikatoren im Verlauf einer Krise nicht die Evaluierung der Frühwarn Eigenschaften verzerrt (Detragiache und Spilimbergo 2001).

Zusätzlich zu der oben beschriebenen Evaluierungsmethodik erfassen wir für jeden Indikator die durchschnittliche Vorlaufzeit. Die Vorlaufzeit zeigt, gegeben den Ausbruch einer Krise, wann ein Indikator zum allerersten Mal die im Scoreboard festgelegten Grenzwerte (bzw. die optimierten Grenzwerte) überschreitet.³² Die durchschnittliche Vorlaufzeit eines Indikators ergibt sich dann aus dem Mittelwert über alle Länder. Dadurch wird ein schneller Überblick ermöglicht, welche Indikatoren tendenziell früher Krisensignale liefern als andere. Wie zuvor bereits erwähnt, ist diese Eigenschaft der Indikatoren vor dem Hintergrund der zeitlichen Abläufe im Rahmen des Europäischen Semesters sowie der Datenverfügbarkeit und -frequenz relevant für die abschließende Bewertung eines Indikators sein.

³¹ Die Ergebnisse der Evaluierung basierend auf dem alternativen Zeitraum von Periode $t+2$ bis einschließlich Periode $t+4$ sowie dem Zeitraum von Periode $t+2$ bis einschließlich Periode $t+6$ sind im Abschnitt 4.7.1 aufgeführt. Dort finden sich ebenso die Ergebnisse für einen Prognosehorizont, der auch die Perioden t und $t+1$ umfasst.

³² Bei der Berechnung der durchschnittlichen Vorlaufzeit eines Indikators wird eine maximale Vorlaufzeit vorgegeben, die jeweils mit der hinteren Grenze des gewählten Prognosehorizonts korrespondiert. In der Basiskonfiguration (Tabelle 4.2) sind dies folglich 5 Jahre. Die Fälle, in denen ein Indikator eine Krise nicht signalisiert, werden von der Berechnung der Vorlaufzeit ausgenommen.

4.5 Evaluierung I: Scoreboard-Grenzwerte

In diesem Abschnitt soll die Prognosegüte der Indikatoren basierend auf den Scoreboard-spezifischen Grenzwerten analysiert werden. Es ist zu prüfen, ob die Indikatoren und die dazugehörigen Grenzwerte so gewählt sind, dass ein Über- bzw. Unterschreiten frühzeitig auf potenziell bedrohliche makroökonomische Fehlentwicklungen hinweist. Somit bestünde ausreichend Zeit, gegebenenfalls wirtschaftspolitische Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Gleichzeitig sollte aber vermieden werden, dass das Scoreboard übermäßig viele Fehlsignale liefert, d.h. wirtschaftspolitischen Handlungsbedarf anzeigt, ohne dass dieser bei näherer Betrachtung gerechtfertigt wäre. Eine ausführliche Überprüfung, ob die im Scoreboard enthaltenen Indikatoren und Grenzwerte die Finanzkrisen der jüngsten Zeit frühzeitig identifiziert hätten, ist insbesondere wichtig, da die Auswahl der Indikatoren und Grenzwerte vor allem auf der Basis von Metastudien sowie der Zeitreiheneigenschaften der Indikatoren erfolgte (Europäische Kommission 2012a). Dies könnte zur Folge haben, dass einige der Indikatoren mit den derzeitig verwendeten Grenzwerten nur eine sehr geringe Prognosegüte für die Krisenfrüherkennung in den Ländern der Europäischen Union haben.

Als Evaluierungsmaß dienen die NSR und das Nützlichkeitsmaß U . Wir setzen den Gewichtungssparameter in der Verlustfunktion auf den üblichen Wert $\theta = 0,5$. Das Nützlichkeitsmaß U sollte folglich einen Wert größer als null annehmen bzw. die NSR einen Wert kleiner als eins aufweisen (bei einer Wahl von $\theta = 0,5$ impliziert $U > 0$, dass $NSR < 1$), um zumindest den Minimalanforderungen an einen Frühwarnindikator zu entsprechen.³³ Wie bereits erwähnt, wird zusätzlich zu der Prognosegüte eines Indikators auch dessen durchschnittliche Vorlaufzeit in die Bewertung aufgenommen.

Insgesamt erfüllen sieben Indikatoren das statistische Minimalkriterium von $U > 0$ bzw. $NSR < 1$ (Tabelle 4.2): Der Leistungsbilanzsaldo, der real effektive Wechselkurs, die realen Immobilienpreise, die Verschuldung des privaten Sektors, die Kreditvergabe an den privaten Sektor, die Staatsverschuldung und die Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors. Das beste Verhältnis zwischen fälschlich signalisierten Krisen und korrekt angezeigten Krisen besitzen die realen Immobilienpreise mit einer NSR von 0,38. Die Staatsverschuldung hat mit einer NSR von 0,81 den höchsten noch akzeptablen Wert. Das Netto-Auslandsvermögen, die Exportmarktanteile, die nominalen Lohnstückkosten und insbesondere die Arbeitslosenquote erscheinen dagegen bei den gegebenen Grenzwerten nicht als Krisenindikator geeignet.

Die Nützlichkeit der Indikatoren ist grundsätzlich eher gering. Im Vergleich zu einer Situation, in der naiv in jeder Periode ausschließlich eine Krise oder das Nicht-Auftreten einer Krise prognostiziert wird, verringern die realen Immobilienpreise den Anzahl der Fehlprognosen um rund 17 Prozentpunkte. Für alle anderen nützlichen Indikatoren bewegt sich die jeweilige Verbesserung im einstelligen Bereich. Der Anteil der Fehler 1. Art ist für alle betrachteten Indikatoren sehr hoch. Für einen Anwender, der eine Präferenz dafür besitzt, möglichst keine Krise zu übersehen, sind die derzeitigen Scoreboard-Grenzwerte daher wenig geeignet. So werden nur für die Immobilienpreise sowie die private Verschuldung über die Hälfte der Krisen korrekt prognostiziert. Die schlechtesten Prognoseeigenschaften in dieser Hinsicht besitzen die Arbeitslosenquote und die Exportmarktanteile. In annähernd 90 Prozent der Fälle, in denen eine Krise aufgetreten ist, lieferten diese Indikatoren kein entsprechendes Signal.

³³ Gegeben $\theta = 0,5$ kann das Nützlichkeitsmaß U theoretisch einen Wert von bestenfalls 0,5 und schlechtestensfalls von -0,5 annehmen. Ein Wert von $U = 0$ kann allerdings immer erzielt werden, wenn entweder nie eine Krise prognostiziert wird (beispielsweise durch Ignorieren des Indikators) oder wenn stets eine Krise prognostiziert wird.

Tabelle 4.2:

Evaluierung mit einem Prognosehorizont von $t+2$ bis $t+5$ Jahren

Indikator	NSR	Nützlichkeit $\theta = 0,5$	Fehler 1. Art (in %)	Fehler 2. Art (in %)	Anteil korrekter Prognosen (in %)	Anteil korrekt prognosti- zierter Krisen (in %)	Durchschnitt- licher Vorlauf (Jahre)
Leistungsbilanzsaldo	0,77	0,05	54,2	35,2	61,9	45,8	3,2
Netto-Auslandsvermögen	1,16	-0,02	75,3	28,5	63,8	24,7	3,2
Real effektiver Wechselkurs	0,78	0,05	53,4	36,4	60,4	46,6	4,6
Exportmarktanteile	1,16	-0,01	88,0	14,0	72,8	12,0	2,0
Nominale Lohnstückkosten	1,08	-0,01	65,4	37,2	57,1	34,6	3,9
Reale Immobilienpreise	0,38	0,17	44,4	21,4	72,4	55,6	3,8
Verschuldung des privaten Sektors	0,70	0,08	46,7	37,4	61,0	53,3	4,0
Kreditvergabe an den privaten Sektor	0,64	0,07	61,6	24,7	68,8	38,4	3,4
Staatsverschuldung	0,81	0,04	58,7	33,5	62,0	41,3	4,4
Arbeitslosenquote	2,23	-0,09	84,9	33,5	56,7	15,1	3,3
Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors	0,73	0,04	67,1	24,0	68,4	32,9	3,5

Anmerkungen: Berechnung auf Basis der Scoreboard-Grenzwerte. Länderkreis EU-28. $NSR = B/(B+D) / (A/(A+C))$; Nützlichkeit = $\min([\theta - (1-\theta)]) - \text{Verlust}$; Verlust = $\theta C/(A+C) + (1-\theta) B/(B+D)$; Fehler 1. Art = $C/(A+C)$; Fehler 2. Art = $B/(B+D)$; Anteil korrekter Prognosen = $(A+D)/(A+B+C+D)$; Anteil korrekt prognostizierter Krisen = $A/(A+C)$.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Für alle untersuchten Indikatoren ist der Anteil der Fehler 2. Art niedriger als der Anteil der Fehler 1. Art. Der Anteil der insgesamt korrekten Prognosen ist relativ gering, jedoch auch im Vergleich zu Frühwarnmodellen aus der empirischen Literatur noch im akzeptablen Bereich. Der Anteil der korrekten Prognose für die Scoreboard-Indikatoren liegt zwischen rund 57 Prozent für Arbeitslosenquote und Lohnstückkosten und 73 Prozent für die Exportmarktanteile. Der Anteil der korrekt prognostizierten Krisen ist bei den Exportmarktanteilen hingegen am geringsten (12 Prozent) und selbst bei den realen Immobilienpreise, die die höchste Nützlichkeit aufweisen, liegt dieser bei nur rund 55 Prozent. Zehn der elf Indikatoren verfügen über einen durchschnittlichen Vorlauf von mindesten drei Jahren, wobei der reale effektive Wechselkurs und die Staatsverschuldung die längste Vorlaufzeit aufweisen.

Knedlik (2012) findet ebenfalls, dass die Prognosegüte der Scoreboard-Indikatoren insgesamt gering ist. Nur vier der zehn untersuchten Indikatoren sind nützlich. Die Zusammensetzung der als nützlich eingestuften Indikatoren weicht allerdings von den hier präsentierten Ergebnissen ab. Dort stellt beispielsweise die Arbeitslosenquote einen nützlichen Indikator dar, während die Kreditvergabe an den privaten Sektor und die Immobilienpreise keine guten Krisenindikatoren sind. In der hier vorgelegten Evaluierung zeigt sich ein umgekehrtes Bild. Diese Unterschiede dürften im Wesentlichen auf die verwendeten Krisenhistorien zurückzuführen sein. Selbst wenn in unserer Analyse kontemporäre und nur wenig vorlaufende Signale mit berücksichtigt werden, wie in Knedlik (2012), weist die Arbeitslosenquote mit die geringste Nützlichkeit aller Indikatoren auf.³⁴

³⁴ Die Ergebnisse für einen Prognosehorizont, der auch die Perioden t und $t+1$ umfasst, werden in Abschnitt 4.7.1 präsentiert. Die Resultate in Knedlik (2012) beruhen auf insgesamt 11 Krisen in neun Ländern.

Zwischenfazit: Die Basisevaluierung der Scoreboard-Indikatoren für die EU-28 Länder nach dem Signal-Ansatz führt bei der Berücksichtigung der im Ungleichgewichtsverfahren zugrunde gelegten Grenzwerte zu dem Ergebnis, dass zumindest sieben von elf Indikatoren die von uns formulierten Minimalkriterien erfüllen. Die realen Immobilienpreise stellen mit Abstand den besten Indikator dar, mit einem Anteil von mehr als 70 Prozent korrekter Prognosen und einem Anteil von mehr als 50 Prozent korrekt prognostizierter Krisen.³⁵ Insgesamt besitzen die Indikatoren dennoch nur einen geringen prognostischen Wert. Zwar ist der Anteil der insgesamt korrekt abgegebenen Prognosen für viele Indikatoren mit mehr als 60 Prozent akzeptabel. Allerdings weist neben den realen Immobilienpreisen lediglich die Verschuldung des privaten Sektors sowohl bei dem Anteil der insgesamt korrekt abgegebenen Prognosen als auch bei dem Anteil der korrekt prognostizierten Krisen einen Wert von mehr als 50 Prozent auf. Es bleibt daher zu prüfen, inwieweit sich die Prognoseeigenschaften der hier untersuchten Indikatoren durch die Wahl alternativer Grenzwerte verbessern lassen. Die Vorlaufeigenschaften der Indikatoren sind zufriedenstellend.

4.6 Evaluierung II: Optimierung der Grenzwerte

In diesem Abschnitt wird geprüft, inwieweit die Prognosegüte der Scoreboard-Indikatoren durch die Wahl alternativer Grenzwerte verbessert werden kann. Dies geschieht dadurch, dass anhand einer sogenannten „grid search“ die Grenzwerte ermittelt werden, die entweder die NSR oder die Verlustfunktion L minimieren (bzw. das Nützlichkeitsmaß U maximieren). Die in diesem Sinne optimalen Grenzwerte werden anschließend mit den im Scoreboard festgelegten Werten verglichen.

In einem ersten Schritt wird für jede Indikatorvariable ein Intervall festgelegt, in dem nach den optimalen Grenzwerten gesucht werden soll. Wir definieren dieses als den Bereich zwischen dem 5. und dem 95. Perzentil der Verteilung aller Beobachtungen der jeweiligen Variablen.³⁶ Innerhalb dieses Intervalls wird anschließend für alle darin enthaltenen Werte sowohl die NSR als auch die Verlustfunktion L über alle Länder berechnet und ermittelt, für welche Werte diese minimal sind. Der zugrundeliegende Prognosehorizont entspricht der Standardannahme im vorherigen Abschnitt und umfasst somit den Zeitraum von Periode $t+2$ bis einschließlich Periode $t+5$. Für die Scoreboard-Indikatoren, für die sowohl ein oberer als auch ein unterer Grenzwert festgesetzt worden ist (Leistungsbilanzsaldo und Veränderung des real effektiven Wechselkurses) wird zusätzlich sichergestellt, dass der untere Grenzwert negativ und der obere Grenzwert ist. Dies gewährleistet, dass ein Wert von null (also eine im Durchschnitt der letzten drei Jahre ausgeglichene Leistungsbilanz bzw. keine Veränderung des real effektiven Wechselkurses über die letzten drei Jahre) immer im akzeptierten Bereich liegt.

Die basierend auf den beiden Evaluierungsmaßen optimalen Grenzwerte für die Indikatoren sind in Tabelle 4.3 aufgeführt. Tabelle 4.4 gibt einen Überblick über die Evaluierung der Indikatoren auf

³⁵ Auffällig ist, dass mit den realen Immobilienpreisen ausgerechnet der Indikator, für den mit Abstand am wenigsten Beobachtungen vorliegen, die beste Prognosegüte aufweist. Der Verdacht, dass bei der Evaluierung dieser Indikator durch die geringe Anzahl der zur Verfügung stehenden Beobachtungen bevorteilt wird, kann jedoch teilweise dadurch entkräftet werden, dass diesem Indikator auch in der Literatur (unter der Verwendung größerer Datensätze) eine besonders hohe Prognoseeigenschaft für die Früherkennung von Krisen zugeschrieben wird. Die Ergebnisse bezüglich der realen Immobilienpreise werden in Abschnitt 4.7.2 auf Basis eines längeren Datensatzes – der allerdings nur für einen kleineren Länderkreis zur Verfügung steht – auf ihre Robustheit hin überprüft.

³⁶ Die Beschränkung auf den Bereich zwischen dem 5. und dem 95. Perzentil stellt sicher, dass einige Ausreißer (z.B. einige Beobachtungen für Bulgarien oder Rumänien) von der Optimierung ausgeschlossen werden und sich die Grid-Search somit auf plausible Grenzwerte konzentriert.

Basis der NSR-optimierten Grenzwerte, Tabelle 4.5 über die Evaluierung der Indikatoren basierend auf den anhand der Verlustfunktion optimierten Grenzwerten.³⁷

Tabelle 4.3:
Optimale Grenzwerte

Indikator		Scoreboard Grenzwerte für Euroraum- Länder		Optimale Grenzwerte			
				NSR		Verlustfunktion $\theta=0,5$	
		unterer	oberer	unterer	oberer	unterer	oberer
Leistungsbilanzsaldo	in Relation zum BIP, Durchschnitt der vergangenen 3 Jahre	-4	6	-10,7	6,6	-6,3	2,9
Netto-Auslandsvermögen	in Relation zum BIP	-35	-	-77,3	-	-57,5	-
Real effektiver Wechselkurs	prozentuale Veränderung über 3 Jahre	-5	5	-7,8	3,1	-7,8	0,3
Exportmarktanteile	prozentuale Veränderung über 5 Jahre	-6	-	-2,6	-	6,6	-
Nominale Lohnstückkosten	prozentuale Veränderung über 3 Jahre	-	9	-	4,7	-	1,8
Reale Immobilienpreise	jährliche Veränderung	-	6	-	8,9	-	5,3
Verschuldung des privaten Sektors	in Relation zum BIP	-	133	-	185,7	-	84,3
Kreditvergabe an den privaten Sektor	in Relation zum BIP	-	15	-	24,6	-	8,7
Staatsverschuldung	in Relation zum BIP	-	60	-	86,6	-	58,5
Arbeitslosenquote	Durchschnitt der vergangenen 3 Jahre	-	10	-	4,0	-	4,0
Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektor	jährliche Veränderung	-	16,5	-	14,9	-	8,2

Anmerkungen: Beidseitige Grenzwerte für den Leistungsbilanzsaldo und den realen effektiven Wechselkurs.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse im Einzelnen:

Bezüglich des (durchschnittlichen) *Leistungsbilanzsaldos* sind im Scoreboard ein unterer Grenzwert von -4 Prozent und ein oberer Grenzwert von +6 Prozent festgesetzt. Die berechneten optimalen unteren Grenzwerte liegen mit -10,7 Prozent (NSR) und rund -6,3 Prozent (L) beide unter dem Scoreboard-Grenzwert, die optimalen oberen Grenzwerte sind dagegen tendenziell in der Nähe des von der Kommission fixierten Wertes. Das Ergebnis hinsichtlich des oberen Grenzwertes dürfte maßgeblich von den drei Ländern Deutschland, Niederlande und Luxemburg getrieben sein (siehe auch Abbildung A1 bis A28 in Appendix A), die vor der Krise im Jahr 2008 hohe Leistungsbilanzüberschüsse aufwiesen. Die Krise im Jahr 2008 charakterisieren Laeven und Valencia (2012) für alle drei Länder als Bankenkrise. Es soll daher an dieser Stelle nochmals betont werden, dass die

³⁷ Die in Tabelle 4.4 ausgewiesene NSR ist folglich für jeden Indikator kleiner oder gleich der NSR in Tabelle 4.2, während der ausgewiesene Wert der Verlustfunktion in Tabelle 4.5 immer kleiner oder gleich dem Wert in Tabelle 4.2 ist.

Bewertung der Güte der Signale eines Indikators unabhängig von einer theoretischen Bewertung ist und keine kausalen Aussagen erlaubt.

Tabelle 4.4:

Evaluierung auf Basis der optimierten Schwellenwerte (NSR)

Indikator	NSR	Nützlichkeit $\theta = 0,5$	Fehler 1. Art (in %)	Fehler 2. Art (in %)	Anteil korrekter Prognosen (in %)	Anteil korrekt prognosti- zierter Krisen (in %)	Durchschnitt- licher Vorlauf (Jahre)
Leistungsbilanzsaldo	0,41	0,05	81,9	7,4	81,2	18,1	2,5
Netto-Auslandsvermögen	0,71	0,01	90,6	6,7	79,5	9,4	2,7
Real effektiver Wechselkurs	0,73	0,08	38,4	45,3	56,0	61,6	4,3
Exportmarktanteile	0,75	0,05	57,3	32,0	63,5	42,7	3,1
Nominale Lohnstückkosten	0,92	0,03	24,4	69,9	39,3	75,6	4,2
Reale Immobilienpreise	0,32	0,13	63,0	11,7	74,4	37,0	3,3
Verschuldung des privaten Sektors	0,38	0,10	68,0	12,1	78,0	32,0	3,4
Kreditvergabe an den privaten Sektor	0,27	0,06	83,6	4,4	81,8	16,4	2,5
Staatsverschuldung	0,62	0,03	82,7	10,7	76,5	17,3	4,0
Arbeitslosenquote	0,99	0,00	4,1	95,2	22,0	95,9	4,7
Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors	0,64	0,08	55,7	28,3	66,8	44,3	3,4

Anmerkungen: Länderkreis EU-28. $NSR = B/(B+D) / (A/(A+C))$; Nützlichkeit = $\min([\theta \quad (1-\theta)])$ - Verlust; Verlust = $\theta C/(A+C) + (1-\theta) B/(B+D)$; Fehler 1. Art = $C/(A+C)$; Fehler 2. Art = $B/(B+D)$; Anteil korrekter Prognosen = $(A+D)/(A+B+C+D)$; Anteil korrekt prognostizierter Krisen = $A/(A+C)$.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Der Grenzwert für das *Netto-Auslandsvermögen* sollte in Bezug auf die Optimierung der Prognosegüte mit rund -80 Prozent in Relation zum BIP (NSR) bzw. rund -60 Prozent (*L*) deutlich unter dem bisherigen Grenzwert angesetzt werden. Wie erwartet verkleinert ein niedrigerer Grenzwert spürbar den Fehler 2. Art. Auch zeigt sich, wie bereits beim Leistungsbilanzsaldo zuvor, dass die Optimierung anhand der NSR meist einen niedrigeren unteren und einen höheren oberen Grenzwert als die Optimierung anhand der Verlustfunktion zur Folge hat. Generell ist die NSR basierend auf den optimierten Grenzwerten mit einem Wert von 0,7 bzw. 0,8 deutlich geringer als basierend auf den Scoreboard-Grenzwerten. Folglich erfüllt der Indikator nun das Minimalkriterium.

Die Veränderung des *real effektiven Wechselkurses* ist der zweite Indikator, für den im Scoreboard ein beidseitiger Grenzwert definiert ist. Die unteren optimalen Grenzwerte (die in diesem Fall für die Minimierung der NSR als auch der Verlustfunktion identisch sind) liegen bei rund -8 Prozent. Auffällig ist, dass die anhand der Verlustfunktion ermittelte obere Grenze nur knapp über null liegt. Somit wird in diesem Fall fast jede real effektive Aufwertung als Krisensignal gewertet, was folglich den Anteil der Fehler 1. Art reduziert. Insgesamt verbessert sich die Nützlichkeit des Indikators etwas. Bezogen auf die anhand der Verlustfunktion ermittelten Grenzwerte erhöht sich der Anteil der korrekt prognostizierten Krisen spürbar, allerdings ist der Anteil der insgesamt korrekt abgegebenen Prognosen mit unter 50 Prozent in diesem Fall sehr gering.

Für die Veränderung der *Exportmarktanteile* divergieren die auf Basis der NASR sowie auf Basis der Verlustfunktion ermittelten optimalen Grenzwerte sogar in Bezug auf das Vorzeichen. Basierend auf der NSR sollte ein Rückgang von mehr als 2,6 Prozent zu einem Krisensignal führen, während

basierend auf der Verlustfunktion ein Krisensignal bei einer Zunahme von weniger als 6,6 Prozent erfolgen sollte. Dieses auf den ersten Blick überraschende Ergebnis kann damit erklärt werden, dass nicht nur Deutschland sondern auch Länder wie Griechenland, Portugal oder Italien in relevanten Vorkrisenperioden Exportmarktanteile gewinnen konnten.

Der ermittelte optimale obere Grenzwert für die Veränderung der *nominalen Lohnstückkosten* liegt bei rund +5 Prozent bzw. +2 Prozent und damit in beiden Fällen niedriger als der Scoreboard-Grenzwert. Allerdings kann trotz Optimierung des Grenzwertes nur von einem bedingt nützlichen Indikator gesprochen werden. Die NSR ist nur wenig kleiner als eins bzw. das Nützlichkeitsmaß U nur knapp über null. Der Anteil der insgesamt korrekten Prognosen ist mit knapp 40 Prozent sehr gering. Der durchschnittliche Vorlauf ist mit über 4 Jahren, wie beim real effektiven Wechselkurs, relativ groß.

Die Entwicklung der *realen Immobilienpreise* war bei der Evaluierung der Scoreboard-Grenzwerte der Indikator mit der höchsten Prognosegüte (Tabelle 4.2). Der im Scoreboard festgelegte Grenzwert von +6 Prozent liegt in der Bandbreite der ermittelten optimalen Grenzwerten von rund 9 Prozent (NSR) und reichlich 5 Prozent (L). So ist auch das Minimum der NSR bzw. der Verlustfunktion nur wenig geringer als bei der Evaluierung der Scoreboard-Grenzwerte. Nach wie vor sind die Immobilienpreise einer der besten Indikatoren: Die optimierte NSR hat einen Wert von 0,32 (zweitniedrigster Wert aller Indikatoren) und das optimierte Nützlichkeitsmaß hat einen Wert von 0,18 (höchster Wert aller Indikatoren).

Auch für den Indikator *Verschuldung des privaten Sektors* liefert die Optimierung anhand der NSR einen Grenzwert, der über dem Scoreboard-Grenzwert liegt, während die Optimierung anhand der Verlustfunktion einen Grenzwert liefert, der unter dem Scoreboard-Grenzwert liegt. Gemäß minimaler NSR sollte der Grenzwert bei 186 Prozent liegen; die NSR reduziert sich somit von 0,7 auf 0,38. Um einen minimalen Wert der Verlustfunktion zu erreichen, sollte der Grenzwert hingegen deutlich niedriger, bei 84 Prozent, angesetzt werden. Die Nützlichkeit des Indikators erhöht sich in diesem Fall auf 0,13.

Die *Kreditvergabe an den privaten Sektor* wird durch die Optimierung der Grenzwerte über die NSR der Indikator mit der geringsten NSR. Der in dieser Hinsicht optimale Grenzwert liegt mit knapp 25 Prozent wieder deutlich über dem Scoreboard-Grenzwert. Die Verbesserung der Prognosegüte wird durch eine merkbare Reduzierung der Fehler 2. Art erreicht. Allerdings steigt in der Folge der Anteil der Fehler 1. Art auf 0,84 und die durchschnittliche Vorlaufzeit reduziert sich um fast ein Jahr auf 2,5 Jahre. Bei der Optimierung der Grenzwerte über die Verlustfunktion wird der Grenzwert hingegen wieder unter dem Scoreboard-Grenzwert angesetzt. Der Fehler 1. Art beträgt nun 0,25 und die durchschnittliche Vorlaufzeit etwa 4 Jahre.

Für die *Staatsverschuldung* liegt der Grenzwert basierend auf der NSR bei knapp 90 Prozent. Gegeben diesen höheren Grenzwert neigt der Indikator dazu, Fehler 2. Art zu vermeiden, wodurch sich der Anteil der nicht prognostizierten Krisen auf rund 83 Prozent erhöht. Anhand der Verlustfunktion ergibt sich ein optimaler Grenzwert von knapp 60 Prozent. Da der Unterschied zum Scoreboard-Grenzwert somit gering ist, bleibt in diesem Fall auch die Prognosegüte des Indikators nahezu unverändert.

Für den Indikator *Arbeitslosenquote* führt die Optimierung zu einer deutlichen Absenkung des Grenzwerts. Sowohl für die NSR als auch für die Verlustfunktion ergibt sich nun ein oberer Grenzwert von 4 Prozent. Zwar werden bei diesem Grenzwert nahezu alle Krisen korrekt prognostiziert. Allerdings hat dies auch zur Folge, dass dieser Indikator nahezu permanent ein Krisensignal sendet, wodurch sich der Anteil der Fehler 2. Art auf 95 Prozent erhöht. Die NSR verzeichnet einen Wert von

knapp eins (bzw. das Nützlichkeitsmaß einen Wert von nur sehr knapp über null). Der Anteil der fälschlich signalisierten Krisen entspricht also in etwa dem Anteil der korrekt prognostizierten Krisen.

Schließlich ergibt sich für die *Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors* basierend auf der Optimierung über die NSR ein Grenzwert von rund 15 Prozent, während der optimale Wert gemäß der Verlustfunktion bei rund 8 Prozent liegt. Beide optimierten Grenzwerte liegen somit unter dem Scoreboard-Grenzwert von 16,5 Prozent. Der niedrigere Grenzwert von rund 8 Prozent geht mit einem im Vergleich mit anderen Indikatoren relativ hohen Wert des Nützlichkeitsmaßes einher. Die NSR ist anhand beider Optimierungskriterien nur geringfügig kleiner als basierend auf den Scoreboard-Grenzwerten.

Zwischenfazit: Generell ist für viele Indikatoren eine merkbliche Verbesserung der Prognosegüte des Scoreboards in Hinblick auf die gewählten Grenzwerte möglich. Dies ist insbesondere der Fall für die gemäß der Verlustfunktion (des Nützlichkeitsmaßes) optimierten Grenzwerte, da hier in der Regel der Anteil der korrekt prognostizierten Krisen spürbar ansteigt, ohne dass der Fehler 2. Art unverhältnismäßig stark zunimmt. Von einer mechanischen Anpassung der Grenzwerte gemäß der hier vorgenommenen Optimierung ist allerdings abzuraten. So könnten die ermittelten Grenzwerte durch den hier verwendeten (relativ kleinen) Datensatz maßgeblich beeinflusst sein und somit keine Allgemeingültigkeit besitzen. Hinzu kommt, dass die ermittelten Grenzwerte aus theoretischer Sicht teilweise nicht plausibel erscheinen.

Vor dem Hintergrund, dass für das Scoreboard der Früherkennung von Krisen eine besondere Bedeutung zukommt, sollte für die Bewertung der ermittelten Grenzwerte auch ein Augenmerk darauf gelegt werden, welche Grenzwerte restriktiver sind, also im Zweifel einen größeren Anteil bevorstehender Krisen prognostizieren, zudem nicht mit einem unverhältnismäßig hohem Anstieg der Fehler 2. Art einhergehen und ferner aus theoretischer Sicht plausibel erscheinen. In dieser Gesamtschau deuten die Ergebnisse der empirischen Analyse insbesondere darauf hin, die Grenzwerte für die Kreditvergabe an den privaten Sektor, die Verschuldung des privaten Sektors sowie für die Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors spürbar abzusenken. Auch ein Absenken der Grenzwerte für den realen effektiven Wechselkurs wäre auf Basis der empirischen Analyse angemessen, allerdings ist der mittels der Verlustfunktion ermittelte obere Grenzwert in Höhe von 0,3 wenig plausibel. Ferner ließe sich auch die Prognoseeigenschaft des Leistungsbilanzsaldo mit den über das Nützlichkeitsmaß ermittelten Grenzwerten merklich verbessern. Allerdings sprächen die optimierten Grenzwerte sowohl für ein Absenken des unteren Grenzwertes, so dass in der Tendenz weniger korrekte Signale für das zukünftige Auftreten einer Krise abgegeben würden, als auch für ein Absenken des ohnehin aus theoretischer Sicht äußerst zweifelhaften oberen Grenzwertes, so dass vermehrt falsche Krisensignale ausgelöst würden. Für die realen Immobilienpreise könnte ein leichtes Absenken des Grenzwertes von 6 Prozent auf etwa 5 Prozent dagegen angebracht sein, durch das sich die Prognosegüte dieses Indikators jedoch nur leicht verbessert.

Alles in allem bleiben die realen Immobilienpreise auch für die auf Basis des Nützlichkeitsmaßes ermittelten optimalen Grenzwerte der beste Indikator. Die Prognoseeigenschaften für die private Kreditvergabe an den privaten Sektor, die Verschuldung des privaten Sektors sowie die Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors – also jenen Indikatoren, die sowohl aus theoretischer Sicht als auch in der empirischen Literatur als besonders nützlich eingestuft werden – verbessern sich merklich. Die Arbeitslosenquote bleibt dagegen der schlechteste Indikator und zeigt sogar bei optimiertem Grenzwert keinerlei nützliche Frühwarn Eigenschaften. Viele Indikatoren weisen zudem trotz Optimierung weiterhin wenig zufriedenstellende Frühwarn Eigenschaften auf.

Tabelle 4.5:

Evaluierung auf Basis der optimierten Schwellenwerte (Verlustfunktion)

Indikator	NSR	Nützlichkeit $\theta = 0,5$	Fehler 1. Art (in %)	Fehler 2. Art (in %)	Anteil korrekter Prognosen (in %)	Anteil korrekt prognosti- zierter Krisen (in %)	Durchschnitt- licher Vorlauf (Jahre)
Leistungsbilanzsaldo	0,56	0,12	45,8	30,4	67,2	54,2	3,8
Netto-Auslandsvermögen	0,80	0,02	83,5	13,2	75,2	16,5	3,3
Real effektiver Wechselkurs	0,75	0,10	24,7	56,3	49,6	75,3	4,2
Exportmarktanteile	0,78	0,11	4,0	74,7	37,9	96,0	4,3
Nominale Lohnstückkosten	0,93	0,03	10,3	83,5	31,3	89,7	4,6
Reale Immobilienpreise	0,40	0,18	40,7	23,4	71,9	59,3	3,8
Verschuldung des privaten Sektors	0,71	0,13	12,0	62,6	46,3	88,0	4,5
Kreditvergabe an den privaten Sektor	0,63	0,14	24,7	47,4	56,6	75,3	3,9
Staatsverschuldung	0,78	0,05	52,0	37,3	60,1	48,0	4,5
Arbeitslosenquote	0,99	0,00	4,1	95,2	22,0	95,9	4,7
Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors	0,68	0,14	15,7	56,9	50,4	84,3	4,1

Anmerkungen: Länderkreis EU-28. $NSR = B/(B+D) / (A/(A+C))$; Nützlichkeit = $\min([\theta \quad (1-\theta)]) \cdot \text{Verlust}$; Verlust = $\theta C/(A+C) + (1-\theta) B/(B+D)$; Fehler 1. Art = $C/(A+C)$; Fehler 2. Art = $B/(B+D)$; Anteil korrekter Prognosen = $(A+D)/(A+B+C+D)$; Anteil korrekt prognostizierter Krisen = $A/(A+C)$.

Quelle: Eigene Berechnungen.

4.7 Robustheitstests

4.7.1 Alternative Prognosehorizonte

Um die Robustheit der zuvor durchgeführten Evaluation der Scoreboard-Grenzwerte zu prüfen, werden die Indikatoren zuerst für alternative Prognosehorizonte von Periode $t+2$ bis $t+4$ bzw. bis $t+6$ Jahren evaluiert. Bei einem etwas kürzeren Prognosehorizont von Periode $t+2$ bis einschließlich Periode $t+4$ nimmt die NSR für die Exportmarktanteile nun einen Wert kleiner als eins an (Tabelle C1 in Anhang C). Bei diesem Indikator mit der kürzesten durchschnittlichen Vorlaufzeit reduziert die Beschränkung auf einen kürzeren Prognosehorizont vor allem den Anteil der Fehler 1. Art. Für die übrigen Indikatoren verändern sich die NSR und das Nützlichkeitsmaß allerdings nur geringfügig. Auch eine Ausdehnung des Prognosehorizonts auf $t+6$ Jahre ändert bei allen Indikatoren nichts an der generellen Aussage bezüglich ihrer Nützlichkeit, die im Standardsetup vorgenommen wurde (Tabelle C2 in Anhang C). Die Lohnstückkosten verbessern nun etwas ihre Prognosegüte, verzeichnen aber dennoch eine NSR von knapp über eins.

Als weiteren Robustheitstest evaluieren wir die Indikatoren basierend auf einem Prognosehorizont, der auch die Perioden t und $t+1$ umfasst. In diesem Fall werden also insbesondere kontemporäre und nur wenig vorlaufende Signale berücksichtigt.³⁸ Vergleicht man die Resultate für einen Prognosehorizont von t bis $t+3$ (Tabelle C3 in Anhang C) mit dem Standardszenario, in dem der Fokus auf ein relativ frühes Krisensignal liegt, so zeigen sich für einige Indikatoren zum Teil deutliche Unterschiede. So ist zum einen die Kreditvergabe an den privaten Sektoren anstelle der Entwicklung der realen

³⁸ Siehe auch den Zwischenbericht für dieses Gutachten.

Immobilienpreise der Indikator mit der höchsten Nützlichkeit. Zum anderen stellt die Veränderung des real effektiven Wechselkurses nun keinen akzeptablen Krisenindikator mehr dar, während das Netto-Auslandsvermögen und die Exportmarktanteile im Gegenzug nun eine Nützlichkeit von knapp über null aufweisen. Für alle anderen Variablen sind die Unterschiede jedoch marginal. Ein leicht erweiterter Prognosehorizont von t bis $t+4$ (Tabelle C4 in Anhang C) ändert auch hier nur wenig an den Ergebnissen, in der Tendenz sind diese aber nun wieder etwas näher an den Resultaten für das Standardszenario.

4.7.2 Erweiterung mit anderen Industrieländern und Datenquellen

Abgesehen von Variationen des zugrundeliegenden Prognosehorizonts soll des Weiteren überprüft werden, wie robust die bisherigen Ergebnisse sind, wenn man zusätzlich zu den EU-Ländern auch noch andere Industrieländer außerhalb der EU in das Länder-Panel aufnimmt.

Basierend auf der Datenbank von Laeven und Valencia (2012) lassen sich Finanzkrisen-Dummies für die Schweiz, Norwegen, Australien, Südkorea, Japan, USA, Kanada, Russland, Israel und die Türkei konstruieren. Laeven und Valencia (2012) identifizieren für diese Länder im Zeitraum von 1970–2012 insgesamt 16 Krisenereignisse. Für die Erstellung der Indikatorvariablen des erweiterten Länder-Panels wird hauptsächlich auf Daten des IWF zurückgegriffen, für eine Variable (reale Immobilienpreise) stammen die Daten von der Federal Reserve Bank of Dallas. Die Evaluation konzentriert sich auf die Variablen Leistungsbilanzsaldo, real effektiver Wechselkurs, reale Immobilienpreise, Staatsverschuldung sowie die Arbeitslosenquote, da hierfür im Gegensatz zu Variablen wie beispielsweise den Verbindlichkeiten des Finanzsektors kaum spezifische definitorische Abgrenzungen vorgenommen werden müssen und die erstellten alternativen Zeitreihen für die EU-Länder somit den auf der Scoreboard-Datenplattform der Europäischen Kommission veröffentlichten Zeitreihen sehr ähnlich sind. Generell zeigt sich, dass die Prognosegüte dieser fünf Variablen in dem erweiterten Länder-Panel tendenziell etwas schlechter ist als in dem Länder-Panel, welches sich auf die Daten der Europäischen Kommission und rein auf die EU-Länder bezieht. Nach wie vor sind die Immobilienpreise relativ gesehen ein guter Indikator; die Nützlichkeit ist allerdings auch bei dieser Variable nur sehr gering (Tabelle C5 in Anhang C).

Optimiert man die Grenzwerte dieser Variablen in dem erweiterten Länder-Panel anhand der NSR oder der Verlustfunktion, so ergibt sich für den Leistungsbilanzsaldo ein etwas höherer oberer Grenzwert im Vergleich zu den optimierten Grenzwerten im EU-spezifischen Datensatz. Der Grenzwert für die Arbeitslosenquote ist hingegen nochmals niedriger. Bemerkenswert ist auch die Veränderung der Grenzwerte für den real effektiven Wechselkurs: Im Gegensatz zu den zuvor ermittelten optimalen Grenzwerten hat nun eine real effektive Aufwertung kaum Signalwirkung und auch eine Abwertung muss nun extremere Züge annehmen, um noch als Krisensignal gewertet zu werden (Tabelle C6 in Anhang C). Die Prognosegüte der Indikatoren gegeben den optimierten Grenzwerten verschlechtert sich mit Ausnahme des real effektiven Wechselkurses gegenüber dem EU-spezifischen Datensatz. Die Arbeitslosenquote weist nun trotz Optimierung einen negativen Wert des Nützlichkeitsmaßes aus (Tabelle C7 und C8 in Anhang C).

4.8 Weiterentwicklung

4.8.1 Kombination von Variablen

Der Signal-Ansatz ist zwar im Kern ein univariater Ansatz. Er kann aber auch dazu verwendet werden, die Informationen von mehreren Frühindikatoren zusammenzufassen, beispielsweise indem die Frühindikatoren anhand ihrer Prognoseeigenschaften gewichtet werden („model averaging“), binäre Entscheidungsbäume Anwendung finden oder die Grenzwerte für zwei oder mehrere Frühindikatoren gleichzeitig ermittelt werden. In der Literatur wurde beispielsweise verschiedentlich gezeigt, dass die Kombination von Indikatoren zu besseren Prognoseeigenschaften von Frühwarnmodellen führen kann (vgl. Borio und Drehmann 2009 sowie Bussiere und Fratzscher 2006). So könnte die Entwicklung eines Indikators (z.B. ein Defizit in der Leistungsbilanz) für sich genommen zwar zunächst noch unverdächtig sein. Geht sie jedoch mit einer bestimmten Entwicklung eines anderen Indikators einher (z.B. mit einem starken Anstieg des Kreditvolumens), könnte sich daraus ein frühzeitiges und prognostisch wertvolles Signal für eine krisenhafte Entwicklung ergeben. Im Folgenden soll daher untersucht werden, ob eine bessere Prognoseeigenschaft durch die Kombination zweier Scoreboard-Indikatoren erreicht werden kann, als durch die isolierte Betrachtung einzelner Indikatoren.

Analog zur Bestimmung der optimalen Grenzwerte für die einzelnen Indikatorvariablen werden auch die Grenzwerte für alle möglichen Zweierkombination mit Hilfe einer „grid search“ ermittelt. Das Intervall, in dem nach den gemäß eines Evaluierungsmaßes optimalen Grenzwerten gesucht werden soll, ist dabei wiederum durch den Bereich zwischen dem 5. und dem 95. Perzentil der Verteilung aller Beobachtungen der jeweiligen Variable festgelegt. Auch der zugrundeliegende Prognosehorizont entspricht der Standardannahme im vorherigen Abschnitt und umfasst den Zeitraum von Periode $t+2$ bis einschließlich Periode $t+5$. Für die Indikatoren, die im Scoreboard sowohl einen oberen als auch einen unteren Grenzwert besitzen (Leistungsbilanzsaldo und Veränderung des real effektiven Wechselkurses) wird bei der Kombination mit einer anderen Variable nur ein unterer Grenzwert definiert. Wir betrachten bei der folgenden Analyse die anhand der Verlustfunktion optimierten Grenzwerte. Grund hierfür ist zum einen, dass die Kombination von Variablen insbesondere durch eine angestrebte häufigere Vermeidung von Fehlern 1. Art motiviert ist. Darüber hinaus zeigt sich aber auch, dass bei einer Optimierung anhand der NSR für jede Indikatorvariable mindestens eine Kombination gefunden werden kann, bei der durch entsprechende Grenzwerte der Anteil fälschlicher Krisensignale bis auf null reduziert wird und somit auch die NSR einen Wert von null aufweist.

Die Resultate der Evaluierung von Kombinationen der Indikatoren sind in Tabelle 4.6 aufgeführt. In der ersten Spalte befinden sich die Scoreboard-Indikatoren und in der zweiten Spalte (Indikator 2) der Indikator, mit dem sich in Kombination der niedrigste Verlust (bzw. die höchste Nützlichkeit) erzielen lässt. Es zeigt sich, dass mit der Entwicklung der realen Immobilienpreise der zuvor beste Einzelindikator nun oftmals auch den besten Kombinationspartner darstellt.³⁹ Nur bei der Verschuldung des privaten Sektors ist eine Kombination mit den Verbindlichkeiten des Finanzsektors optimal und bei der Staatsverschuldung kann durch eine Kombination mit den Verbindlichkeiten des Finanzsektors eine fast identische Nützlichkeit wie bei der Kombination mit den Immobilienpreisen erzielt werden. Allerdings sind die resultierenden Grenzwerte für einen oder beide Indikatoren eines Paares häufig nur wenig intuitiv, wie beispielsweise die deutlich positiven unteren Grenzwerte für den Leistungs-

³⁹ Allerdings schneiden Kombinationen mit einigen anderen Variablen in vielen Fällen nur wenig schlechter ab. In Tabelle 4.6 sind jedoch ausschließlich die Kombinationen mit der höchsten Nützlichkeit aufgeführt.

Tabelle 4.6:

Evaluierung von Kombinationen der Indikatoren. Optimierung auf Basis der Verlustfunktion

Indikator 1	Indikator 2	NSR	Nützlichkeit $\theta=0,5$	Fehler 1. Art (in %)	Fehler 2. Art (in %)	Anteil korrekter Prognosen (in %)	Anteil korrekt prognostizierter Krisen (in %)	Grenzwert Indikator 1	Grenzwert Indikator 2
Leistungsbilanzsaldo	Reale Immobilienpreise	0,41	0,15	0,50	0,21	0,71	0,50	6,8 (u)	5,1
Netto-Auslandsvermögen	Reale Immobilienpreise	0,59	0,17	0,15	0,50	0,59	0,85	33,5 (u)	-2,0
Real effektiver Wechselkurs	Reale Immobilienpreise	0,38	0,18	0,41	0,23	0,72	0,59	18,4 (u)	5,1
Exportmarktanteile	Reale Immobilienpreise	0,38	0,21	0,31	0,26	0,72	0,69	2,6 (u)	1,8
Nominale Lohnstückkosten	Reale Immobilienpreise	0,52	0,18	0,24	0,40	0,64	0,76	-0,9	1,8
Reale Immobilienpreise	Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors	0,42	0,25	0,12	0,37	0,70	0,88	-2,5	4,7
Verschuldung des privaten Sektors	Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors	0,45	0,22	0,20	0,36	0,67	0,80	70,3	8,6
Kreditvergabe an den privaten Sektor	Reale Immobilienpreise	0,52	0,21	0,12	0,46	0,63	0,88	2,9	-2,0
Staatsverschuldung	Reale Immobilienpreise	0,57	0,19	0,13	0,49	0,61	0,87	23,1	-2,0
Arbeitslosenquote	Reale Immobilienpreise	0,39	0,17	0,44	0,22	0,72	0,56	3,9	5,1
Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors	Reale Immobilienpreise	0,42	0,25	0,12	0,37	0,70	0,88	4,7	-2,5

Anmerkungen: Länderkreis EU-28. $NSR = B/(B+D)/(A/(A+C))$; Verlust = $\theta (C/(A+C) + (1-\theta) B/(B+D))$; Nützlichkeitsmaß = $\min([\theta (1-\theta)])$ - Verlust; Fehler 1. Art = $C/(A+C)$; Fehler 2. Art = $B/(B+D)$; Anteil korrekter Prognosen = $(A+D)/(A+B+C+D)$; Anteil korrekt prognostizierter Krisen = $A/(A+C)$. (u): unterer Grenzwert, ansonsten oberer Grenzwert.

Quelle: Eigene Berechnungen.

bilanzsaldo, das Netto-Auslandsvermögen und den real effektiven Wechselkurs. Bei der Kombination mit der höchsten Nützlichkeit, reale Immobilienpreise und Verbindlichkeiten des Finanzsektors, ergibt sich ein (oberer) Grenzwert von -2,5 bzw. 4,7 Prozent. In diesem Fall führt also ein leichter jährlicher Anstieg der Verbindlichkeiten des Finanzsektors bereits zu einem Krisensignal, wenn er mit stagnierenden oder sogar mit nur leicht fallenden realen Immobilienpreisen einhergeht. Eine weitergehende Untersuchung offenbart jedoch, dass bei dieser Kombination die Nützlichkeit generell sehr hoch ist, wenn man einen Grenzwert für die Verbindlichkeiten des Finanzsektors zwischen +3 und +10 Prozent wählt sowie einen Grenzwert für die realen Immobilienpreise zwischen -5 und +5 Prozent. Dies bedeutet, dass ein (theoretisch plausiblerer) positiver oberer Grenzwert für die realen Immobilienpreise eine fast genauso große Nützlichkeit aufweisen würde. Generell lässt sich festhalten, dass die Nützlichkeit durch eine Kombination der Indikatoren zum Teil deutlich erhöht werden kann (vgl. auch die Ergebnisse in Tabelle 4.5 zuvor).

4.8.2 Berücksichtigung alternativer Indikatoren

Bei der Evaluierung alternativer Indikatoren muss berücksichtigt werden, dass eine Vielzahl von Indikatoren, die aus theoretischer Sicht relevant für das Scoreboard sind, aufgrund mangelnder Datenverfügbarkeit derzeit noch nicht empirisch evaluiert werden kann. Dies gilt beispielsweise für Indikatoren für das Ausmaß der Fristentransformation im Finanzsektor oder die Kreditkonzentration in bestimmten Wirtschaftsbereichen. Im Folgenden werden Indikatoren für das Zinsniveau, für die Aktienkurse und für die Investitionskonzentration in Bezug auf die Wirtschaftsbereiche einer Volkswirtschaft evaluiert. Zudem wird für ausgewählte Indikatoren eine zum bisherigen Scoreboard alternative Transformation – die Abweichung von der trendmäßigen Entwicklung – evaluiert.

Längerfristige Abweichung des kurzfristigen Zinses vom natürlichen Zins

Der Zusammenhang zwischen dem Auftreten von Krisen und dem monetären Expansionsgrad ist aus theoretischer Sicht von großer Bedeutung (siehe Abschnitt 3.1.2). Der monetäre Expansionsgrad wird im Folgenden als Differenz zwischen dem kurzfristigen Zins und dem natürlichen Zins approximiert. Sollte der kurzfristige Zins für einen längeren Zeitraum merklich unterhalb des natürlichen Zinses liegen, erhöht sich in der Tendenz die Risikoneigung der Finanzmarktakteure, was sich häufig in nicht-nachhaltigen Anstiegen der Verschuldung und der Vermögenspreise äußert (Blasenbildung). In der Folge kann der Finanzsektor einer Volkswirtschaft erheblich in Schieflage geraten und dadurch auch die Funktionsfähigkeit des Wirtschafts- und Währungsunion beeinträchtigen.

Der natürliche Zins ist nicht beobachtbar und muss deshalb geschätzt werden. Im Folgenden wird dafür approximativ das nominale Potenzialwachstum geschätzt, dem der natürliche Zins in einer längerfristigen Betrachtung entsprechen sollte. Für die Schätzung des nominalen Potenzialwachstums wird ein Filter-Verfahren, der Hodrick-Prescott-Filter (mit einem für Jahresdaten üblichen Wert für den Glättungsparameter Lambda von 100), auf die nominale Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts angewendet.⁴⁰

⁴⁰ In der Literatur wird der natürliche Zins häufig durch die Anwendung eines Filter-Verfahrens direkt auf den kurzfristigen Zins geschätzt. In Bezug auf das vorliegende Gutachten weist die Approximation über das nominale Potenzialwachstum den Vorteil auf, dass der kurzfristige Zins auch über einen längeren Zeitraum hinweg unterhalb des natürlichen Zinses liegen kann. Würde der natürliche Zins dagegen direkt als Trend der kurzfristigen Zinsen geschätzt werden, würde bei einem längerfristig sehr niedrigen kurzfristigen Zins die Trendschätzung zwangsläufig ergeben, dass der natürliche Zins dem sehr niedrigen kurzfristigen Zins entspricht. Es wäre somit aufgrund der Wahl des

Die Schätzung des nominalen Potenzialwachstums für die Verwendung im Scoreboard wird dadurch erschwert, dass dieses gemeinhin auf Basis von zweiseitigen Filtern geschätzt wird, d.h., dass für die Schätzung zum Zeitpunkt t auch zukünftige Werte miteinbezogen werden. Diese stehen aber für das Scoreboard, das die Indikatoren in „Echtzeit“ auswertet, nicht zur Verfügung. Deshalb wird das nominale Potenzialwachstum für die Evaluierung auf Basis eines einseitigen Filters geschätzt. Es werden somit nur Daten miteinbezogen, die für die Auswertung des Scoreboards auch tatsächlich zur Verfügung stehen. Für die Schätzung wird vorausgesetzt, dass mindestens zehn Beobachtungen zur Verfügung stehen. Somit können jeweils die ersten zehn Jahre, für die Daten für das nominale Bruttoinlandsprodukt zur Verfügung stehen, in der Evaluierung nicht berücksichtigt werden. Die Evaluierung erfolgt für die Länder der Europäischen Union. Als Indikator wird die durchschnittliche Abweichung des kurzfristigen Zinses vom nominalen Potenzialwachstum in den vergangenen drei Jahren und alternativ in den vergangenen fünf Jahren verwendet, da aus theoretischer Sicht vor allem längerfristige Abweichung des kurzfristigen Zinses vom natürlichen Zins für die Stabilität einer Volkswirtschaft von Belang sind.

Veränderung der Aktienkurse

Ausgeprägte Risiken für die Stabilität einer Volkswirtschaft können sich dann ergeben, wenn es zu unverhältnismäßig starken Anstiegen bei den Vermögenspreisen kommt. Vor dem Hintergrund der Erfahrungen mit der jüngsten Finanzkrise, der in vielen Volkswirtschaften ein Boom an den Immobilienmärkten vorausgegangen war, wird den realen Immobilienpreisen als Frühindikator für krisenhafte Entwicklungen eine besondere Bedeutung beigemessen. Dies ist auch aus empirischer Sicht gerechtfertigt. Allerdings kann es auch an anderen Märkten zu unverhältnismäßig starken Anstiegen bei den Vermögenspreisen kommen. In diesem Zusammenhang ist die Beobachtung der Aktienkurse nicht nur aus theoretischer Sicht, so wie in Abschnitt 3.3 diskutiert, angemessen, sondern die Entwicklung der Aktienkurse hat sich auch schon für die frühzeitige Identifikation von früheren Finanzkrisen, also Finanzkrisen, die vor dem Jahr 2008 aufgetreten sind, bewährt (vgl. Borio und Lowe 2002).

Für die Evaluation der Aktienkurse als Frühindikator für krisenhafte Entwicklungen werden die länderspezifischen MSCI (Morgan Stanley Capital International) Aktienindizes herangezogen. Analog zu dem Scoreboard-Indikator für die Immobilienpreise wird die Entwicklung der Aktienkurse in Relation zur Entwicklung der privaten Verbraucherpreise betrachtet. Ebenfalls analog zu dem Scoreboard-Indikator für die realen Immobilienpreise wird die prozentuale Veränderung im Vergleich zum Vorjahr evaluiert.

Konzentrationsmaß für sektorale Investitionen

Eine massive Fehlallokation von Kapital kann zu krisenhaften Entwicklungen in einer Volkswirtschaft führen. Eine solche Fehlallokation kann sich unter anderem in einer längerfristig ausgeprägten Konzentration von Investitionen in einem einzelnen oder in wenigen Wirtschaftsbereichen ankündigen. Deshalb wird im Folgenden ein sektorales Konzentrationsmaß für Investitionen als potentiellen Indikator für das Scoreboard empirisch evaluiert.

Solche Indikatoren sind bisher in der Literatur noch nicht in Betracht gezogen worden, so dass bisher auch recht wenige Erfahrungswerte mit der Entwicklung solcher Indikatoren bestehen. Eine umfas-

Schätzverfahrens weniger wahrscheinlich, dass längere Phasen, in denen der kurzfristige Zins unterhalb des natürlichen Zinses liegt, identifiziert werden könnten.

sende Entwicklung und Evaluierung eines solchen Indikators würde über den Rahmen dieses Gutachtens hinausgehen. Um jedoch die grundsätzliche Eignung eines solchen Indikators zu prüfen, wird für die Evaluierung ad-hoc ein Konzentrationsmaß für Investitionen in zehn Wirtschaftsbereichen einer Volkswirtschaft berechnet.⁴¹ Dazu wird zunächst der Anteil der Investitionen in den jeweiligen Wirtschaftsbereichen an den gesamten Investitionen berechnet. Diese gehen in die Berechnung eines Herfindahl-Index für die Investitionskonzentration ein, der sich aus der Summe der quadrierten Anteile an den Gesamtinvestitionen ergibt. Wenn sich die Investitionen auf einen einzelnen Wirtschaftsbereich konzentrieren, nimmt der Indikator den Wert von 1 an; wenn die Investitionen gleichmäßig über alle 10 Wirtschaftsbereiche verteilt sind, nimmt der Indikator einen Wert von 0,1 an. Für die Evaluation wird die durchschnittliche Veränderung des Indikators über die vergangenen fünf Jahre verwendet, da aus theoretischer Sicht vor allem eine längerfristige Konzentration der Investitionen auf bestimmte Wirtschaftsbereiche ein Signal für eine krisenhafte Entwicklung darstellen könnte.

Für die Berechnung dieses Indikators werden Daten von der STAN (Structural Analysis Database) Datenbank der OECD herangezogen. Bei der Beurteilung des Indikators ist zu berücksichtigen, dass die Daten erst mit einer erheblichen Zeitverzögerung verfügbar sind. Derzeit sind Daten für das Jahr 2011 verfügbar, also somit lediglich ein Jahr später als die derzeit im Scoreboard verwendeten Indikatoren. Zudem steht der Indikator derzeit lediglich für 10 Länder der Europäischen Union für unterschiedliche lange Zeiträume (beginnend zwischen 1975 und 1995) zur Verfügung. Die Ergebnisse der empirischen Evaluation müssen daher sehr vorsichtig interpretiert werden.

Alternative Transformation der Indikatoren: Abweichung vom Trend

Im Scoreboard werden zahlreiche Transformationen der verwendeten Indikatoren vorgenommen, unter anderem um die Frühwarnigenschaften der Indikatoren zu stärken oder um für Heterogenität zwischen den Ländern zu kontrollieren. Die Betrachtung der Abweichung der Indikatoren von ihrer trendmäßigen Entwicklung, die sich in der Literatur für die frühzeitige Prognose von krisenhaften Entwicklungen als besonders nützlich erwiesen hat (vgl. z.B. Borio und Drehmann 2009), ist bisher jedoch nicht berücksichtigt worden. Ein naheliegender Grund dafür ist, dass die Indikatoren im Scoreboard nur für relativ kurze Zeiträume zur Verfügung stehen, für die Abweichung von der trendmäßigen Entwicklung aber zumindest eine Mindestanzahl von Beobachtungen zur Verfügung stehen sollte.

Ausgeprägte Abweichungen ausgewählter Indikatoren von ihrem trendmäßigen Verlauf können als Indiz für Fehlentwicklungen interpretiert werden, zumal sich solche Abweichungen in der Regel erst über einen längeren Zeitraum hinweg aufbauen. So werden von der Bank for International Settlements sogenannte „financial imbalances“ unter anderem als Abweichungen des privaten Kreditvolumens (in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) und der realen Immobilienpreise von ihrem Trend geschätzt (Borio und Drehmann 2009). Sich auftürmende „financial imbalances“ sind in aller Regel ein Symptom bevorstehender Finanzkrisen.

Im Folgenden wird für ausgewählte Indikatoren, die sich in der Literatur als besonders nützlich erwiesen haben, die Abweichung von der trendmäßigen Entwicklung als Frühindikator für krisenhafte Entwicklungen evaluiert. Dazu werden die private Verschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sowie die realen Immobilienpreise herangezogen. Da die entsprechenden Indikatoren im

⁴¹ Dazu werden die zehn übergreifenden Wirtschaftsbereiche gemäß ISIC (International Standard Industrial Classification of All Economic Activities) Rev. 4 herangezogen.

Scoreboard nur für relativ kurze Zeiträume zur Verfügung stehen, werden für die Evaluierung alternative Datensätze herangezogen. Für die realen Immobilienpreise wird der bereits in Abschnitt 4.7.2 verwendende Datensatz von der Federal Reserve Bank of Dallas herangezogen. Für das Kreditvolumen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt wird ein Datensatz von der Bank for International Settlements („Long series on credit to the private non-financial sector“) verwendet.⁴²

Für die Schätzung der trendmäßigen Entwicklung der Indikatoren wird der Hodrick-Prescott-Filter verwendet. Bei der Schätzung des Trends muss berücksichtigt werden, dass die Indikatoren für das Scoreboard in „Echtzeit“ zur Verfügung stehen müssen; d.h. der Trend wird einseitig geschätzt, so dass zukünftige Beobachtungen unberücksichtigt bleiben.⁴³ Für die Schätzung des Trends wird ein für Jahresdaten recht hoher Wert für den Glättungsparameter Lambda von 1600 gewählt, so dass der geschätzte Trend relativ wenig Variation aufweist. Diese Vorgehensweise hat sich in der Literatur zur frühzeitigen Prognose von krisenhaften Entwicklungen bereits bewährt (Borio und Drehmann 2009).

Ergebnisse

Die in diesem Abschnitt vorgeschlagenen zusätzlichen Indikatoren (und Transformationen von Indikatoren) weisen generell zufriedenstellende bis gute Prognoseeigenschaften auf, mit Anteilen von zum Teil deutlich über 50 Prozent bei den insgesamt korrekt abgegebenen Prognosen sowie bei den korrekt prognostizierten Krisen (Tabelle 4.7). Gemäß der Nützlichkeit sind alle der hier vorgeschlagenen Indikatoren besser geeignet als 10 der 11 Indikatoren des Scoreboards in seiner bisherigen Zusammensetzung; lediglich der Scoreboard-Indikator reale Immobilienpreise weist in der Regel eine höhere Nützlichkeit auf. Auch die Vorlaufzeit der hier vorgestellten Indikatoren ist im Durchschnitt merklich höher als im bisherigen Scoreboard. Wenn man die Grenzwerte für einige Indikatoren des Scoreboards gemäß der in Abschnitt 4.6 vorgenommenen empirischen Evaluation anpasst, befinden sich die hier vorgeschlagenen Indikatoren auf einem vergleichbaren Niveau bezüglich ihrer Prognosegüte. Die für die zusätzlichen Indikatoren auf Basis des Nützlichkeitsmaßes gewählten Grenzwerte sind auch aus theoretischer Sicht plausibel (Tabelle 4.8).

⁴² Wenn verfügbar, wird die Variable Kreditvolumen des privaten nicht-finanziellen Sektors verwendet. Die Variable ist in aller Regel bereits von Strukturbrüchen bereinigt – der Umgang mit Strukturbrüchen stellt ein häufiges Problem bei der Verwendung anderer Datenquellen dar. Das nominale Bruttoinlandsprodukt stammt aus der AMECO-Datenbank. Vergleichbare Ergebnisse ergeben sich, wenn man Daten für das Kreditvolumen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt von der Weltbank (World Development Indicators) verwendet. Diese liegen für einen größeren Länderkreis vor, müssen allerdings per Hand von Strukturbrüchen bereinigt werden.

⁴³ Grundsätzlich ist der Hodrick-Prescott-Filter als zweiseitiges Filterverfahren konzipiert.

Tabelle 4.7:

Evaluierung alternativer Indikatoren auf Basis der optimierten Grenzwerte (Verlustfunktion)

Indikator	NSR	Nützlichkeit $\theta=0,5$	Fehler 1. Art (in %)	Fehler 2. Art (in %)	Anteil korrekter Prognosen (in %)	Anteil korrekt prognosti- zierter Krisen (in %)	Durchschnitt- licher Vorlauf (Jahre)
Abweichung vom natürlichen Zins, 3-Jahres-Durchschnitt	0,77	0,10	15,0	65,6	42,2	85,0	4,8
Abweichung vom natürlichen Zins, 5-Jahres-Durchschnitt	0,62	0,10	44,7	34,4	64,0	55,3	4,4
Veränderung der Aktienkurse	0,69	0,11	33,0	46,0	56,0	67,0	3,9
Konzentrationsmaß für sektorale Investitionen	0,69	0,11	27,0	50,5	55,5	73,0	4,4
Private Verschuldung (Abweichung vom Trend)	0,46	0,15	43,8	26,0	71,0	56,2	4,2
Reale Immobilienpreise (Abweichung vom Trend)	0,36	0,25	21,4	28,7	72,5	78,6	4,4

Anmerkungen: Länderkreis EU-28. $NSR = B/(B+D) / (A/(A+C))$; Nützlichkeit = $\min([\theta \quad (1-\theta)])$ - Verlust; Verlust = $\theta C/(A+C) + (1-\theta) B/(B+D)$; Fehler 1. Art = $C/(A+C)$; Fehler 2. Art = $B/(B+D)$; Anteil korrekter Prognosen = $(A+D)/(A+B+C+D)$; Anteil korrekt prognostizierter Krisen = $A/(A+C)$.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Tabelle 4.8:

Optimale Grenzwerte für die alternativen Indikatoren

Indikator	Optimale Grenzwerte			
	NSR		Verlustfunktion $\theta=0,5$	
	unterer	oberer	unterer	oberer
Abweichung vom natürlichen Zins, 3-Jahres Durchschnitt	-7,2	-	-0,9	-
Abweichung vom natürlichen Zins, 5-Jahres Durchschnitt	-3,0	-	-2,7	-
Veränderung der Aktienkurse	-	11,9	-	5,2
Konzentrationsmaß für sektorale Investitionen	-	4,0	-	0,9
Private Verschuldung (Abweichung vom Trend)	-	22,6	-	7,3
Reale Immobilienpreise (Abweichung vom Trend)	-	20,6	-	8,6

Anmerkungen: Angaben in Prozent.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Mit Abstand der geeignetste Indikator ist die Abweichung der realen Immobilienpreise von ihrem Trend, mit Anteilen von mehr als 70 Prozent bei den insgesamt korrekt abgegebenen Prognosen sowie bei den korrekt prognostizierten Krisen und mit einem Wert für das Nützlichkeitsmaß, das den Wert der realen Immobilienpreise noch einmal merklich übersteigt. Gute Prognoseeigenschaft weist auch die Abweichung vom Trend des privaten Kreditvolumens in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf. Sowohl für die realen Immobilienpreise als auch für das Kreditvolumen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt weisen die Abweichungen vom Trend bessere (im Fall der realen Immobilienpreise

sogar deutlich bessere) Prognoseeigenschaften auf als die Veränderung im Vergleich zum Vorjahr.⁴⁴ Die realen Aktienkurse, das sektorale Konzentrationsmaß für Investitionen sowie die Abweichung des kurzfristigen Zinses vom natürlichen Zins, weisen zwar etwas schwächere Prognoseeigenschaften auf als die realen Immobilienpreise. Gleichwohl sind die Eigenschaften mindestens zufriedenstellend und wie oben beschrieben merklich besser als die der anderen Indikatoren im Scoreboard. Alles in allem können aus empirischer Sicht alle der hier vorgeschlagenen und evaluierten Indikatoren empfohlen werden.

4.9 Fazit

Die empirische Evaluation hat gezeigt, dass das Scoreboard in seiner derzeitigen Zusammensetzung lediglich eine geringe Prognosegüte für Finanzkrisen aufweist. Lediglich die realen Immobilienpreise weisen recht gute Prognoseeigenschaften auf, während die anderen Indikatoren mit den derzeit verwendeten Schwellenwerten lediglich eine geringe oder in 4 von 11 Fällen sogar gar keine Prognosegüte aufweisen.

Die Prognosegüte lässt sich für einige der Indikatoren über eine Anpassung der Schwellenwerte merklich verbessern. Dies ist insbesondere für die Kreditvergabe an den privaten Sektor, die Verschuldung des privaten Sektors sowie die Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors der Fall. Für diese Indikatoren sollten die Grenzwerte auf Basis der empirischen Evaluation merklich abgesenkt werden. Für einige Indikatoren lässt sich die Prognosegüte durch eine Optimierung der Grenzwerte zwar verbessern, allerdings scheinen die so ermittelten Grenzwerte mitunter wenig plausibel, so dass von einer Anpassung abgesehen werden sollte. Einige Indikatoren, wie die Arbeitslosenquote, das Netto-Auslandsvermögen, die nominalen Lohnstückkosten und die Staatsverschuldung, weisen selbst mit den optimierten Grenzwerten gar keine oder nur eine sehr geringe Prognosegüte auf. Diese Indikatoren können aus Sicht der empirischen Evaluation aus dem Scoreboard entfernt werden.

Eine abschließende Beurteilung der Scoreboard-Indikatoren sollte jedoch nicht ausschließlich auf den Ergebnissen der empirischen Evaluation beruhen, da sie auf einem spezifischen Datensatz basiert und für viele Indikatoren nur recht wenige Beobachtungen zur Verfügung stehen, wodurch sich die Evaluation und die Ableitung robuster Grenzwerte deutlich erschwert. Für die abschließende Beurteilung sollten deshalb insbesondere auch theoretische Überlegungen und gegebenenfalls auch Ergebnisse aus anderen empirischen Analysen hinzugezogen werden, damit das Scoreboard möglichst robust und frühzeitig vor drohenden zukünftigen krisenhaften Entwicklungen warnt.

Die hier getesteten weiterführenden Indikatoren (also die Abweichung des kurzfristigen Zinses vom natürlichen Zins, die realen Aktienkurse sowie das sektorale Konzentrationsmaß für Investitionen) weisen durchgehend vergleichsweise recht gute Prognoseeigenschaften auf und können aus empirischer Sicht für die Aufnahme in das Scoreboard empfohlen werden. Durch ein Feintuning bezüglich der Transformation der Indikatoren oder gegebenenfalls der zugrundeliegenden Trendschätzungen ließe sich die Prognoseeigenschaften dieser Indikatoren vermutlich sogar noch verbessern. Da bezüglich der Berechnung der sektoralen Konzentrationsmaße für Investitionen noch recht wenige Erfahrungswerte bestehen (z.B. bezüglich der Auswahl der zugrundeliegenden Wirtschaftsbereiche oder

⁴⁴ Die Prognosegüte der Veränderung der realen Immobilienpreise und der privaten Verschuldung im Vergleich zum Vorjahr wurde auf Basis dieses Datensatzes lediglich zu Vergleichszwecken berechnet und wird deshalb nicht explizit in der Tabelle aufgeführt.

der Berechnungsweise des Konzentrationsmaßes), wird bezüglich dieses Indikators eine weiterführende Analyse angeregt. Die empirische Evaluation hat auch gezeigt, dass es nützlich sein kann, einige der Indikatoren als Abweichung von ihrem Trend in das Scoreboard mitaufzunehmen. Insbesondere für die realen Immobilienpreise ließe sich so die Prognosegüte deutlich verbessern. Es wird deshalb angeregt, diese Transformation für die Indikatoren grundsätzlich in Betracht zu ziehen.

Grundsätzlich stehen für die Evaluierung der Indikatoren des Scoreboards nur recht wenige Beobachtungen zur Verfügung. Sollte die empirische Evaluierung zukünftig ein regelmäßiger Bestandteil bei der Weiterentwicklung des Scoreboards sein und sollten die Grenzwert verstärkt auf der Basis empirischer Analysen angepasst werden, wird angeregt, die Datenbasis für das Scoreboard zu stärken und wenn möglich auf Indikatoren zurückzugreifen, die für längere Zeiträume zur Verfügung stehen. Ferner stehen für einige der Indikatoren, die aus theoretischer Sicht von besonderer Bedeutung sind, wie z.B. Indikatoren für das Ausmaß der Fristentransformation im Finanzsektor oder für die sektorale Kreditkonzentration, gar keine oder nur sehr wenige Daten zur Verfügung. Deshalb wird angeregt, die Bemühungen dahingehend zu verstärken, Daten für solche Indikatoren zu ermitteln. Schließlich hat die empirische Evaluation gezeigt, dass sich die Prognosegüte durch die Kombination von Indikatoren zum Teil merklich verbessern lässt, auch wenn dies mitunter wenig plausible Grenzwerte ergeben hat. Es sollte geprüft werden, ob kombinierte Indikatoren zur grundsätzlichen Systematik des Scoreboards passen würden.

5 Analyse des präventiven Arms

Der präventive Arm des Ungleichgewichteverfahrens besteht aus Scoreboardanalyse, Frühwarnbericht und vertiefenden Analysen, die letztlich durchgeführt werden, um zu wirtschaftspolitischen Empfehlungen für einzelne Ländern zu gelangen. Diese Empfehlungen sind von den Regierungen in ihren nationalen Reformprogrammen zu berücksichtigen. Die Kommission gibt im Rahmen des Ungleichgewichteverfahrens Empfehlungen für die Wirtschaftspolitik, sofern die vertiefende Analyse zu dem Ergebnis gekommen ist, dass erhebliche makroökonomische Ungleichgewichte in einem Land vorliegen. Sie werden in das Gesamtpaket der länderspezifischen Empfehlungen integriert, welches von der Kommission im Rahmen des Europäischen Semesters im Mai/Juni vorgelegt wird. Es wird vom Rat anschließend diskutiert und im Juli verabschiedet.

Nachfolgend werden die verschiedenen Bestandteile des präventiven Arms dargestellt. Die Argumentation – sowohl hinsichtlich des auswertenden Teils der Frühwarnberichte als auch hinsichtlich der vertiefenden Länderanalysen und der aus ihnen abgeleiteten wirtschaftspolitischen Empfehlungen – wird auf Transparenz und Konsistenz überprüft. Darüber hinaus wird untersucht, inwieweit die wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen aus den vertiefenden Länderberichten der Kommission Eingang in die länderspezifischen Empfehlungen gefunden haben, die vom Europäischen Rat in Kraft gesetzt wurden. Außerdem wird dargestellt, in welchem Umfang die Empfehlungen von den nationalen Regierungen umgesetzt worden sind. Auch wenn die Erfahrungen angesichts der geringen Zahl von bisher absolvierten Runden im Rahmen des Ungleichgewichteverfahrens eng begrenzt sind, sollen – auch unter Berücksichtigung der Erfahrungen mit bereits praktizierten makroökonomischen Überwachungssystemen – erste Schlussfolgerungen über Erfolg oder Misserfolg makroökonomischer Überwachung abgeleitet werden.

5.1 Frühwarnbericht und vertiefende Länderberichte

Die Ergebnisse des Scoreboards werden von der Kommission im jährlichen Frühwarnbericht, der am Beginn des Europäischen Semesters steht, in kommentierter Form vorgelegt. Bei entsprechenden Signalen aus dem Scoreboard fertigt die Kommission vertiefende Länderberichte an, welche die mehr oder minder „a-theoretischen“ Hinweise aus dem Scoreboard ökonomisch einordnen und bewerten. Auf diese Weise soll aus empirischen Beobachtungen (Scoreboard) unter Berücksichtigung weiterer Informationen auf mögliche Kausalzusammenhänge geschlossen werden. Die vertiefenden Länderberichte umfassen neben der Analyse der Ungleichgewichte auch wirtschaftspolitische Handlungsempfehlungen, die in den präventiven Arm einmünden. Eine Überschreitung von Scoreboard-Grenzwerten hat dabei nicht automatisch eine vertiefende Analysis zur Folge. Vielmehr unternimmt die Kommission eine ökonomische Interpretation („economic reading“) des Scoreboards, für das auch die zahlreichen Hilfsindikatoren ausgewertet werden.

Bisher liegen drei Frühwarnberichte und anschließende Runden vertiefender Länderberichte vor. In der ersten Runde wurden 12 Länder untersucht, in der zweiten 13, und in der jüngsten Runde wurden sogar 17 Berichte erstellt (Tabelle 5.1). Die meisten Länder wurden in allen drei Jahren ausführlich begutachtet. Für Zypern in den Jahren 2013 und 2014 und Irland in den Jahren 2012 und 2013 sowie Portugal, Griechenland und Rumänien in allen drei Jahren wurde lediglich deshalb kein vertiefender Länderbericht erstellt, weil sie als Programmländer des ESM/EFSF bzw. aufgrund eines IWF-unterstützten Anpassungsprogramms (Rumänien) ohnehin einer wesentlich ausführlicheren Analyse

und Überwachung unterzogen waren. Kroatien schließlich ist erst im Juli 2013 der EU beigetreten. Für die Niederlande und Malta wurde im Jahr 2012, für Deutschland und Luxemburg in den Jahren 2012 und 2013 noch kein Anlass für eine vertiefende Länderanalyse gesehen, während dies im laufenden Jahr der Fall war. Anders als in den Vorjahren kam die vertiefende Analyse im Jahr 2014 nicht in jedem Fall zu dem Schluss, dass ein makroökonomisches Ungleichgewicht (oder sogar ein übermäßiges Ungleichgewicht) im Sinne des Verfahrens vorliegt. So wurde für Dänemark, Luxemburg und Malta die Notwendigkeit zur Einleitung von entsprechenden Politikmaßnahmen verneint.

Tabelle 5.1:
Ergebnisse der vertiefenden Länderberichte

	2012	2013	2014
Belgien	Ungleichgewicht	Ungleichgewicht	Ungleichgewicht
Bulgarien	Ungleichgewicht	Ungleichgewicht	Ungleichgewicht
Dänemark	Ungleichgewicht	Ungleichgewicht	kein Ungleichgewicht
Deutschland	-	-	Ungleichgewicht
Finnland	Ungleichgewicht	Ungleichgewicht	Ungleichgewicht
Frankreich	ausgeprägtes Ungleichgewicht	Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung	Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung
Irland	- *	- *	Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung
Italien	ausgeprägtes Ungleichgewicht	Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung	übermäßiges Ungleichgewicht
Kroatien	- **	- **	übermäßiges Ungleichgewicht
Luxemburg	-	-	kein Ungleichgewicht
Malta	-	Ungleichgewicht	kein Ungleichgewicht
Niederlande	-	Ungleichgewicht	Ungleichgewicht
Schweden	Ungleichgewicht	Ungleichgewicht	Ungleichgewicht
Slowenien	ausgeprägtes Ungleichgewicht	übermäßiges Ungleichgewicht	übermäßiges Ungleichgewicht
Spanien	sehr ausgeprägtes Ungleichgewicht	übermäßiges Ungleichgewicht	Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung
Ungarn	ausgeprägtes Ungleichgewicht	Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung	Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung
Vereinigtes Königreich	Ungleichgewicht	Ungleichgewicht	Ungleichgewicht
Zypern	sehr ausgeprägtes Ungleichgewicht	- *	- *

Anmerkungen: * Programmland; ** noch nicht Mitglied der EU. – Bei der Bewertung differenziert die Kommission zwischen Ungleichgewichten verschiedener Grade. Im Jahr 2012 wurden „einfache“, ausgeprägte („serious“), sehr ausgeprägte („very serious“) sowie übermäßige („excessive“) Ungleichgewichte (nicht diagnostiziert) unterschieden, wobei die Grade eine steigende Dringlichkeit der wirtschaftspolitischen Reaktion implizieren. Seit 2013 gibt es nur noch Ungleichgewichte und übermäßige Ungleichgewichte, allerdings wird ein Ungleichgewicht durch einen Nachsatz qualifiziert, der ebenfalls den Grad des Ungleichgewichts gemessen an der Dringlichkeit wirtschaftspolitischen Eingreifens anzeigt: „imbalances which require monitoring and policy action“ (Ungleichgewicht); „imbalances which require specific monitoring and decisive policy action“ (Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung); „excessive imbalances which require specific monitoring and strong policy action“ (übermäßiges Ungleichgewicht).

Quelle: Europäische Kommission (2012f; 2012g; 2013b); eigene Zusammenstellung.

5.2 Darstellung und Kritik des Verfahrens

Der Frühwarnbericht wird von der Kommission erstellt. Er hat im Verfahren zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte die Funktion, eine erste Einschätzung abzugeben, welche Länder von makroökonomischen Ungleichgewichten betroffen oder bedroht sein könnten und deshalb in einem nächsten Schritt einer eingehenden Überprüfung unterzogen werden sollen. Die Einschätzung basiert auf den Ergebnissen der Scoreboard-Analyse. Dabei führen Überschreitungen der Grenzwerte nicht dazu, dass eine vertiefende Analyse veranlasst wird, sofern diese aus Sicht der Kommission unkritisch sind. Die Schlussfolgerungen des Frühwarnberichtes werden im Europäischen Rat sowie in der Eurogruppe diskutiert, bevor die Kommission entscheidet, für welche Länder vertiefende Analysen durchgeführt werden sollen.

Die vertiefenden Länderberichte dienen dazu, das Ausmaß der bestehenden oder drohenden Ungleichgewichte abzuschätzen. Sie beinhalten eine umfassende Analyse der wirtschaftlichen Situation und des gesamten wirtschaftlichen Umfeldes. Schließlich wird bewertet, ob ein makroökonomisches Ungleichgewicht vorliegt, das wirtschaftspolitische Reaktionen erfordert. Bei der Beurteilung der möglichen negativen Auswirkungen eines Ungleichgewichtes soll auch der Umfang von möglichen Übertragungseffekten innerhalb der EU berücksichtigt werden. Zudem spielt die Fähigkeit, das Ungleichgewicht abzubauen, eine Rolle. Für die Erstellung der Analyse kann die Kommission Missionen in die Mitgliedsländer entsenden, um Informationen zu sammeln und Einschätzungen von Fachleuten verschiedener mit der wirtschaftlichen Analyse befassten Institutionen (Ministerien, Ämter, Wissenschaft, Verbände) in die Bewertung einfließen zu lassen.

Der Rückkoppelungsprozess mit den Regierungen der betroffenen Länder birgt zwar das Risiko, dass nationale Regierungen versuchen, das Urteil der Kommission in ihrem Sinne zu beeinflussen. Ergänzt um Konsultationen mit unabhängigen Experten verschiedener Richtung ermöglicht dieses Vorgehen der Kommission aber, relevante Fragen aus unterschiedlicher Perspektive zu beleuchten und eine Bewertung auf breiter Informationsbasis vorzunehmen. Alles in allem erscheint das Prozedere bei der Erstellung der Frühwarnberichte und der vertiefenden Analysen sachgerecht, sofern die Entscheidungen über den Auftrag zu einer vertiefenden Analyse bzw. das Vorhandensein und den Charakter etwaiger Ungleichgewichte nachvollziehbar vermittelt werden.

5.3 Transparenz und Konsistenz der Analyse

5.3.1 Frühwarnberichte

Obwohl in den drei Jahren, für die die Kommission eine Scoreboardanalyse vorgelegt hat, kein Land bei sämtlichen Indikatoren innerhalb der jeweiligen Schwellenwerte lag, wurde nur für einen Teil der Länder eine vertiefende Analyse für notwendig erachtet (Tabelle 5.2). Die Frühwarnberichte dienen nicht zuletzt dazu, diese Entscheidungen zu kommunizieren.

Tabelle 5.2:

Anzahl der Scoreboard-Indikatoren mit Überschreitung der Schwellenwerte und Anfertigung einer vertiefenden Analyse 2012–2014

	2012	2013	2014
Belgien	3	3	3
Bulgarien	4	2	2
Tschechische Republik	2	1	1
Dänemark	2	2	2
Deutschland	2	2	4
Estland	5	2	2
Irland	6*	6*	6
Griechenland	5*	5*	5*
Kroatien	—**	—**	3
Spanien	6	6	6
Frankreich	2	2	4
Italien	2	2	3
Zypern	6	6	3*
Lettland	2	2	6
Litauen	2	2	2
Luxemburg	3	4	2
Ungarn	2	4	3
Malta	3	3	4
Niederlande	3	4	3
Österreich	3	3	5
Polen	3	2	4
Portugal	6	6	2
Rumänien	3*	3*	6*
Slowenien	2	2	2
Slowakei	5	2	2
Finnland	4	4	2
Schweden	4	3	3
Vereinigtes Königreich	4	3	3

Anmerkungen: * Programmland; ** noch nicht Mitglied der EU.

Quelle: Europäische Kommission (2012f; 2012g; 2013b); eigene Zusammenstellung.

Die Frühwarnberichte gliedern sich im Wesentlichen in zwei Teile. Zum einen wird eine thematische Diskussion der Scoreboard-Indikatoren für makroökonomische Ungleichgewichte vorgenommen, zum anderen eine kursorische Bewertung der Situation Land für Land.⁴⁵

Der thematische Teil ist seit 2013 mit „Fortschritte bei der Korrektur von Ungleichgewichten“ betitelt, eine Formulierung, die überrascht, da sie einseitig gerichtet ist und die mögliche Diagnose eines Aufbaus von Ungleichgewichten nicht zu beinhalten scheint. In diesem Kapitel werden auch generelle Zusammenhänge angesprochen, etwa die Tatsache, dass das Risiko, das mit einer hohen negativen Nettoauslandsvermögensposition verbunden ist, von der Struktur der ihr gegenüberstehenden Kapitalbestände abhängt. So weist eine Reihe von neuen Mitgliedsländern (aber auch Irland) einen relativ großen Bestand an ausländischen Direktinvestitionen auf, weshalb das Risiko einer Umkehr der Kapitalströme mit dann stark negativen Auswirkungen auf die wirtschaftliche Aktivität und finanzielle Stabilität geringer ist als dort, wo die Nettoauslandsposition überwiegend durch finanzielle Verbind-

⁴⁵ Im ersten Frühwarnbericht aus dem Jahr 2012 wurde diesen Kapiteln eine ausführlichere Einführung in den Aufbau des Scoreboards vorangestellt.

lichkeiten gebildet wird. Eine solche Ansprache erleichtert es, die Darstellung der entsprechenden Indikatorwerte in der länderspezifischen Diskussion zu interpretieren. In diesem Teil wird Land für Land die Entwicklung der einzelnen Indikatoren beschrieben, wobei teilweise Zusatzinformationen gegeben werden, welche die Entwicklung erklären oder einordnen. Der Umfang dieser erläuternden Passagen hat im Zeitablauf zugenommen. Dies ist zu begrüßen, da der Adressat so leichter ein Bild über die makroökonomischen Tendenzen in dem jeweiligen Land gewinnen kann.

Die länderspezifischen Befunde schließen jeweils mit dem Urteil der Kommission, ob sie es für angezeigt hält, eine vertiefende Analyse durchzuführen. Es wird allerdings in der Regel nicht explizit darauf eingegangen, welche Entwicklungen konkret zu dieser Einschätzung geführt haben. Als Begründung wird zumeist darauf verwiesen, dass im Turnus zuvor eine vertiefende Analyse mit dem Ergebnis durchgeführt wurde, dass ein Ungleichgewicht, ein ausgeprägtes Ungleichgewicht oder ein übermäßiges Ungleichgewicht bestanden hatte und eine weitere Untersuchung der damit verbundenen Risiken sowie der Fortschritte beim Abbau erforderlich sei. Lediglich in den Fällen, in denen Länder, für die zuvor kein makroökonomisches Ungleichgewicht diagnostiziert worden war (im Jahr 2014 waren dies Deutschland und Luxemburg) sowie für Kroatien, das erst im Jahr 2013 der EU beigetreten ist, machen die länderspezifischen Abschnitte sehr deutlich, welche Entwicklungen für diese Entscheidung ausschlaggebend waren.⁴⁶

Damit ist der Frühwarnbericht des Jahres 2012 besonders wichtig für das Verständnis, in welchen Ländern welche Scoreboard-Indikatoren als Hinweis auf mögliche makroökonomische Ungleichgewichte interpretiert wurden, da hier die erstmalige Entscheidung über eine vertiefende Analyse getroffen wurde. Zwar sind hier die Ausführungen zu den länderspezifischen Indikatoren besonders spärlich. Zusätzliche Einschätzungen werden aber insbesondere bei der Diskussion der Indikatoren für jene Länder gegeben, deren Situation als unkritisch eingeschätzt wird und für die vorgeschlagen wird, trotz einzelner Verletzungen von Schwellenwerten auf eine vertiefende Analyse zu verzichten. So wird das Überschreiten des Schwellenwerts für den Leistungsbilanzüberschuss in Luxemburg im Jahr 2012 ausdrücklich nicht auf eine unangemessen geringe Inlandsnachfrage zurückgeführt, sondern auf die starke Spezialisierung des Landes auf Finanzdienstleistungen. Die übermäßige öffentliche Verschuldung in Deutschland wird durch den Verweis auf eine absehbare rückläufige Tendenz und die deutsche Schuldenbremse relativiert, der gemessen am Schwellenwert übermäßige Verlust an Weltmarktanteilen dadurch, dass der Verlust geringer war als im Durchschnitt der EU. Auch Überschreitungen anderer Schwellenwerte, etwa bei der Leistungsbilanz (Malta), der privaten Verschuldung (Estland, Luxemburg, Österreich) oder der Arbeitslosigkeit (Estland, Lettland, Litauen), werden angesichts einer abnehmenden Tendenz oder länderspezifischer Besonderheiten nicht zum Anlass einer vertiefenden Analyse genommen. Für Tschechien wird eine über dem Schwellenwert liegende reale Aufwertung als unkritisch gesehen, weil sie mit zunehmenden Weltmarktanteilen einherging. All diese Informationen werden allerdings nur qualitativ gegeben, und sie werden nicht systematisch diskutiert. In einzelnen Fällen wird sogar auf eine Qualifizierung der Überschreitung des Schwellenwertes (öffentliche Verschuldung in Österreich) oder gar eine Erwähnung des Indikators (private und öffentliche Verschuldung in Malta, Arbeitslosigkeit in der Slowakei) verzichtet.

Alles in allem lassen sich die Entscheidungen der Kommission hinsichtlich der Einleitung einer vertiefenden Analyse anhand der Frühwarnberichte nur mühsam und unvollständig nachvollziehen. Dies liegt wohl nicht zuletzt auch daran, dass das dem Verfahren zugrundeliegende Konzept „makroöko-

⁴⁶ Im Fall Deutschlands steht der Leistungsbilanzüberschuss im Mittelpunkt, für Luxemburg (ebenso wie für Kroatien) waren verschlechterte Indikatoren zur internationalen Wettbewerbsfähigkeit ausschlaggebend. Für Kroatien wird zudem besonders auf eine Verschuldungsproblematik und eine gestiegene Arbeitslosigkeit hingewiesen.

nomischer Ungleichgewichte“ diffus ist. Zwar hat die Kommission im Frühwarnbericht 2014 einen Kasten zur Erläuterung präsentiert, der jedoch für die Erklärung der Entscheidungen wenig weiter hilft. Hier schlägt der eklektische Ansatz durch, der keine stringente Interpretation erzwingt, sondern in alle Richtungen interpretierbar ist.⁴⁷ Eine empirische Analyse der Entscheidungen der Kommission kann angesichts der geringen Fallzahl allenfalls vorläufige Hinweise geben. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass die Kommission Grenzwertüberschreitungen bei den Indikatoren Exportmarktanteile, Schuldenstand im privaten Sektor und Staatsverschuldung offenbar besonders hoch gewichtet (Kasten 5.1). Eine systematische Darstellung und Erläuterung der Interpretation der Indikatorwerte durch die Kommission wäre in jedem Fall wünschenswert, um die Transparenz des Verfahrens zu erhöhen.

Kasten 5.1:

Wie reagiert die Kommission mit vertiefenden Länderanalysen auf Signale des Scoreboards?

In diesem Kasten wird empirisch untersucht, wie die Signale des Scoreboards mit der Entscheidung der EU-Kommission, ob eine vertiefende Länderanalyse angefertigt werden soll, korrespondieren. Dabei werden die Signale für Länder, die ein Hilfsprogramm durchlaufen, generell nicht ausgewertet, ebenso wurde Kroatien nicht berücksichtigt, weil es bisher lediglich an der jüngsten Runde teilgenommen hat. Zudem werden die Indikatoren Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors und Kreditvergabe an den privaten Sektor nicht berücksichtigt, da von diesen Indikatoren bisher nur ein Signal ausging und eine statistische Auswertung daher unmöglich ist. In dieser Analyse werden zudem die Fälle ausgelassen, in denen im Vorjahr ein Länderbericht ein Ungleichgewicht zum Ergebnis hatte, da in diesen Fällen regelmäßig im Folgejahr eine weitere vertiefende Analyse vorgenommen wird.

Zunächst wird ermittelt, wie oft ein Signal mit einer vertiefenden Länderanalyse einhergeht. Die Auswertung bezieht sich auf 18 vertiefende Länderanalysen. Tabelle K5.1-1 zeigt, dass Signale der Indikatoren Exportmarktanteil (EMS), Staatsverschuldung (GGD) und Verschuldung des privaten Sektors (PSD) jeweils mehr als die Hälfte der Länderanalysen begleiten. Die Relation ist beim Indikator Immobilienpreise (HP) sogar noch höher, doch ist die Zahl der Signale bei diesem Indikator sehr gering.

Tabelle K5.1-1:

Signale und Länderanalysen

	CA	NIIP	REER	EMS	NULC	HP	PSD	GGD	UR
Anzahl Signale	19	29	7	22	10	3	21	19	15
Mit Länderanalysen	8	7	3	14	3	2	12	11	3
Relation	0,42	0,24	0,43	0,64	0,30	0,67	0,57	0,58	0,20

Anmerkungen: Die Abkürzungen sind dem Englischen entliehen: CA: Leistungsbilanz; NIIP: Nettoauslandsvermögen, REER: Real effektiver Wechselkurs, EMS Exportmarktanteil, HP: reale Immobilienpreise, PSD: Verschuldung des privaten Sektors, GGD: Staatsverschuldung, UR: Arbeitslosenquote.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Der Zusammenhang zwischen Signalen und Länderanalysen wird ferner durch Chi2-Anpassungstests überprüft. Die Nullhypothese ist, dass beide Merkmale (Länderberichte und Signale) unabhängig voneinander auftreten. Die Werte der Teststatistiken sind in Tabelle K5.1-2 abgetragen:

⁴⁷ Vgl. hierzu die Diskussion in Abschnitt 3.1.

Tabelle K5.1-2:

Chi²-Anpassungstest für Signale und Länderbericht

CA	NIIP	REER	EMS	NULC	HP	PSD	GGD	UR
0,39	4,85	0,13	12,43	0,25	1,23	6,59	5,98	2,60

Anmerkungen: Kritische Werte: 2,706 (10%); 3,842 (5%); 6,635 (1%).

Quelle: Eigene Berechnungen.

Signifikant ist der Zusammenhang, wie nach den Ergebnissen der Tabelle K5.1-1 zu erwarten war, für die Indikatoren Exportmarktanteil (EMS), Verschuldung des privaten Sektors (PSD) und Staatsverschuldung (GGD). Allerdings weist auch das Netto-Auslandsvermögen (NIIP) einen signifikanten Zusammenhang auf.

Da der Chi²-Anpassungstest keine Informationen über die Richtung des Zusammenhangs enthält (wenn ein Signal dazu führt, dass keine Länderanalyse angefertigt wird, wäre dies auch ein Zusammenhang), wird ein weiterer einfacher Test durchgeführt. In einem asymptotischen *t*-Test wird der Mittelwert der Übereinstimmungen (Signal und Länderbericht oder kein Signal und kein Länderbericht) mit der mittleren erwarteten Anzahl der Übereinstimmungen bei Unabhängigkeit betrachtet. Die Ergebnisse in Tabelle K5.1-3 weisen zwar auch auf einen signifikanten Zusammenhang zwischen NIIP und den Länderberichten hin, dieser ist aber negativ.

Tabelle K5.1-3:

t-Tests auf Unabhängigkeit zwischen Signalen und Länderanalysen

	CA	NIIP	REER	EMS	NULC	HP	PSD	GGD	UR
Mittelwert	0,57	0,33	0,61	0,76	0,55	0,65	0,69	0,69	0,45
Standardabweichung	0,50	0,47	0,49	0,43	0,50	0,48	0,47	0,47	0,50
<i>t</i> -Wert	0,58	-2,20	0,25	3,89	-0,38	0,53	2,63	2,47	-1,43

Anmerkungen: Mittelwert: Anteil der Übereinstimmungen. Beim *t*-Wert wird die Abweichung vom Erwartungswert unter der Unabhängigkeitsannahme betrachtet.

Quelle: Eigene Berechnungen.

In einem nächsten Analyseschritt wird überprüft, ob neben dem Signal selbst die Intensität des Signals, gemessen als absolute Abweichung vom Schwellenwert, einen Einfluss auf die Bewertung der Kommission hat. Dazu wurden logistische Regressionen für jede Variable durchgeführt, wobei eine Indikatorvariable, die anzeigt, ob ein Signal vorliegt, und eine Variable, die die Abweichung vom Schwellenwert misst, samt einer Konstanten auf der rechten Seite der Regressionsgleichung stehen, während die Indikatorvariable zu den Länderanalysen die abhängige Variable ist. In der logistischen Regression ist die abhängige Variable *y* binär skaliert, wobei der Wert 1 bedeutet, dass eine Länderanalyse durchgeführt wurde. Das Modell ergibt sich als

$$y_{ti} = \begin{cases} 0 & \text{wenn } y_{ti}^* < c \\ 1 & \text{sonst} \end{cases}$$

und

$$y_{ti}^* = \beta \text{Signal}_{ti}^j + \gamma \text{Abweichung}_{ti}^j + e_{ti},$$

wobei y_{ti}^* das latente Modell angibt. Der Index *t* steht für das Jahr, in dem das Signal erfasst wurde, *i* für das entsprechende Land und *j* ist der Index über die verschiedenen Indikatoren.

Die Ergebnisse der Regressionen werden in Tabelle K5.1-4 präsentiert. Danach liefert die Intensität der Signale generell keine zusätzliche Information bezüglich der Anfertigung von Länderanalysen.

Tabelle K5.1-4:
Ergebnisse der logistischen Regressionen

	CA	NIIP	REER	EMS	NULC	HP	PSD	GGD	UR
Log-Likelihood A	-32,0	-29,8	-32,2	-25,7	-32,1	-31,6	-28,9	-29,2	-30,8
Log-Likelihood B	-30,3	-26,7	-30,6	-25,0	-31,4	-29,7	-28,2	-28,6	-30,7
LR-Wert A	0,4	4,9(1)	0,1	13,0	0,3	1,2	6,7	6,0	2,8(1)
LR-Wert B	3,5	6,2	3,2	1,6	1,3	3,8	1,3	1,3	0,2

Anmerkungen: A: Signal als einziger Regressor. Null-Hypothese bei LR-Test (LR-Wert A) ist, dass der Koeffizient gleich null ist. B: Abweichung vom Grenzwert als zusätzlicher Regressoren. Null-Hypothese bei LR-Test ist das Modell aus A (LR-Wert B). — (1): „Falsches Vorzeichen“. — Modell nur mit einer Konstante hat einen Log-Likelihood-Wert von -32,2. — Kritische Werte für asymptotischen LR-Test: 2,706 (10%); 3,842 (5%); 6,635 (1%).

Quelle: Eigene Berechnungen.

Es gibt allerdings zwei Ausnahmen. Zum einen führt die Hinzunahme der Abweichung beim Indikator Hauspreise (HP) zu einer besseren Anpassung, so dass das Modell in der logistischen Regression signifikant zum 10-Prozent-Niveau ist. Angesichts der geringen Anzahl von drei Signalen, sollten die Ergebnisse aber nicht überbewertet werden.

Bemerkenswert sind hingegen die Ergebnisse für die Nettoauslandsvermögensposition NIIP. Die Abweichungen sind signifikant und führen zu einer deutlichen Erhöhung der Anpassungsgüte (Log-Likelihood steigt von -29,8 auf -26,7).^a Dies kann so interpretiert werden, dass die Kommission tatsächlich nicht bei einer Überschreitung des Schwellenwerts von -35 Prozent reagiert, sondern erst bei deutlich niedrigeren Werten.

Schließlich haben wir mit Hilfe der logistischen Regression überprüft, ob die Summe der Signale Informationsgehalt hat, also ob eine vertiefende Länderanalyse mit zunehmender Zahl der Signale wahrscheinlicher wird. Es wurden zwei Summen gebildet. Zum einen, die über alle Signale, und zum anderen die über die Signale von EMS, PSD, HP und GGD. Zwar ist die Gesamtsumme informativ (Log-Likelihood steigt von -32,2 auf -29,3), die Teilsumme ist aber noch informativer (Log-Likelihood -25,9). Der höchste Informationsgehalt ergibt sich freilich bei alleiniger Betrachtung der Exportmarktanteile EMS (Log-Likelihood -25,7, siehe Tabelle K5.1-4). Auch eine gemeinsame Benutzung der Teilsumme und der EMS führt ferner zu keiner signifikanten Verbesserung (Log-Likelihood -25,4).

Folgt man der empirischen Analyse scheint die Kommission vor allem der Variablen EMS Gewicht beizumessen. Relevant dürften zudem GGD und PSD sein. Wegen der geringen Fallzahlen können allerdings keine belastbaren Aussagen zum Einfluss der Indikatoren Kreditvergabe an den Privaten Sektor und Gesamtverbindlichkeiten im Finanzsektor sowie der Hauspreise gemacht werden. Diese Indikatoren könnten durchaus hoch informativ für das Handeln der Kommission sein. Insgesamt muss aber festgehalten werden, dass diese Analyse nur sehr vorläufigen Charakter hat. Die Zahl der bisher verfügbaren Beobachtungen ist noch sehr gering, so dass Schlussfolgerungen nur mit größter Vorsicht gezogen werden sollten.

^aAn dieser Stelle können die Log-Likelihoods im Rahmen eines LR-Tests ausgewertet werden. Die Teststatistik ergibt sich als die doppelte Differenz der Likelihood-Werte und ist asymptotisch χ^2 -verteilt. Es gelten die kritischen Werte, die in Tabelle K5.1-2 genutzt werden.

Vor diesem Hintergrund lässt sich auch die Frage, ob die Entscheidungen darüber, eine vertiefende Analyse zu beauftragen oder dies zu unterlassen, nach objektiven, „wissenschaftlichen“ Maßstäben nur schwer beantworten. Folgt man der Auffassung, dass das Ungleichgewichteverfahren in erster Linie dazu dienen soll, Bereinigungskrisen zu verhindern, wäre eine mögliche Vorgehensweise, sich an der Qualität der Scoreboard-Indikatoren als Krisensignal, wie sie in Kapitel 4 ermittelt worden ist, zu orientieren.

Nach den Untersuchungen in Kapitel 4 sind vier der Hauptindikatoren (Hauspreise, Kreditentwicklung im privaten Sektor, Schuldenstand im privaten Sektor, Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors) diesbezüglich besonders informativ, weil sie sowohl empirisch als auch aus theoretischer Sicht Krisenpotenzial anzeigen. Sollte einer dieser Indikatoren über dem Schwellenwert liegen, würde dies eine vertiefende Analyse in besonderem Maße rechtfertigen. Tatsächlich wurde in einzelnen Fällen (2012: Österreich, Estland, Luxemburg, Malta, Niederlande; 2013: Österreich, Luxemburg; 2014: Österreich) keine vertiefende Analyse in Auftrag gegeben, obwohl einer oder mehrere dieser Indikatoren seinen Schwellenwert überschritt.

Andererseits haben sich vier Indikatoren (Nettoauslandsvermögensposition, nominale Lohnstückkosten, Staatsverschuldung und Arbeitslosenquote) als wenig geeignet erwiesen, da sie sowohl empirisch keinen Vorlauf zu einem Krisenereignis haben als auch – zumindest für einen Teil dieser Indikatoren – aus theoretischer Sicht ein Zusammenhang fragwürdig ist. In wenigen Fällen (2012: Ungarn und Slowenien; 2013 und 2014: Bulgarien) wurde eine vertiefende Analyse veranlasst, obgleich lediglich einer oder mehrere dieser „schwachen“ Indikatoren über seinem Schwellenwert lag.

5.3.2 Vertiefende Analysen

Die vertiefenden Länderanalysen dienen dazu, Art und Ausmaß der Ungleichgewichte abzuschätzen. Besondere Aufmerksamkeit soll auf die Nachhaltigkeit der Auslandsverschuldung, die Determinanten der internationalen Wettbewerbsfähigkeit, Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Schuldenabbau im privaten Sektor, die private und die öffentliche Verschuldungssituation, Entwicklungen am Immobilienmarkt und bei der Immobilienfinanzierung und auf die Stabilität im Finanzsektor gelegt werden (Europäische Kommission 2014b).

Die vertiefenden Analysen beinhalten jeweils eine ausführliche Untersuchung des gesamtwirtschaftlichen Umfeldes im Allgemeinen. Auf dieser Grundlage werden mögliche Risiken für die Wirtschaft diskutiert und spezielle Themen näher beleuchtet, die für die Beurteilung wichtig sind, ob ein Ungleichgewicht vorliegt, welcher Natur es ist und welche Risiken insbesondere auch im Kontext der EU insgesamt daraus resultieren. Die Auswahl dieser Themen reflektiert im Wesentlichen die Ergebnisse des Scoreboards. So werden Fragen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit vor allem in den Ländern besonders betrachtet, in denen der Exportmarktanteil stärker als der Schwellenwert gesunken ist, Fragen der privaten Verschuldung (Unternehmen oder Haushalte) stehen dort im Vordergrund, wo der Wert für den Schuldenstand des Privatsektors Risiken signalisiert. Eine Übersicht über die in den vergangenen drei Jahren in den eingehenden Analysen behandelten Sonderthemen und der Scoreboard-Indikatoren mit Schwellenwertüberschreitung findet sich im Anhang in Tabelle D1. Der Zusammenhang ist zwar nicht perfekt. Nicht alle Schwellenüberschreitungen veranlassen eine nähere Untersuchung der zugrundeliegenden Faktoren in der vertiefenden Analyse.⁴⁸

⁴⁸ Dies gilt insbesondere für die Indikatoren zur Staatsverschuldung, aber auch eine Überschreitung des Schwellenwerts bei der Arbeitslosigkeit veranlasste nicht immer eine nähere Untersuchung der Situation am Arbeitsmarkt (Spa-

Insgesamt werden aber die Signale aus dem Scoreboard offenbar bei der Entscheidung über die Auswahl der Themen angemessen berücksichtigt.

Zwar wird das Scoreboard nach der Konzeption des Ungleichgewichtsverfahrens für die Entscheidung, ob und mit welcher Ausprägung ein Ungleichgewicht vorliegt, nicht mehr herangezogen. Gleichwohl lässt sich fragen, wie die Urteile aus der vertiefenden Analyse mit den Indikatorwerten aus dem Scoreboard korrespondieren. Erste, aufgrund der noch geringen Fallzahl naturgemäß sehr unsichere ökonometrische Ergebnisse deuten darauf hin, dass die Feststellung eines Ungleichgewichts insbesondere mit einer Schwellenwertüberschreitung bei den Indikatoren Exportmarktanteilsentwicklung und Staatsverschuldung verbunden ist sowie mit erheblichen Überschreitungen beim Indikator Leistungsbilanzsaldo und bei der Nettoauslandsvermögensposition (Kasten 5.2).

Kasten 5.2:

Wie reagiert die Kommission auf Signale des Scoreboards? Urteile der vertiefenden Analysen zum Ungleichgewicht

In diesem Kasten wird empirisch untersucht, wie die Signale des Scoreboards mit der Entscheidung der EU-Kommission über das Vorliegen eines Ungleichgewichts korrespondieren. Die Stichprobe entspricht weitgehend der in Kasten 5.1 verwendeten, allerdings werden nun auch die Fälle berücksichtigt, in denen im Vorjahr eine vertiefende Analyse zu dem Ergebnis gekommen war, dass ein Ungleichgewicht vorliegt, da das Ergebnis einer neuerlichen Analyse dadurch in keiner Weise präjudiziert ist.

In dieser Analyse wird die Inzidenz der „Ungleichgewichte“ als abhängige Variabel genutzt. Dabei wird eine Indikatorvariable erstellt, bei der folgende Kodierung vorgenommen wird: kein Ungleichgewicht entspricht dem Wert null, Ungleichgewicht entspricht dem Wert 1, ausgeprägtes Ungleichgewicht (Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung) dem Wert 2, sehr ausgeprägtes Ungleichgewicht dem Wert 3 und übermäßiges Ungleichgewicht dem Wert 4. Für die Indikatorvariable wird ein geordnetes logistisches Modell spezifiziert und analog zur Analyse im Kasten 5.1 für jede Variable einzeln geschätzt. Das Modell stellt sich wie folgt dar:

$$y_{ti} = \begin{cases} 0 & \text{wenn } y_{it}^* < c_1 \\ 1 & \text{wenn } c_1 \leq y_{it}^* < c_2 \\ 2 & \text{wenn } c_2 \leq y_{it}^* < c_3 \\ \dots & \dots \\ K & \text{wenn } c_K \leq y_{it}^* \end{cases}$$

und

$$y_{ti}^* = \beta \text{Signal}_{ti}^j + \gamma \text{Abweichung}_{ti}^j + e_{ti},$$

wobei y_{ti}^* das latente Modell angibt. Der Index t steht für das Jahr, in dem das Signal erfasst wurde, i für das entsprechende Land und j ist der Index über die verschiedenen Indikatoren.

Signifikanten Einfluss haben hier nur der Exportmarktanteil (EMS) und die Staatsverschuldung (GGD) (Tabelle K5.2-1). Die Zunahme der Abweichungen führt zu einer signifikanten Verbesserung des Modells beim Indikator Leistungsbilanz (CA) und vor allem bei der Nettoauslandsvermögensposition (NIIP). Zusätzlich wurden auch hier die Summen der Signale als

nien, Kroatien), und in den Niederlanden wurde die internationale Wettbewerbsfähigkeit bislang noch in keinem Bericht unter die Lupe genommen, obwohl der Marktanteilsindikator in allen drei Jahren übermäßig war.

Regressoren verwendet. Diese sind zwar signifikant, liefern aber keine besseren Ergebnisse als EMS. Abschließend muss abermals betont werden, dass der empirische Befund angesichts der geringen Fallzahlen mit großer Vorsicht zu interpretieren ist. Dies gilt umso mehr, da zwischen dem Signal aus dem Scoreboard und der Feststellung eines Ungleichgewichts einige Zeit vergeht, in der eine Vielzahl neuer Informationen auftritt, was naturgemäß die Stärke der ursprünglichen Signale mindern dürfte. Wird der eigentliche Zusammenhang zwischen Signalen und Ungleichgewichten durch zusätzliche Informationen überlagert, bedürfte es eines größeren Stichprobenumfangs, um diesen Zusammenhang im Sinne statistischer Signifikanz aufzudecken.

Tabelle K5.2-1:

Ergebnisse der geordneten logistischen Regressionen

	CA	NIIP	REER	EMS	NULC	HP	PSD	GGD	UR
Log-Likelihood A	-84,8	-84,3	-85,0	-72,4	-84,9	-85,0	-84,0	-82,0	-84,4
Log-Likelihood B	-82,9	-81,4	-85,0	-72,3	-84,8	-84,6	-83,8	-80,6	-84,1
LR-Wert A	0,4	1,4	0,1	25,2	0,3	0,0	2,0	6,1	1,2
LR-Wert B	3,8	5,9	0,0	0,3	0,3	0,9	0,5	2,8	0,7

Anmerkungen: A: Im Modell A ist das Signal als einziger Regressor vorhanden. Null-Hypothese bei LR-Test (LR-Wert A) ist, dass der Koeffizient der Signale gleich null ist. B: Im Modell B wird die Abweichung vom Grenzwert als zusätzlicher Regressoren aufgenommen. Null-Hypothese bei LR-Test B ist das Modell aus A (Abweichung der Schwellenwerte haben keinen Einfluss). — Modell nur mit einer Konstante hat einen Log-Likelihood-Wert von -85,0. — Kritische Werte für asymptotischen LR-Test: 2,706 (10%); 3,842 (5%); 6,635 (1%).

Quelle: Eigene Berechnungen.

Die makroökonomische Situation eines Landes wird dahingehend kategorisiert, ob kein Ungleichgewicht im Sinne des Verfahrens vorliegt, ein Ungleichgewicht, das der Überwachung und Gegenmaßnahmen seitens der Wirtschaftspolitik bedarf, ein schwerwiegendes Ungleichgewicht, das einer besonderen Überwachung und entschiedener („decisive“) Politikreaktionen bedarf, oder ein übermäßiges Ungleichgewicht, das besondere Überwachung und ausgeprägte („strong“) Politikmaßnahmen erfordert. Allerdings wird an keiner Stelle hinreichend spezifiziert, auf welche Weise die Abgrenzung zwischen diesen Kategorien erfolgt.⁴⁹ Die Kommission sagt ausdrücklich, dass interne und externe Ungleichgewichte in jedem Land spezifischer Natur seien und daher nicht miteinander verglichen werden können (Europäische Kommission 2012e). Die Einstufung auf der Ungleichgewichteskala erfolgt auf der Basis der vertiefenden Analysen unter Berücksichtigung der länderspezifischen Situation und basiert notwendigerweise auf einem Expertenurteil. Die Analysen sind thematisch und methodisch divers, was auch angemessen ist, um den jeweiligen Problemlagen und Fragestellungen gerecht zu werden. Sie entziehen sich damit aber auch weitgehend einer rigorosen Analyse. Eine synoptische Darstellung der Ergebnisse des Ungleichgewichtsverfahrens in den vergangenen drei Jahren, die neben der Einstufung der einzelnen Länder auch die Begründungen in kursorischer Form enthält, bietet Tabelle D1 im Anhang.

Problematisch ist, dass in den Berichten nicht systematisch diskutiert wird, inwieweit etwaige Ungleichgewichte ein Risiko für das Funktionieren der EWU als Ganzes bergen. Vielfach werden lediglich Ineffizienzen behandelt, die zwar das Wachstumspotenzial des Landes beeinträchtigen, aber nicht als Keim einer Krise mit erheblichen Übertragungseffekten gewertet werden können. In diesen

⁴⁹ Auf Nachfrage verweist die Kommission auf den Kasten im diesjährigen Frühwarnbericht (Europäische Kommission 2013b), der diesbezüglich allerdings nicht weiter hilft.

Fällen ist zu fragen, ob das Ungleichgewichtsverfahren der richtige Ort für Einflussnahme auf die Regierungen der Mitgliedsländer ist.

Im Jahr 2014 ist für alle drei großen Länder (Deutschland, Frankreich und Italien) eine vertiefende Analyse angefertigt worden. In jedem Fall wurden die Notwendigkeit der Überwachung und eines Gegensteuerns der Politik auch mit dem Argument gerechtfertigt, dass aufgrund der Größe der Wirtschaft negative Ausstrahleffekte gegeben sind, die es zu vermeiden gelte (bei den nächstkleineren Ländern Spanien und Niederlande findet sich dieses Argument bereits nicht mehr). Die Begründung für die Einstufung Frankreichs (Ungleichgewicht mit besonderem Überwachungsbedarf und der Notwendigkeit entschiedener Politikreaktion) enthält überdies den Hinweis, dass bereits im Jahr zuvor erhebliche Politikmaßnahmen angemahnt worden waren, die offenbar nicht in ausreichendem Maße umgesetzt wurden. Eine solche Ansprache findet sich in anderen Länderberichten nicht.

Im Folgenden soll näher untersucht werden, ob den Analysen gemeinsame Gedankenfiguren oder Lehrmeinungen zugrunde liegen oder ob Widersprüche in den Argumentationslinien bestehen. Hierzu werden die Analysen bezüglich der Wettbewerbsfähigkeit aus den vertiefenden Analysen für Frankreich, Italien und Finnland verglichen. In den Analysen für diese Länder nehmen diese Fragen einen besonders großen Raum ein. Außerdem wird geprüft, ob die Diskussion der Problematik eines Leistungsbilanzüberschuss im horizontalen Vergleich konsistent ist. Schließlich wird auf die Argumentation bezüglich einer Intensivierung des Wettbewerbs bei den Dienstleistungen eingegangen, die im Zusammenhang sowohl mit der internationalen Wettbewerbsfähigkeit als auch mit der Problematik von Leistungsbilanzüberschüssen eine Rolle spielt.

Internationale Wettbewerbsfähigkeit

Die Analyse der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und ihrer Bestimmungsgründe spielt in vielen vertiefenden Analysen eine wesentliche Rolle. Das Ausmaß der Wettbewerbsproblematik wird vor allem am Umfang der Marktanteilsverluste und an der Außenhandelsbilanz gemessen. Es wird zudem generell zwischen preislicher und nicht-preislicher Wettbewerbsfähigkeit unterschieden. Während erstere vor allem von der relativen Lohnstückkostenentwicklung und dem realen effektiven Wechselkurs beeinflusst wird, wird die nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit auf Faktoren wie Innovation zurückgeführt (zur grundsätzlichen Fragwürdigkeit des Konzepts der internationalen Wettbewerbsfähigkeit auf Makroebene vgl. Kapitel 3.1.3, zu den damit verbundenen Probleme hinsichtlich der Indikatoren siehe Kapitel 3.2.2).

In allen drei vertiefenden Analysen für Frankreich spielt die Thematik der internationalen Wettbewerbsfähigkeit eine zentrale Rolle. Hintergrund sind beträchtliche Marktanteilsverluste und eine Verschlechterung der Leistungsbilanz in den vergangenen Jahren. Allerdings ist das Defizit vom Niveau her nach wie vor moderat, und die Nettoauslandsvermögensposition ist weiterhin komfortabel positiv. Die Verschlechterung der Wettbewerbsposition wird sowohl auf preisliche als auch auf nicht-preisliche Faktoren zurückgeführt, wobei der im internationalen Vergleich relativ hohe Lohnstückkostendruck die Profitabilität der Exporteure reduziert habe. Dies wiederum hätte die Innovationsfähigkeit beeinträchtigt und die nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit weiter gesenkt (Europäische Kommission 2014j). Für Frankreich wird im ersten Bericht eine Dämpfung der Lohnkostenentwicklung als Instrument zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit betont (Europäische Kommission 2012b), im zweiten werden Maßnahmen zur Verbesserung der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit in den Vordergrund gestellt, im jüngsten wird auf eine allgemeine Verbesserung der Rahmenbedingungen für die Unternehmen („simplification shock“) rekuriert.

Die Wettbewerbsthematik wird für Italien in ähnlicher Weise diskutiert wie für Frankreich. Marktanteilsverluste und Leistungsbilanzdefizite werden als Problem wahrgenommen, auch wenn das Defizit in der Leistungsbilanz den Scoreboard-Schwellenwert nicht übersteigt. Anders als in Frankreich ist allerdings die Nettoauslandsvermögensposition deutlich negativ. Die vergleichsweise schwache Exportentwicklung wird zum einen auf die geringen Produktivitätszuwächse zurückgeführt, die bei einer gemessen am Euroraum insgesamt in etwa durchschnittlichen Lohnentwicklung zu stark steigenden relativen Lohnstückkosten geführt und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit erheblich vermindert haben (Europäische Kommission 2014e). Zum anderen wird eine ungünstige Struktur der Exporte diagnostiziert. Das Land ist auf Produkte spezialisiert, bei denen die Produzenten in besonderem Maße mit den aufstrebenden Schwellenländern konkurrieren. Zudem sind die Exporteure vergleichsweise schwach in den wachstumsstarken Märkten etwa in Ostasien vertreten (Europäische Kommission 2012c). Hintergrund ist dabei auch die hohe Zahl kleiner Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe, die aufgrund institutioneller Schwächen und steuerlicher Rahmenbedingungen nur schwer expandieren können (Europäische Kommission 2013d: 31).

Auch für Finnland wird der Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit als zentrales Problem gesehen. Dabei wird zwar auf eine Reihe von Besonderheiten zur Erklärung der Marktanteilsverluste (Nokia) und die hohe Bedeutung von Energieimporten für die Leistungsbilanz hingewiesen (Europäische Kommission 2012d). Die Schlussfolgerung, dass ein solcher dramatischer Einbruch von Produktion und Exporten, wie er im Elektronikbereich zu verzeichnen war, durch Marktanteilsgewinne in anderen Sektoren kurzfristig kaum aufgefangen werden kann, der Anpassung also einfach nur noch etwas mehr Zeit gegeben werden muss, wird aber nicht gezogen. Als problematisch wird angesehen, dass es nicht gelungen ist, die im internationalen Vergleich sehr hohen Forschungs- und Entwicklungsausgaben in marktfähige Produkte umzuwandeln. Daher werden Maßnahmen angeregt, welche die Innovationsfähigkeit der finnischen Wirtschaft erhöhen, die Umsetzung in Produkte verbessern und zu einer besseren Durchdringung der Auslandsmärkte führen (Europäische Kommission 2013e). Im jüngsten Bericht wird allerdings die Möglichkeit diskutiert, dass die durch den Marktanteilsverlust Nokias bedingte Verschlechterung der Außenhandelsposition dauerhaft sein könnte (Europäische Kommission 2014f). Zudem wird mit der Diskussion um die Einbindung des Landes in die internationalen Wertschöpfungsketten ein neuer (interessanter) Aspekt in die Diskussion der Entwicklungen im Außenhandel eingeführt. Die für Finnland beobachtete Entwicklung führt einerseits zu geringeren Warenexporten, andererseits aber einem höheren Wertschöpfungsanteil in den Exporten und wird insgesamt positiv beurteilt. Zwar werden auch relativ ungünstige Entwicklungen bei den Lohnstückkosten als Anpassungshemmnis angesprochen. Als problematischer werden aber andere Faktoren gesehen. Um die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern, wird insbesondere eine Erhöhung der Wettbewerbsintensität im Dienstleistungssektor vorgeschlagen, welche die Preisdynamik nicht zuletzt bei Zwischenprodukten reduzieren und die Produktivität steigen lassen würde.

Leistungsbilanzüberschuss

Die Untersuchung des Leistungsbilanzüberschusses in Deutschland geht von der Beobachtung aus, dass der persistent hohe Saldo nicht vollständig durch strukturelle Charakteristika der deutschen Wirtschaft erklärt werden kann und von daher auf eine ineffiziente Allokation der wirtschaftlichen Ressourcen in Deutschland hindeutet. Die Zunahme des Überschusses in den vergangenen Jahren wird (neben externen Faktoren) vor allem auf eine gedämpfte Inlandsnachfrage zurückgeführt. Vor allem die Investitionen waren schwach; die Investitionsquote befindet sich auf sehr niedrigem Niveau. Dies ist zu einem Teil auf rückläufige öffentliche Investitionen zurückzuführen, die seit einigen Jahren nicht einmal mehr ausreichen, den Kapitalverzehr auszugleichen, vor allem aber auf einen Rückgang der Unternehmensinvestitionen, der nicht zu den eigentlich günstigen Rahmenbedingungen,

insbesondere den gesunden Unternehmensbilanzen passt. Der Anstieg des deutschen Leistungsbilanzüberschusses ist zu einem großen Teil auf höhere Ersparnisse im Unternehmenssektor zurückzuführen. Diese Entwicklungen werden zumindest teilweise auf politische Entscheidungen zurückgeführt. Diese hätten zwar überwiegend positive Wirkungen (Sanierung des Staatshaushalts, Senkung der Arbeitslosigkeit) gehabt, die Spar- und Investitionsentscheidungen aber in einer Weise beeinflusst, die zu einem flachen Wachstumspfad beigetragen hat (Europäische Kommission 2014i: 11).

In der vertiefenden Analyse für Luxemburg (Europäische Kommission 2014g) wird der Überschuss in der Leistungsbilanz lediglich konzidiert, aber als unproblematisch qualifiziert, da er ausschließlich auf Dienstleistungsexporte insbesondere durch den umfangreichen Finanzsektor zurückzuführen ist. Die Binnennachfrage war gleichzeitig sogar besonders dynamisch. In der Folge wird vielmehr problematisiert, dass die Außenbilanz im Güterhandel zunehmend negativ wurde und das Land hier zuletzt Weltmarktanteile verlor.

Für die Niederlande wurde der Leistungsbilanzüberschuss in der vertiefenden Analyse des Jahres 2013 gesondert analysiert (Europäische Kommission 2013f). Ein Leistungsbilanzüberschuss besteht in den Niederlanden seit über dreißig Jahren. Seit Mitte der 1990er Jahre tragen die nichtfinanziellen Unternehmen hierzu durch eine positive Ersparnis bei. In der Analyse für 2014 wird zudem noch auf die möglichen Verzerrungen durch die Probleme bei der Messung grenzüberschreitender Leistungsströme in multinationalen Unternehmen hingewiesen (Europäische Kommission 2014h). Gleichzeitig befinden sich die Niederlande in einer Phase sehr schwacher wirtschaftlicher Expansion. Gleichwohl wird der Überschuss nicht als Anzeichen für Risiken interpretiert, da er eine Kombination aus einer starken internationalen Wettbewerbsposition, strukturellen Charakteristika des Verhältnisses von Ersparnis und Investitionen sowie zyklischen Faktoren widerspiegelt. Anders als im Fall Deutschlands wird nicht vermutet, dass diese strukturellen Faktoren auf ineffiziente Ressourcenallokation schließen lassen. Es wird auch nicht geprüft, ob sich gleichzeitig mit dem Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses das Wachstumspotenzial verringert hat und in welchem Umfang dies ggf. durch die Wirtschaftspolitik bedingt war.

Wettbewerb im Dienstleistungssektor

Die Wettbewerbsintensität im Dienstleistungssektor ist zum Teil dadurch relativ gering, dass die entsprechenden Aktivitäten nur schwer über den Raum handelbar sind. Es spielen aber vielfach auch staatliche Regulierungen eine Rolle. In mehreren vertiefenden Analysen werden Maßnahmen angeregt, welche die Wettbewerbsintensität im Dienstleistungssektor erhöhen und Produktivitätsreserven freisetzen sollen, etwa durch den Abbau von Regulierungen bei geschützten Dienstleistungen oder von Restriktionen im Einzelhandel. Dies geschieht freilich einmal im Kontext eines unangemessen hohen Leistungsbilanzüberschusses, ein andermal in Ländern, in denen Leistungsbilanzdefizite als Resultat zu geringer Wettbewerbsfähigkeit als Problem gesehen werden. Tatsächlich wären solche Maßnahmen vermutlich mit gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsgewinnen verbunden. Sie würden auch positiv auf die anderen Länder ausstrahlen (Europäische Kommission 2014c: 10). Ihre Wirkung auf die Leistungsbilanz der Länder ist aber nicht bestimmt.

Schlussfolgerungen

Grundsätzlich erfolgt die Diskussion in den vertiefenden Berichten entlang theoretisch problematischer Konzepte (Kapitel 3.2), nicht zuletzt was die Themen Wettbewerbsfähigkeit und außenwirtschaftliches Gleichgewicht anlangt. Die Setzung von unterschiedlichen Schwerpunkten je nach be-

trachtetem Land ist angemessen. Allerdings wird nicht problematisiert, inwieweit die dargestellten Entwicklungen ein Risiko für die Stabilität des Landes und letztlich der EU (oder des Euroraums) darstellen. Soweit es sich bei den zugrundeliegenden Problemen lediglich um Ineffizienzen handelt, die zwar das Wachstumspotenzial des Landes beeinträchtigen, aber nicht das Risiko einer Krise mit erheblichen Übertragungseffekten bedingen, erscheint die Begründung für wirtschaftspolitischen Druck seitens der Kommission schwach. Zuletzt hat offenbar die Sichtweise an Gewicht gewonnen, dass eine Politik, die das mittelfristige Wachstum unnötig dämpft, geändert werden sollte, weil eine schwächere Nachfrage in einem Land auch die wirtschaftliche Aktivität in anderen Ländern reduziert. Solche Übertragungseffekte können naturgemäß nur bei größeren Ländern ins Feld geführt werden. Dies erklärt auch, warum bei der Analyse des Leistungsbilanzüberschusses in Deutschland ein stärkerer Fokus auf die dahinterliegende Wachstumsdynamik insbesondere der Binnennachfrage gelegt wurde als bei der Erörterung der Leistungsbilanzentwicklung in den wirtschaftlich erheblich kleineren Niederlanden. Bei dieser Auslegung kommt der Kommission implizit ein größeres Einflusspotenzial auf die Wirtschaftspolitik in den großen Ländern zu als in den kleineren, bei denen eine geringe Wachstumsdynamik nicht das Funktionieren der Währungsunion als Ganzes bedroht, wie dies für die großen Länder postuliert wird.

5.3.3 Die wirtschaftspolitischen Empfehlungen in den vertiefenden Analysen

Die vertiefenden Analysen dienen zunächst der Untersuchung der wirtschaftlichen Situation des betreffenden Landes mit dem Ziel, Art und Ausmaß von makroökonomischen Ungleichgewichten zu identifizieren. In der summarischen Vermittlung der Analysen durch die Kommission, die in den ersten beiden Jahren in Form einer Pressemitteilung erfolgte und entsprechend kurz ausfiel, wurde entsprechend der Schwerpunkt auf die Kommunikation dieser Ergebnisse gelegt. So wurden wirtschaftspolitische Empfehlungen in der zusammenfassenden Veröffentlichung in den Jahren 2012 und 2013 (Europäische Kommission 2012b, 2013c) nicht erläutert.

Der Bericht zu den vertiefenden Analysen des Jahres 2014 (Europäische Kommission 2014c) stellt diesbezüglich eine erhebliche Verbesserung dar. Die Ergebnisse werden für die einzelnen Länder deutlich ausführlicher dargestellt. In einer Weise, die mit dem Frühwarnbericht vergleichbar ist, werden Entwicklungen in den Bereichen, in denen makroökonomische Ungleichgewichte oder Risiken gesehen werden, Land für Land in kurzer Form skizziert. Allerdings werden länderspezifische wirtschaftspolitische Implikationen in der zusammenfassenden Publikation nach wie vor nicht aufgezeigt. Ebenfalls ähnlich wie im Frühwarnbericht werden länderübergreifende Entwicklungen in Feldern skizziert, die von den Scoreboard-Indikatoren abgedeckt werden (außenwirtschaftliches Gleichgewicht, Wettbewerbsfähigkeit, private Verschuldung, Immobilienmarkt, Arbeitslosigkeit, fiskalische Anpassung). Auffällig ist, dass eine Diskussion der Entwicklungen im Finanzsektor, die für die Einschätzung des Risikos krisenhafter makroökonomischer Anpassungen zentral sind, fehlt.

Darüber hinaus werden in dem Bericht auch die wirtschaftspolitischen Herausforderungen sowie die daraus folgenden wirtschaftspolitischen Implikationen in länderübergreifender Form dargestellt. So wird eine Verlagerung der wirtschaftspolitischen Prioritäten konstatiert. Während in den vergangenen Jahren es vordringlich gewesen sei, nicht nachhaltige Entwicklungen bei Leistungsbilanz, Verschuldung und Kostenindikatoren zurückzudrängen, so läge der Fokus nunmehr darauf, die negativen Auswirkungen abzufedern, welche die Korrektur dieser Ungleichgewichte auf das „Wachstum“ – gemeint sind hier wohl kontraktive Nachfrageeffekte – und bei gleichzeitig sehr niedriger Inflation auf die Nachhaltigkeit bestehender Verschuldungspositionen habe.

Dabei wird betont, dass makroökonomische Ungleichgewichte in einem Land auch Auswirkungen auf andere Länder und den Euroraum insgesamt haben. Zwar sei die Korrektur von Ungleichgewichten zu allererst im Eigeninteresse eines jeden Landes. Eine fehlende Korrektur ziehe aber über verschiedene Kanäle (Handel, Finanzmärkte, Vertrauenseffekte) immer auch die Wohlfahrt der anderen Länder in Mitleidenschaft. In diesem Zusammenhang wird die Empfehlung ausgesprochen, dass die „größeren und weniger verschuldeten Länder“ Maßnahmen zur Stärkung der Inlandsnachfrage und des Potenzialwachstums ergreifen sollten. Damit ist letztlich Deutschland angesprochen, da die übrigen größeren Länder des Euroraums Frankreich, Italien und Spanien nicht zu den weniger verschuldeten Ländern zählen.⁵⁰ Insbesondere die Investitionen sollten angeregt werden, da sie nicht nur kurzfristig nachfragewirksam sind, sondern auch mittelfristig das Produktionspotenzial erhöhen. Dabei ist allerdings zu bedenken, dass der Nachfrageeffekt kurzfristig den Kapazitätseffekt immer überwiegt. Damit läuft die Empfehlung einer wirtschaftspolitischen Stimulierung der Investitionen darauf hinaus, die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten zusätzlich zu erhöhen, die nach den gängigen Schätzungen gegenwärtig nur wenig vom Normalniveau abweicht und voraussichtlich ohnehin aufgrund der für Deutschland stark expansiv wirkenden monetären Rahmenbedingungen in der nächsten Zeit deutlich darüber steigen wird.⁵¹ Bei Finanzierung der Investitionen durch eine Ausweitung des staatlichen Budgetdefizits droht außerdem ein Konflikt mit den Vorgaben des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt sowie der deutschen Schuldenbremse. Zu bedenken ist auch, dass die Staatsausgaben derzeit infolge der ungewöhnlich niedrigen Zinsen gedrückt sind, ein Faktor, mit dem nicht auf Dauer gerechnet werden kann. Die Betonung der Bedeutung einer Nachfrageausweitung in Deutschland auf die wirtschaftliche Aktivität im übrigen Euroraum deutet im Übrigen darauf hin, dass die Übertragungseffekte überschätzt werden.⁵²

5.4 Konsistenz von vertiefenden Länderberichten und länderspezifischen Empfehlungen

Ein Vergleich der wirtschaftspolitischen Empfehlungen aus den vertiefenden Analysen mit den länderspezifischen Empfehlungen wird dadurch erschwert, dass jeweils unterschiedliche Formate verwendet werden. Die wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen finden sich in den vertiefenden Länderberichten im Abschnitt „Wirtschaftspolitische Herausforderungen“. Dieser wird in den einzelnen Länderberichten inhaltlich in unterschiedlicher Weise gefüllt. In vielen Berichten dominiert eine Darstellung der Problemstellung, während die angemessenen Reaktionen der Wirtschaftspolitik häufig nur angedeutet werden (Slowenien, Vereinigtes Königreich). In einer Reihe von Länderberichten (beispielsweise für Frankreich, Spanien, Schweden, Vereinigtes Königreich) wird zudem ein Schwerpunkt auf die Darstellung bereits eingeleiteter Maßnahmen und ihrer Wirkung gelegt. Schließlich unterscheidet sich der Charakter der Politikempfehlungen zwischen den einzelnen Berichten. Während zum Teil nur allgemein gehaltene Politikrichtungen beschrieben werden (Bulgarien, Kroatien, Italien, Ungarn), werden andernorts relativ konkrete Vorschläge gemacht (Belgien, Deutschland, Finnland, Spanien).

⁵⁰ In Spanien und in Frankreich liegt sowohl die Staatsverschuldung als auch die private Verschuldung oberhalb des Schwellenwerts im Scoreboard, in Italien liegen die privaten Schulden zwar etwas unter ihrem Grenzwert, die Staatsschulden sind dafür aber massiv überhöht.

⁵¹ Zu den Auswirkungen der langanhaltenden Phase expansiver Geldpolitik auf Deutschland und wirtschaftspolitische Reaktionsmöglichkeiten vgl. IfW (2013).

⁵² Die Deutsche Bundesbank (2013a: 19–20) findet bei der Untersuchung der Übertragungseffekte einer Lohnerhöhung in Deutschland mittels eines makroökonomischen Modells sogar einen (geringfügigen) negativen Effekt.

Die länderspezifischen Empfehlungen bestehen hingegen durchgehend aus Vorschlägen für konkrete Politikinitiativen, wenn auch zum Teil mit unterschiedlichem Detailgrad. Sie umfassen neben den Empfehlungen, die aus den vertiefenden Analysen abgeleitet sind und zur Vermeidung oder Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte dienen sollen, die Empfehlungen im Zusammenhang mit den Stabilitätsprogrammen und Empfehlungen für Strukturreformen, die im Einklang mit Zielen der Strategie Europa 2020 stehen.

Ein Vergleich von wirtschaftspolitischen Vorschlägen aus den vertiefenden Analysen im Jahr 2014 mit dem Entwurf der Kommission für die länderspezifischen Empfehlungen im laufenden Jahr⁵³ ergibt, dass erstere nicht in vollem Umfang Eingang gefunden haben. Dabei lassen sich Gruppen von Vorschlägen identifizieren, die in unterschiedlichem Maß berücksichtigt wurden. Empfehlungen, Nachhaltigkeit bei den öffentlichen Finanzen herzustellen und im Einklang mit den Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspaktes zu konsolidieren, finden sich ausnahmslos auch in den länderspezifischen Empfehlungen, wenngleich die Quelle dieser Empfehlung vermutlich die Bewertung der nationalen Stabilitätsprogramme durch die Kommission ist. In der Regel aufgenommen wurden auch Vorschläge, die darauf hinauslaufen, das Umfeld für die Geschäftstätigkeit durch institutionelle Reformen in Verwaltung und Rechtssystem zu verbessern. In einer Reihe von Länderanalysen wird eine Verlagerung von Steuern und Abgaben auf (Arbeits-)Einkommen hin zu Verbrauchsteuern und Steuern auf Energie und Umweltverbrauch vorgeschlagen (Belgien, Deutschland, Italien, Spanien). Diese Politik wird von der Kommission grundsätzlich befürwortet (Garnier et al. 2014), entsprechende Empfehlungen finden sich in den länderspezifischen Empfehlungen wieder. Diese Art Empfehlungen mag zwar geeignet sein, das Wachstum mittelfristig zu erhöhen, an einer Ungleichgewichtsproblematik im Sinne des Ungleichgewichtsverfahrens setzen sie aber nicht an.

Auffällig ist, dass hingegen eine Reihe von in den Länderanalysen vorgeschlagene Politikinitiativen, die direkt auf die Korrektur von makroökonomischen Ungleichgewichten im Sinne des Scoreboards gerichtet sind, in den länderspezifischen Empfehlungen fehlt. Dies betrifft weniger Empfehlungen für die Politik zur Beeinflussung des Immobilienmarkts; diese wurden für die Niederlande, Schweden und das Vereinigte Königreich übernommen und lediglich für Malta und Ungarn nicht berücksichtigt. Vorschläge, die auf eine vorsichtigere Kreditvergabepolitik der Banken hinauslaufen, wie die Festlegung von moderaten Beleihungsgrenzen (Luxemburg) oder die Anhebung von Risikogewichten, finden sich hingegen ebenso wenig wie der Vorschlag, die Anreize zur Aufnahme von Schulden durch die privaten Haushalte zu vermindern (Niederlande, Schweden) oder darauf hinzuwirken, dass der Bankensektor eine größere Verlusttragfähigkeit entwickelt.

Schließlich ist bemerkenswert, dass zentrale Schlussfolgerungen aus der vertiefenden Analyse für Deutschland nicht in die länderspezifischen Empfehlungen aufgenommen wurden. Dies gilt für eine Reihe von Vorschlägen zur Anregung der Binnennachfrage, insbesondere dass die öffentlichen Investitionen noch stärker als geplant ausgeweitet werden sollten, dass die Unternehmensbesteuerung dahingehend reformiert werden sollte, dass die Investitionsanreize erhöht werden, und dass Maßnahmen zur Stärkung des Reallohnzuwachses angebracht sind. Lediglich die – mit Blick auf ihre Wirkung auf den Leistungsbilanzsaldo fragwürdige – Maßgabe, den Wettbewerb im Dienstleistungssektor zu verstärken, findet sich auch in den länderspezifischen Empfehlungen.

⁵³ Für die Jahre 2012 und 2013 wurde ein solcher Abgleich nicht vorgenommen, da die wirtschaftspolitischen Empfehlungen in den vertiefenden Analysen dieser Jahre eine nur geringere Rolle spielten. Sie waren anfangs auch unspezifisch und wurden von der Öffentlichkeit kaum wahrgenommen (Sachverständigenrat 2012: 141).

5.5 Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen

Die länderspezifischen Empfehlungen stehen am Ende des Europäischen Semesters. Sie werden von der Kommission entworfen und vom Rat – planmäßig Anfang Juli eines jeden Jahres – beschlossen. Sie kombinieren die Schlussfolgerungen für die Wirtschaftspolitik, die aus der Analyse der Stabilitätsprogramme bzw. der Konvergenzprogramme resultieren, mit denen aus den vertiefenden Analysen. Hinzu kommen länderspezifische Empfehlungen zur Umsetzung der Strategie Europa 2020, die andere Politikfelder betreffen (beispielsweise: Sozialpolitik, Energiepolitik).

Die Regierungen sind verpflichtet, im Frühjahr nationale Reformprogramme vorzulegen, in denen unter anderem darzulegen ist, wie die länderspezifischen Empfehlungen umgesetzt wurden. Die Kommission bewertet die Umsetzungsfortschritte für die einzelnen länderspezifischen Empfehlungen in einem Bericht. Dabei werden die Fortschritte in einer qualitativen Skala eingeordnet, die fünf Stufen enthält: „Kein Fortschritt“, „geringer Fortschritt“ („limited progress“), „einiger Fortschritt“ („some progress“), „substanzieller Fortschritt“ und „vollständige Umsetzung“.

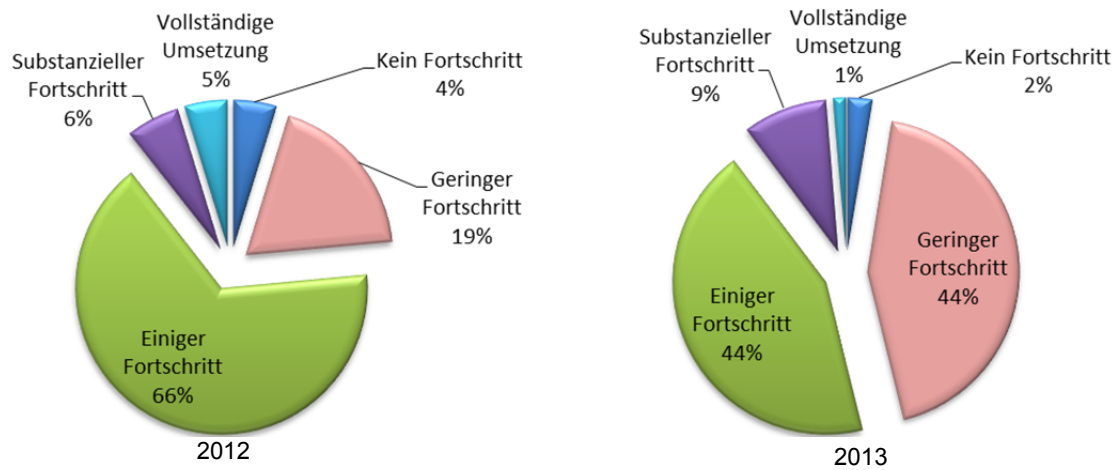
Die Auswertung dieser Berichte erlaubt es, für die länderspezifischen Empfehlungen der Jahre 2012 und 2013 den Umsetzungsfortschritt festzustellen.⁵⁴ Eine Übersicht findet sich in der Anhangtabelle D2. Bei der Beurteilung ist freilich zu bedenken, dass die Empfehlungen sehr unterschiedlicher Natur sind.⁵⁵ Einige lassen sich relativ rasch vollständig umsetzen, etwa die Forderung nach der Einführung einer Schuldenbremse (Italien 2012). Andere sind nur in einem Prozess implementierbar, beispielsweise der nachhaltige Abbau des übermäßigen Haushaltsdefizits (Frankreich 2013). Bei manchen ist auch die Frage, wann sie vollständig umgesetzt sind, nicht leicht zu beantworten, beispielsweise wenn angeregt wird, die Qualität der Berufsausbildung zu verbessern sowie Grund- und Sekundarschulen zu reformieren (Dänemark 2013).

Es zeigt sich, dass die Umsetzung insgesamt offenbar nur schleppend erfolgt (Abbildung 5.1). Nur ein sehr geringer Teil der länderspezifischen Empfehlungen (4 Prozent derjenigen des Jahres 2012 und nur 1 Prozent derjenigen des Jahres 2013) wurden vollständig umgesetzt. Auch substanzielle Fortschritte wurden nur für einen kleinen Teil der Empfehlungen (6 bzw. 9 Prozent) verzeichnet. Allerdings wurden auch nur wenige Empfehlungen vollständig ignoriert (5 bzw. 2 Prozent).

⁵⁴ Die Fortschrittsbewertung wird jeweils in einer zusammenfassenden Tabelle übersichtlich dargestellt.

⁵⁵ Eine detaillierte Zusammenstellung der länderspezifischen Empfehlungen für die Jahre 2013 und 2014, die auch die Beurteilung des Umsetzungsfortschritts der Empfehlungen aus dem Jahr 2013 enthält, bietet Europäisches Parlament (2014).

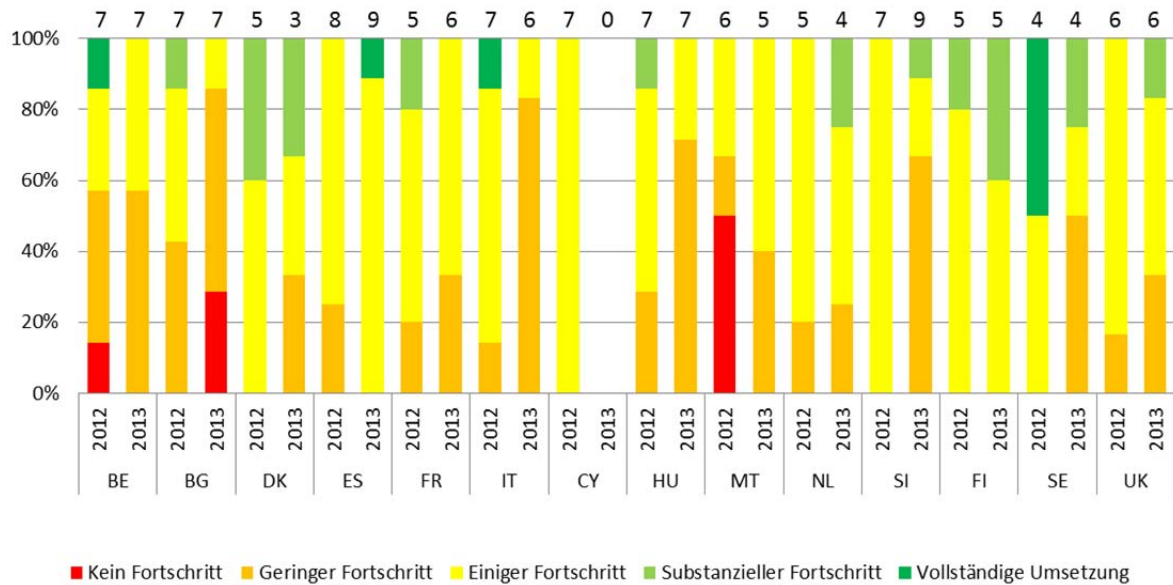
Abbildung 5.1:
Stand der Umsetzung länderspezifischer Empfehlungen



Eine Auswertung nach Ländern zeigt, dass sich das Engagement bei der Umsetzung offenbar deutlich unterscheidet (Abbildung 5.2). Ein besonders hoher Anteil an Länderempfehlungen, die in erheblichem Umfang umgesetzt wurden, zeigt sich für Finnland, Schweden und Dänemark. Überwiegend geringe Fortschritte wurden hingegen in Belgien und Bulgarien, in einzelnen Jahren auch in Italien, Ungarn und Slowenien verzeichnet. Es zeigt sich auch, dass die Umsetzung einzelner länderspezifischen Empfehlungen lediglich in drei Ländern (Belgien, Bulgarien, Malta) und hier auch nur in einzelnen Jahren überhaupt nicht angegangen wurde. Bei der Interpretation muss zum einen bedacht werden, dass die Länder im Einzelnen unterschiedlich viele Empfehlungen erhalten haben. Zum anderen sollten Schlussfolgerungen auch hier nur gezogen werden, wenn Informationen über die Natur der wirtschaftspolitischen Empfehlungen mit berücksichtigt werden.

Abbildung 5.2:

Umsetzungsfortschritte bei den länderspezifischen Empfehlungen nach Ländern



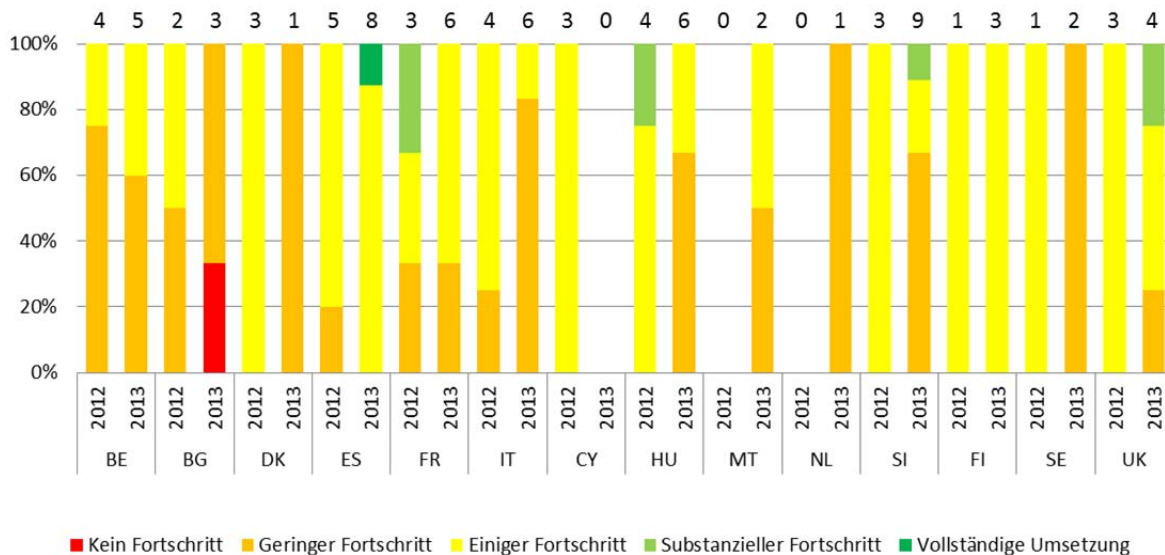
Anmerkung: Ziffer über den Säulen bezeichnet die Anzahl der länderspezifischen Empfehlungen.

Quelle: Europäische Kommission, *Beurteilung der nationalen Reformprogramme*; verschiedene Commission Staff Working Papers (via Internet <http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index_en.htm>; eigene Zusammenstellung und Berechnungen.

Beschränkt man die Betrachtung auf diejenigen länderspezifischen Empfehlungen, die auf der Grundlage der vertiefenden Länderanalysen gegeben wurden (in der vom Rat verabschiedeten Endfassung der länderspezifischen Empfehlungen werden diese explizit genannt), so zeigt sich ein noch ungünstigeres Bild (Abbildung 5.3). Bei lediglich fünf der insgesamt 91 Empfehlungen, die auf vertiefende Analysen und damit das Ungleichgewichteverfahren zurückgehen, wurden mindestens substanzielle Fortschritte verzeichnet; eine einzige Empfehlung wird als vollständig erfüllt erachtet (Restrukturierung und Rekapitalisierung des Bankensektors in Spanien 2013). Andererseits ist aber auch nur in einem Fall eine Empfehlung offenbar vollständig ignoriert worden (Bildungsreform in Bulgarien 2013). Bei der ganz überwiegenden Zahl der Empfehlungen sind geringe oder mäßige Fortschritte zu verzeichnen.

Abbildung 5.3:

Umsetzungsfortschritte bei den länderspezifischen Empfehlungen aus den vertiefenden Analysen nach Ländern



Anmerkung: Ziffer über den Säulen bezeichnet die Anzahl der aus der vertiefenden Analyse abgeleiteten länderspezifischen Empfehlungen.

Quelle: Europäische Kommission, *Beurteilung der nationalen Reformprogramme*; verschiedene Commission Staff Working Papers (via Internet <http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index_en.htm>; eigene Zusammenstellung und Berechnungen.

5.6 Erfahrungen mit makroökonomischer Überwachung anderer Institutionen

Der Internationale Währungsfonds (IWF) führt regelmäßig Konsultationen bei seinen Mitgliedsländern durch (Artikel IV) und veröffentlicht darauf basierende Berichte. Hinzu kommen Bewertungen makroökonomischer Entwicklungen im halbjährlich erscheinenden World Economic Outlook. Zudem wird seit 2002 der Global Financial Stability Report veröffentlicht, der darauf abzielt, problematische Entwicklungen im Finanzsektor zu identifizieren. Das Ziel der makroökonomischen Überwachung des IWF ist es, die Stabilität des internationalen Währungs- und Finanzsystems aufrechtzuerhalten. Da Währungs- und Finanzfragen in einem interdependenten makroökonomischen System zu sehen sind, schließt die Überwachung des IWF eine Vielzahl von makroökonomisch relevanten Aspekten ein.

Die makroökonomische Überwachung des IWF in der Vorkrisenperiode (2004 bis 2007) wurde vom unabhängigen Evaluierungsbüro des IWF beurteilt (IEO 2011). Mit Fokus auf den Euroraum liegt zudem eine Arbeit von Pisani-Ferry et al. (2011) vor. Beide Berichte attestieren, dass der IWF zwar auf Fehlentwicklungen hingewiesen hat. Insbesondere im Fall Portugals wurde die Bereinigung struktureller Schwächen angemahnt. Allerdings war Portugal bereits seit Ende der 90er Jahre in einer ökonomischen Schwächephase, so dass die Identifikation von Fehlentwicklungen vor einem anderen Hintergrund stattfand als in Ländern wie Spanien oder Irland. Ferner wies der IWF im Artikel IV-Bericht des Jahres 2006 für Griechenland auf Fehlentwicklungen in den öffentlichen Finanzen hin. Bereits im folgenden Jahr wurden diese Aspekte aber nicht mehr intensiv verfolgt. Mögliche Probleme

durch überhitzte Immobilienmärkte und überdehnte Finanzsysteme in Spanien und Irland wurden nicht erwähnt oder nicht deutlich betont. Ein Negativbeispiel bietet der Artikel IV-Bericht des Jahres 2007 zu Spanien, der sich intensiv mit den Herausforderungen eines föderalen Haushaltssystems beschäftigt, aber die aus heutiger Sicht besonders gravierenden Fehlentwicklungen eher beiläufig aufgreift (z.B. Überhitzung am Immobilienmarkt und Verwundbarkeit der Banken infolge hoher Kreditvergabe an den Immobiliensektor, Verzerrung der Nachfragestruktur mit entsprechenden Risiken für die Staatseinnahmen im Falle einer Korrektur).

Der Zusammenhang zwischen Vermögenspreisblasen, Verschuldungsdynamik und Finanzstabilität wurde weitestgehend außer Acht gelassen. Zudem wurde nicht auf die Besonderheiten von Ländern in einer Währungsunion eingegangen und die Probleme internationaler Krisenübertragungen nicht berücksichtigt. Fortgeschrittene Volkswirtschaften wurden nahezu durchgängig als immun gegenüber Finanzkrisen eingestuft. Der IEO-Bericht spricht in diesem Zusammenhang von einem vorurteilsbehafteten Gruppendenken im IWF. Bemerkenswert ist, dass einige der kritisierten Punkte zumindest in ähnlicher Form bereits in einer Auswertung der Überwachung des IWF aus dem Jahr 1999 auftauchen (IWF 1999). Schon damals wurde eine stärkere Berücksichtigung der Risiken für die Stabilität des Finanzsystems und von internationalen Verflechtungen, auch im Rahmen einer Währungsunion, angemahnt.

Die OECD veröffentlicht für ihre Mitgliedsländer in etwa alle zwei Jahre Länderberichte, die unter anderem die makroökonomische Situation analysieren. In der Tat hat die OECD zum Beispiel für Irland und Spanien schon frühzeitig auf Risiken durch eine Überhitzung des Immobilienmarkts und einer Überdehnung des Bausektors hingewiesen. So wurden diese Risiken für Spanien bereits im Jahr 2003 und dann in allen folgenden Berichten genannt. Im Fall Irlands wurde 2006 sehr deutlich auf die negativen Konsequenzen einer platzenden Blase am Immobilienmarkt aufmerksam gemacht. Die Basisprognose beinhaltete jedoch kein Rezessionsszenario, vielmehr wurde eine „weiche Landung“ der Konjunktur für wahrscheinlich gehalten. Die Europäische Kommission machte ebenfalls bereits im Jahre 2006 deutliche Anzeichen makroökonomischer Risiken in Spanien und Irland aus (Europäische Kommission 2006), aber auch in den Reihen der Kommission war ein „soft landing“ das vorherrschende Szenario (Yaniz Igal 2006). Zudem wurden die Zusammenhänge zwischen Immobilienkrise und Finanzmarktsystemstabilität nicht oder nur unzureichend angesprochen. Noch 2008 wurden die Probleme im irischen Bankensektor nicht als krisenhaft eingeordnet. In Bezug auf Griechenland wies die OECD immer wieder auf die Konsolidierungsnotwendigkeiten der öffentlichen Haushalte hin. Die Warnungen wurden aber stets neben eine Vielzahl weiterer Aspekte gestellt.

Auch bei den Berichten der OECD besteht das Problem, dass zwar Warnsignale gegeben werden, diese aber nicht zur Geltung kommen. Zum einen wurden die Zusammenhänge zwischen Immobilienblasen und Finanzmarktsystemstabilität offenbar unterschätzt, vor allem aber ging die Warnung in einer Vielzahl weiterer Punkte etwas unter. Die geringe Durchschlagskraft von Risikoansprachen in den Veröffentlichungen dürfte auch daher rühren, dass sowohl OECD als auch IWF stets ein mittleres Szenario für ihre mittelfristigen Prognosen entwickeln und kommunizieren, in dem sich Risiken nicht materialisieren.

Aus den Erfahrungen mit der makroökonomischen Überwachung vor der Krise lassen sich einige Schlussfolgerungen ableiten: Mit Blick auf die EWU sollten die Besonderheiten einer Währungsunion erhebliche Bedeutung bei der Bewertung der makroökonomischen Stabilität einzelner Länder haben, dabei sollten auch Ansteckungseffekte berücksichtigt werden. Wichtig erscheint zudem, dass einmal angemahnte Fehlentwicklungen immer nachverfolgt werden – die Länderberichte also intensiv auf alle Aspekte vorheriger Länderberichte eingehen müssen. Sofern ein früherer Warnhinweis obsolet

geworden ist, sollte dies klar kommuniziert und begründet werden. Schließlich besteht offenbar die Gefahr, dass Phasen längerer „Ruhe“ die Aufmerksamkeit mindern und die Überwachungsmechanismen dann eine Tendenz haben, ihre eigentliche Aufgabe der Krisenprävention mit anderen Themen zu überlagern.

5.7 Beurteilung des Verfahrens und Möglichkeiten der Weiterentwicklung

Die Chancen, dass mithilfe der wirtschaftspolitischen Empfehlungen im Rahmen des präventiven Arms eine echte Krisenprävention gelingt (im Gegensatz zur derzeit verfolgten Krisenabwicklung), sind derzeit gering. Ein Problem liegt darin, dass in dem Verfahren von der Erkennung von makroökonomischen Risiken über die Abfassung von wirtschaftspolitischen Empfehlungen bis zu deren Implementation sehr viel Zeit vergeht. Dies ist umso gravierender, als das Vorliegen eines übermäßigen Ungleichgewichts bislang erst dann konstatiert wurde, wenn Krisensymptome bereits offensichtlich waren; dies war etwa für Slowenien und Italien der Fall. Die Tatsache, dass die Zahl der Länder, die einer vertiefenden Analyse unterzogen wurden, im laufenden Jahr deutlich gestiegen ist, gleichzeitig aber nicht in jedem Fall ein Ungleichgewicht diagnostiziert wurde, könnte allerdings darauf hindeuten, dass die Kommission bemüht ist, den vorbeugenden Charakter des Verfahrens stärker zu betonen.

Ein weiteres Problem des Verfahrens liegt in der mangelnden Definition des Begriffs makroökonomischer Ungleichgewichte. Die vertiefenden Analysen verstehen sich zunehmend als Vehikel einer Politik, die versucht, durch strukturelle Reformen allgemein das Wirtschaftswachstum zu erhöhen. Ein niedriges Potenzialwachstum stellt aber kein makroökonomisches Ungleichgewicht dar. Die Erfahrungen mit der makroökonomischen Überwachung internationaler Organisationen wie des IWF deuten darauf hin, dass es nicht ratsam ist, die Aufgabe des präventiven Arms des Ungleichgewichtsverfahrens mit anderen wirtschaftspolitischen Zielen zu vermischen, da Analyse und Empfehlungen sonst Gefahr laufen, den Fokus zu verlieren und Signale ungehört verhallen. Daher ist zu empfehlen, die vertiefenden Analysen strikt auf die Ungleichgewichtsproblematik zu konzentrieren. Gerade wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen aus den vertiefenden Analysen, die direkt im Zusammenhang mit makroökonomischen Ungleichgewichten stehen, sind in jüngster Zeit nicht in die länderspezifischen Empfehlungen integriert worden. Vor diesem Hintergrund wäre zu prüfen, ob die Empfehlungen aus dem Ungleichgewichtsverfahren in getrennter Form beschlossen werden sollten, damit sie nicht im Gesamtzusammenhang der allgemeinen länderspezifischen Empfehlungen an Gewicht verlieren.

Wenn die Dringlichkeit von wirtschaftspolitischen Interventionen das Kriterium bei der Abgrenzung des Grades eines Ungleichgewichts ist, sollte offengelegt werden, wie und warum die Kommission zu der jeweiligen Einschätzung gelangt.

6 Analyse des korrektiven Arms

Für den Fall von besonders ausgeprägten makroökonomischen Ungleichgewichten verfügt das Verfahren über einen korrektiven Arm, der allerdings nur für die Mitglieder des Euroraums bindend ist. In diesem Verfahren werden Länder verpflichtet, hinreichende Anstrengungen zum Abbau des Ungleichgewichts zu unternehmen. Andernfalls können finanzielle Sanktionen bis zur Höhe von 0,1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts jährlich verhängt werden. Bislang ist das Verfahren im Rahmen des korrektiven Arms noch nicht in Gang gesetzt worden.

6.1 Ablauf des Verfahrens

Der Ablauf des Verfahrens im korrektiven Arm ist dem im Fall eines übermäßigen Defizits im Staatshaushalt vergleichbar (Abbildung 6.1).⁵⁶ Voraussetzung ist die offizielle Einleitung eines „Verfahrens bei einem übermäßigen Ungleichgewicht“, die erfolgen kann, wenn zuvor bei einem Land ein übermäßiges Ungleichgewicht diagnostiziert wurde. Der Beschluss über die Einleitung erfolgt durch den Rat auf Vorschlag der Kommission. Das betreffende Land muss innerhalb einer bestimmten Frist in einem sog. Korrekturmaßnahmenprogramm darlegen, welche Maßnahmen ergriffen werden sollen, um das übermäßige Ungleichgewicht abzubauen. Dieses Programm muss sowohl hinsichtlich der Politikmaßnahmen als auch der zeitlichen Umsetzung der Maßnahmen hinreichend spezifiziert sein. Beschließt der Rat, jeweils ohne die Stimme des betroffenen Landes, dass das Programm den Anforderungen nicht genügt, muss das betreffende Land nachbessern. Geschieht dies nicht, kann eine Strafe verhängt werden. Wird das Korrekturmaßnahmenprogramm vom Rat akzeptiert, spricht er eine Empfehlung aus, die entsprechende Maßnahmen mit Fristen für ihre Umsetzung enthält.

Die Durchführung dieser Maßnahmen wird regelmäßig geprüft. Stellt der Rat fest, dass die Empfehlungen plangemäß umgesetzt worden sind, ein übermäßiges Ungleichgewicht aber nach wie vor besteht, ruht das Verfahren. Das betreffende Land muss aber weiterhin regelmäßig über die Entwicklung des Ungleichgewichts berichten, bis der Rat beschließt, dass ein übermäßiges Ungleichgewicht nicht mehr vorliegt und das Verfahren beendet wird. Stellt der Rat fest, dass die empfohlenen Korrekturmaßnahmen nicht planmäßig implementiert worden sind, wird die Nichtbefolgung in einem offiziellen Beschluss festgestellt, der mit neuen Fristen für die Umsetzung der Maßnahmen verbunden ist. Der Beschluss über die Nichtbefolgung der Empfehlungen setzt einen Sanktionsmechanismus in Kraft. Zunächst kann eine verzinssliche Einlage als Kautionszahlung verhängt werden, im Wiederholungsfall – also wenn die Maßnahmen auch innerhalb der neuen Fristen nicht umgesetzt werden – kann sie schließlich in eine Strafzahlung umgewandelt werden.

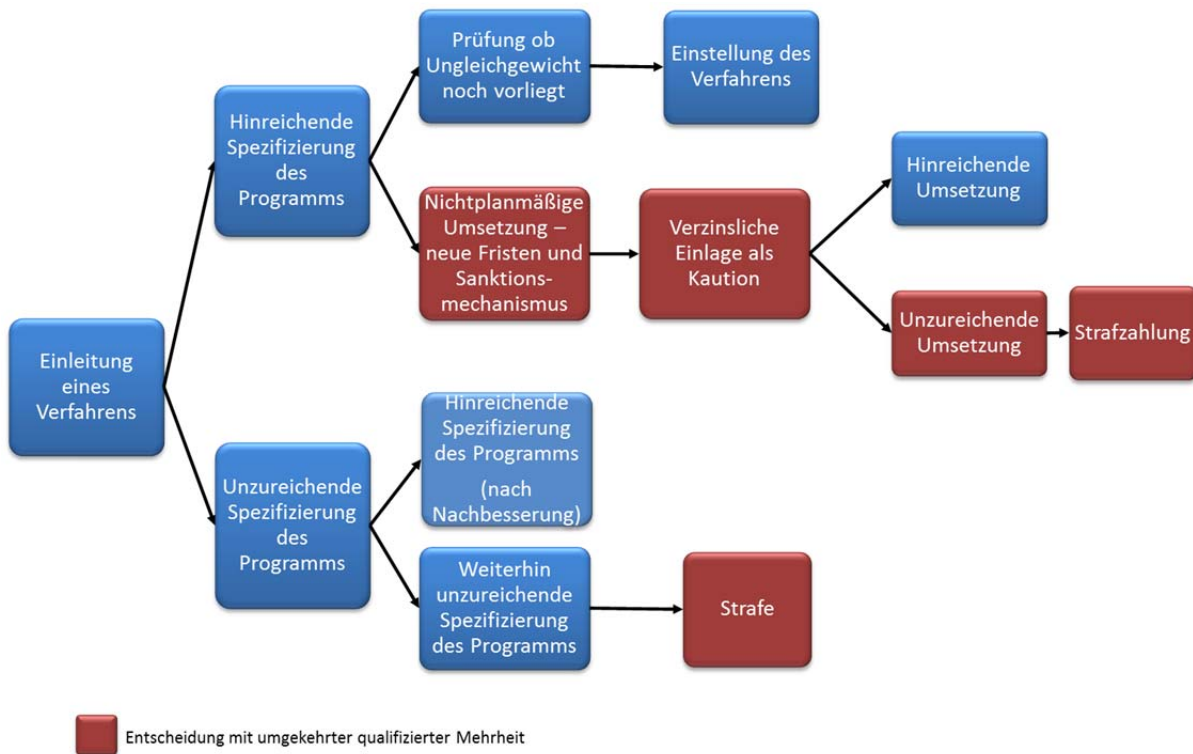
Entscheidungen über die Einleitung des Verfahrens und Entscheidungen im Verlauf des Verfahrens erfolgen grundsätzlich durch qualifizierte Mehrheit. Einzelne wichtige Schritte werden allerdings durch eine umgekehrte qualifizierte Mehrheit beschlossen, sie werden somit automatisch wirksam, sofern sie nicht durch eine qualifizierte Mehrheit außer Kraft gesetzt werden. Dies ist der Fall, wenn Schritte ergriffen werden sollen, um nationale Regierungen zu sanktionieren, die nicht hinreichend kooperieren. So werden die Entscheidungen über das Vorliegen einer Nichtbefolgung sowie die Verhängung der Strafen nach dem Prinzip der umgekehrten qualifizierten Mehrheit getroffen. Diese Vorgehensweise orientiert sich an den entsprechenden Regeln im reformierten Stabilitätspakt und

⁵⁶ Die Darstellung folgt weitgehend den Erläuterungen zum Verfahren in Europäische Kommission (2014d).

spiegelt somit die Erfahrungen mit dem offenbar unzureichenden Sanktionsmechanismus im ursprünglichen Regelwerk wider.

Abbildung 6.1:

Ablauf des Verfahrens im korrektiven Arm



Quelle: In Anlehnung an Europäische Kommission (2014d).

6.2 Beurteilung und Möglichkeiten der Weiterentwicklung

Bei der Beurteilung des korrektiven Arms des Ungleichgewichtsverfahrens geht es zum einen darum, inwieweit von dem bestehenden Mechanismus ein substanzieller Beitrag zur Vermeidung von gravierenden makroökonomischen Fehlentwicklungen erwartet werden kann und ob es Potenzial für eine Straffung des Verfahrens gibt. Zum anderen soll diskutiert werden, ob und in welcher Form eine Schärfung des korrektiven Arms ratsam ist.

Fraglich ist einmal, ob finanzielle Sanktionen, wie sie im Rahmen des korrektiven Arms des Ungleichgewichtsverfahrens vorgesehen sind, glaubwürdig sein können, ist doch zu erwarten, dass sie in der Regel Länder treffen würden, die sich bereits in wirtschaftlichen Schwierigkeiten mit entsprechenden negativen Folgen für den Staatshaushalt befinden. Es ist nämlich zweifelhaft, dass der korrektive Arm rechtzeitig in Kraft gesetzt werden kann, um ausgeprägten makroökonomischen Fehlentwicklungen so rechtzeitig zu begegnen, dass krisenhafte Anpassungsprozesse, wie sie andern-

falls schließlich zu erwarten wären, vermieden werden.⁵⁷ Ein Grund ist der lange Zeitraum, bis im Rahmen des präventiven Arms ein Ungleichgewicht diagnostiziert werden kann. Die Daten des Scoreboards beziehen sich bei der Entscheidung darüber, ob ein Ungleichgewicht übermäßig ist oder nicht, auf das vorvergangene Jahr, zum Teil ist die Verzögerung infolge der Verwendung gleitender Dreijahresdurchschnitte sogar noch länger. Angesichts der großen konzeptionellen Probleme bei der Diagnose von Ungleichgewichten dürfte zudem eine Einigung auf politischer Ebene darüber, dass in einem Land ein Ungleichgewicht vorliegt, das dringend korrekturbedürftig ist, um das reibungslose Funktionieren der Währungsunion zu gewährleisten, erst zustande kommen, wenn dies bereits in krisenhaften Erscheinungen deutlich wird. So befanden sich die Länder, für die bislang ein übermäßiges Ungleichgewicht festgestellt wurde (Spanien im Jahr 2013, Italien und Slowenien in den Jahren 2013 und 2014 sowie Kroatien im Jahr 2014), alle bereits in einem Anpassungsprozess.

Zu zusätzlichem Zeitverzug kann es dadurch kommen, dass die Kommission die Einleitung eines Verfahrens im Fall eines übermäßigen Ungleichgewichts vorschlagen und der Rat diese explizit (mit qualifizierter Mehrheit) beschließen muss. Bislang hat die Kommission in jedem Fall darauf verzichtet, die Einleitung des förmlichen Verfahrens vorzuschlagen. Vielmehr wurden die im Rahmen des präventiven Arms als Bestandteil der nationalen Reformprogramme vorgelegten Anpassungsmaßnahmen als angemessen erachtet. Für Spanien hat sich diese im Jahr 2013 getroffene Einschätzung insofern als korrekt erwiesen, als in der vertiefenden Analyse im Jahr 2014 kein übermäßiges Ungleichgewicht mehr diagnostiziert wurde. Für Slowenien wurde hingegen erneut ein übermäßiges Ungleichgewicht festgestellt. Ein übermäßiges Ungleichgewicht kann so über längere Zeit bestehen, ohne dass ein Verfahren im Rahmen des korrektiven Arms eingeleitet wird.

Weiterer Zeitbedarf ergibt sich schließlich bei der Umsetzung des Verfahrens im Fall eines übermäßigen Ungleichgewichts. Wird ein solches Verfahren eingeleitet, ist zunächst ein Maßnahmenkatalog zu erarbeiten und zu prüfen. Die im Korrekturprogramm enthaltenen Maßnahmen müssen dann umgesetzt werden, was aufgrund von Gesetzgebungsverfahren einige Zeit in Anspruch nehmen wird. Bis eine mangelnde Kooperationsbereitschaft seitens des betreffenden Landes festgestellt wird und der Sanktionsmechanismus greifen kann, dürfte beträchtliche Zeit verstreichen.

Der Zeitverzug zwischen Entstehen eines übermäßigen Ungleichgewichts und dem Greifen des korrektiven Arms könnte insofern verringert werden, als die Einleitung des formellen Verfahrens im Fall eines übermäßigen Ungleichgewichts automatisch erfolgt, wenn ein übermäßiges Ungleichgewicht festgestellt wird. Denkbar wäre, dass der korrektive Arm automatisch greift, sofern er nicht mit qualifizierter Mehrheit durch den Rat gestoppt wird, diese Entscheidung also ebenfalls mit umgekehrter qualifizierter Mehrheit getroffen wird. Dies müsste aus politischer Sicht akzeptabel sein, wird doch der Verzicht auf die Einleitung eines solchen Verfahrens gegenwärtig regelmäßig damit begründet, dass die betreffenden Länder bereits hinreichende Maßnahmen in Aussicht gestellt hätten. Trifft dies zu, würde die Vorlage eines akzeptablen Korrekturmaßnahmenprogramms keine großen zusätzlichen Anstrengungen erfordern, und auch eine forcierte Kontrolle der Umsetzung müsste unter diesen Umständen möglich sein. Allerdings könnte ein solches Vorgehen dazu führen, dass eventuelle politische Überlegungen mit dem Ziel, das für Regierungen offenbar problematische Signal einer formellen Eröffnung eines Verfahrens zu vermeiden, in die Stufe der Entscheidung über das Verdikt

⁵⁷ Der korrektive Arm könnte zwar auch dann noch Sinn machen, wenn ein Land sich Maßnahmen, die die Krisenbewältigung erleichtern würden, verschließt. Im Krisenfall wirken freilich andere Kräfte, insbesondere der Druck durch die Märkte, auf einen Abbau der Ungleichgewichte hin, oder es gelten Regeln, etwa im Rahmen des ESM, die stärkere Kontroll- und Sanktionsmechanismen beinhalten.

der vertiefenden Untersuchung verlagert wird, dass also das Urteil „übermäßiges Ungleichgewicht“ letztlich seltener gefällt wird.

Es ist darüber hinaus grundsätzlich fraglich, inwieweit ein sanktionsbewehrter korrektiver Arm zum Erfolg einer wirtschaftspolitischen Strategie zur Vermeidung oder zum Abbau von erheblichen makroökonomischen Ungleichgewichten beitragen kann. Selbst starke Sanktionsmöglichkeiten, so zeigen Analysen der konditionierten Anpassungsprogramme des Internationalen Währungsfonds (IWF), haben offenbar nur eine geringe Wirkung, wenn es nicht gelingt, die politischen Instanzen der betreffenden Länder davon zu überzeugen, dass die vorgeschlagene Politik in ihrem eigenen Interesse ist (Kasten 6.1). Ohne diese sog. Ownership ist eine erfolgreiche Reformpolitik wenig wahrscheinlich. Vorschläge, dass schon bei der Entscheidung über die Vergabe von Unterstützungsprogrammen durch den IWF verstärkt darauf geachtet werden soll, welche Länder zu einer Krisenbewältigung im Sinne des IWF bereit sind, können aber wohl nur schwerlich in das Ungleichgewichtsverfahren übertragen werden. Während der IWF mit den Programmmitteln eine starke „Belohnung“ in Aussicht stellen kann, besteht im Ungleichgewichtsverfahren kaum Anreiz zum Wohlverhalten.

Kasten 6.1:

Zum Erfolg der Konditionalität der IWF-Hilfen

Der IWF unterstützt Länder mit Krediten zu nicht marktüblichen Bedingungen, wobei die Gewährung der Kredite zumeist in Tranchen erfolgt und an Konditionen gebunden ist. Die Konditionalität soll u.a. die Rückzahlung der Kredite gewährleisten. Bei Nicht-Einhaltung der Konditionen können die Programme unterbrochen oder sogar abgebrochen werden. Die Konditionen können sich sowohl auf makroökonomische Zielgrößen als auch auf wirtschaftspolitische Handlungsempfehlungen beziehen. Mit Blick auf den korrektiven Arm des Ungleichgewichtsverfahrens könnten die Erfahrungen des IWF Aufschluss liefern, wie erfolgversprechend eine Empfehlung von Maßnahmen ist, bei deren Nicht-Beachtung negative Konsequenzen für das betroffene Land drohen.

Die Auswertung der Programmdaten des IWF ist jedoch schwierig. So wird zum einen das Nicht-Einhalten der Konditionen nicht gesondert erfasst. Zum anderen geht es nicht nur um Ja/Nein-Entscheidungen, sondern auch um graduelle Zielerreichung. Doch deuten die meisten Analysen darauf hin, dass der Anteil von Programmen, bei denen Bedingungen nicht eingehalten wurden, hoch ist. So wurden nach Angaben des IWF (2001) nur in 57 Prozent der Programme zwischen 1987–99 die Reformanforderungen vollständig erfüllt. Bei Privatisierungen lag der Anteil nur bei 45 Prozent. Dreher (2003), der Programmunterbrechungen als Proxy-Variable der Nicht-Beachtung heranzieht, schätzt den Anteil der Programme, bei denen es zu erheblichen Problemen bei der Umsetzung bzw. der Erreichung der geforderten Ziele kam, auf über 50 Prozent. Dreher (2008), der mehrere empirische Arbeiten zusammenfasst, schlussfolgert, dass die sogenannte „ownership“ durch die Konditionalität der Hilfen nicht erreicht wird.^{a,b} Dies ist besonders brisant, da „ownership“ als zentraler Aspekt beim Gelingen von Unterstützungsprogrammen gilt.^c

Die Konditionalität der IWF-Programme erscheint insgesamt nur begrenzt erfolgversprechend, da ein wesentlicher Garant des Erfolgs die (politische) Haltung des Programmlandes zu den Reformen ist und diese durch die Konditionen nur sehr wenig beeinflusst werden kann. Viele Vorschläge zur Reform der Unterstützungsprogramme sehen daher vor, diese „ex post“-Konditionalität durch eine „ex ante“-Konditionalität zu ersetzen (z.B. Meltzer 2000). Kredite werden also nur gewährt, wenn sich die Wirtschaftspolitik des Landes zuvor an gewissen Bedingungen orientiert hat.

^a„Ownership“ bedeutet, dass das betroffene Programmland die strukturellen Reformen aus eigenem Antrieb und entsprechendem Engagement im Einklang mit dem IWF verfolgt. — ^bDie Analyse von Dreher (2008) berücksichtigt noch nicht die jüngsten Reformen der IWF-Programme in den Jahren der Finanzkrise. Seither bestehen mehrere neue Varianten von Unterstützungsprogrammen mit deutlich veränderten Konditionalitäten, z.B. „Short Term Liquidity Facility“ oder „Contingent Credit Lines“ (Bird 2009). Eine Auswertung dieser Varianten und eine darauf fußende Bewertung der Konditionalität des IWF liegen noch nicht vor. — ^cVgl. Dollar und Svensson (2000) und Dreher (2006).

7 Grundlegende Überlegungen und Empfehlungen für eine Reform des Ungleichgewichteverfahrens

7.1 Anwendungsbedingungen

Das europäische Ungleichgewichteverfahren bewegt sich ordnungspolitisch im Spannungsfeld zwischen dem im EU-Vertrag verankerten Subsidiaritätsprinzip (wirtschaftspolitische Selbstverantwortung) und einer im Gemeinschaftsinteresse begründeten Abwehr destabilisierender ökonomischer Entwicklungen in einzelnen Mitgliedsländern (wirtschaftspolitische Überwachung). Sanktionsbewährte Eingriffe in die nationale Wirtschaftspolitik erfordern den Nachweis – zumindest aber eine gut begründete Plausibilisierung – dafür, dass die Unterlassung bestimmter wirtschaftspolitischer Entscheidungen in einem Mitgliedsland negativ auf die übrige Gemeinschaft in der Weise ausstrahlt, dass die Funktionsfähigkeit des gemeinsamen Marktes oder der Währungsunion gefährdet wird (systemische externe Effekte). Hierzu müssen die relevanten Übertragungskanäle sowie die systemischen Effekte konkret benannt und von solchen länderbezogenen Fehlentwicklungen abgegrenzt werden, die maßgeblich auf das jeweilige Land beschränkt bleiben.

In diesen Fällen wäre der nationalen Selbstverantwortung uneingeschränkt Vorrang einzuräumen, da alle das Subsidiaritätsprinzip konstituierenden Kriterien (Anreizkonstellation, Informationsstand, Instrumentenzugriff, demokratische Legitimierung) die Kompetenzzuordnung auf die untere Ebene verweisen. Dies schließt nicht-systemische pekuniäre „externe“ Effekte mit ein, also solche Entwicklungen in einem Mitgliedsland, die sich in Form von Preis- bzw. Mengenanpassungen grenzüberschreitend innerhalb des gemeinsamen Marktes auswirken, ohne dessen Funktionsfähigkeit zu beeinträchtigen. Solche Effekte sind im Gegenteil Merkmale normaler Marktreaktionen. Sie sind hinzunehmen, auch wenn sie auf wirtschaftspolitischen Entscheidungen beruhen, die die übrigen Mitgliedsländer für falsch halten, weil sie ihren jeweiligen nationalen Interessen entgegenstehen. Entscheidend ist allein die Gefährdung der Systemstabilität. Aus diesem Grund zielt die Konzeption des Ungleichgewichteverfahrens auf die Diagnose gravierender Strukturprobleme zur Abwendung systemischer Krisen, so dass auch eine Anwendung im Sinne einer konjunkturellen Feinabstimmung zwischen den Mitgliedstaaten weder methodisch noch inhaltlich sinnvoll wäre. Darüber hinaus gilt generell, dass jede Ausweitung der Zielsetzung des Ungleichgewichtsverfahrens seine Eignung als Krisenfrüherkennungsinstrument schwächen würde. Dies belegen Erfahrungen mit anderen supranationalen wirtschaftspolitischen Überwachungsinstanzen.

Die konsequente Ausrichtung des Ungleichgewichteverfahrens auf systemische externe Effekte rückt die Finanzsystemstabilität in den Mittelpunkt der Betrachtung. Von keinem anderen ökonomischen Teilsystem gehen auch nur annähernd vergleichbare potenzielle Übertragungseffekte aus. Dies liegt im Wesentlichen in dem auf Kreditdeckung beruhenden Geldsystem begründet, das die Zahlungssysteme anfällig macht, sobald im Bankensektor größere Wertberichtigungen vorgenommen werden müssen. Durch die enge grenzüberschreitende Verflechtung der Geschäftsbanken drohen Schieflagen typischerweise nicht auf das Land begrenzt zu bleiben, in dem diese ihren Geschäftsschwerpunkt haben. Für die Mitgliedsländer der Währungsunion ergibt sich ein zusätzliches Gemeinschaftsinteresse an der Einhegung von Ausfallrisiken im Geschäftsbankensektor und bedeutender Schuldner dadurch, dass sie gemeinschaftlich für das Kollateral im Eurosystem haften.

Unterstellt man im Rahmen eines Gedankenexperimentes, dass durch eine adäquate Regulierung des Finanzsektors sämtliche dort bislang wirksame Koordinationsdefekte (insbesondere die Aushöhlung

des Haftungsprinzips) ausgeräumt wären, so lassen sich nur schwerlich zwischenstaatliche Ansteckungseffekte vorstellen, die ein makroökonomisches Überwachungsverfahren erfordern würden. Die Überwachung der Finanzmarktstabilität, auf die sich das Ungleichgewichtsverfahren für ursachenadäquate Diagnosen und Therapievorschläge fokussieren müsste, wird aber bereits durch andere Gemeinschaftsinstitutionen wahrgenommen, die als Reaktion auf die jüngsten Finanzkrisen gestärkt wurden (Regelungen zur Bankenunion, Europäisches System der Finanzaufsicht). Dies spricht dafür, mögliche Synergien auszuloten und die Aufgaben der verschiedenen berwachungsinstitutionen klar abzugrenzen, um problematische Kompetenzüberschneidungen zu beseitigen bzw. zu verhindern.

7.2 **Schärfung der theoretischen Fundierung**

Die theoretische Fundierung des Ungleichgewichtsverfahrens wird anhand der hierzu vorliegenden Dokumente nicht klar. Dies ist auf den explizit eklektischen Ansatz zurückzuführen, der eine Interpretation der einzelnen Indikatoren in verschiedene Richtungen zulässt und kein Gesamtkonzept und auch keine in sich schlüssige Krisenerklärung erkennen lässt. Zwar sollen mit dem Scoreboard zunächst nur Signale für mögliche Fehlentwicklungen generiert werden, spätestens bei der Interpretation dieser Signale im Rahmen der eingehenden Überprüfung und der Formulierung von wirtschaftspolitischen Empfehlungen stellt sich aber die Frage nach der theoretischen Konzeption. Darüber hinaus bleibt der für das gesamte Verfahren zentrale Begriff des „makroökonomischen Ungleichgewichts“ diffus und das Konzept der „nationalen Wettbewerbsfähigkeit“ ist hochproblematisch.

Bei der Ursachenanalyse für „makroökonomische Ungleichgewichte“ kann es nicht um „makroökonomische Trends“ gehen, die „das ordnungsgeme Funktionieren der Wirtschaft“ beeinträchtigen, sondern umgekehrt darum, dysfunktionale Koordinationsmechanismen (Koordinationsdefekte) zu identifizieren, die aufgrund ihrer pervasiven (das gesamte Wirtschaftsgefüge durchdringenden) Eigenschaften symptomatisch auf die Entwicklung makroökonomischer Kennzahlen durchschlagen. Letztere sind somit Folge, nicht Ursache von „Ungleichgewichten“ im Sinne nachteiliger wirtschaftlicher Ergebnisse. Der Begriff der „makroökonomischen Trends“ suggeriert hingegen, dass es makroökonomische Erscheinungen gäbe, die aus sich selbst heraus destabilisierend wirken. Dies birgt die Gefahr, nicht die Ursachen von Fehlentwicklungen, sondern nur ihre Symptome zu bekämpfen, wodurch neue Verzerrungen im Wirtschaftsgefüge drohen. Bei dem Versuch, von makroökonomischen Groen auf Ordnungsdefekte zu schließen, muss man sich bewusst sein, dass sich diese zumeist in Strukturverwerfungen äußern, die aufgrund der Aggregation bzw. Durchschnittsbildung, die makroökonomischen Kennzahlen naturgemäß zugrunde liegt, gar nicht oder nur verzögert entdeckt werden können.

Idealtypisch müsste die Überwachung der Wirtschaftspolitik als systematisches Institutionenscreening durchgeführt werden, das Hinweise auf dysfunktionale Rahmenbedingungen für marktwirtschaftliche Koordinationsprozesse liefern könnte. Ein solches Verfahren würde unmittelbar an den Ursachen der Probleme und den Entscheidungsparametern der Wirtschaftspolitik ansetzen. Mit dem Scoreboard werden indes makroökonomische Variablen betrachtet, in denen sich unterschiedlichste Einflussgroen niederschlagen – insbesondere solche, die wirtschaftspolitisch überhaupt nicht kontrolliert werden können.

Mit dem Begriff der „nationalen Wettbewerbsfähigkeit“ fand ein Konzept Eingang in die wirtschaftspolitische Überwachung der EU, das sich nicht sinnvoll auf Wirtschaftsräume anwenden lässt und daher extrem anfällig für Fehlinterpretationen ist. Dies zeigt sich insbesondere in der über-

betonung der güterwirtschaftlichen Dimension der Leistungsbilanz und den diversen Wettbewerbsfähigkeitsindikatoren. Diese Interpretation betrachtet Volkswirtschaften aus einer einzelwirtschaftlichen Unternehmensperspektive und lässt dadurch entscheidende Anpassungsmechanismen auf den Faktormärkten unzulässigerweise unberücksichtigt. Im Kern reduziert sich der Wettbewerbsfähigkeitsbegriff auf das jeweilige Produktivitätsniveau in den Mitgliedsländern. Eine hohe Produktivität ist aber weder Voraussetzung für die Integration eines Landes in den europäischen Binnenmarkt oder in die Währungsunion, noch gehen von Produktivitätsdifferenzen systemische externe Effekte aus. Produktivitätsziele lassen sich an der mittelfristigen Wachstumsstrategie „Europa 2020“ festmachen, deren laufende Überprüfung sollte aber nicht mit den für ein Krisenfrühwarnsystem erforderlichen Indikatoren vermengt werden.

Die eigentliche Krisenanalyse bleibt in der theoretischen Fundierung des Ungleichgewichtsverfahrens unzureichend, indem sie ohne nähere Begründung auf eine mangelnde wirtschaftspolitische Koordinierung zurückgeführt führt. Der realwirtschaftliche Hintergrund von Finanzkrisen, nämlich die Herausbildung nicht-marktfähiger Wirtschaftsstrukturen in Form einer massiven Produktions- und Kapitalstockverzerrung, die wiederum durch Fehlanreize im Finanzsektor (Zinsniveauperzerrung bzw. übermäßige Kreditexpansion) hervorgerufen wird, wird nicht in systematischer Weise untersucht. Weiterentwicklungen der Scoreboard-Indikatoren sollten sich daher aus theoretischer Perspektive auf diejenigen Symptome konzentrieren, die typischerweise mit finanzwirtschaftlichen Übertreibungen einhergehen. Hierzu wäre das Scoreboard auf die Diagnose makroökonomischer Koordinationsdefekte hinsichtlich des Zinsniveaus und auf auffällige Befunde hinsichtlich der Wirtschaftsstruktur auszurichten.

7.3 Empirischer Befund und Indikatorenempfehlung

Die Indikatorenauswahl für das Scoreboard sowie die Wahl der dazugehörigen Grenzwerte sollte nicht ausschließlich mechanisch auf Basis einer empirischen Evaluierung erfolgen. Zum einen ist die für das Scoreboard zur Verfügung stehende Datenbasis recht spezifisch und relativ schmal für die Ableitung robuster Ergebnisse. Zum anderen sind die Ergebnisse der empirischen Evaluierung maßgeblich geprägt durch die jüngsten Finanzkrisen, die sich zukünftig in dieser Form nicht notwendigerweise wiederholen müssen. Deshalb ist es unerlässlich, die Indikatorenauswahl auch auf theoretische Überlegungen zu basieren und gegebenenfalls auch die Ergebnisse anderer empirischer Studien zu berücksichtigen, um das Scoreboard für die frühzeitige Identifikation von zukünftigen krisenhaften Entwicklungen auf ein möglichst breites und robustes Fundament zu stellen.

Die Indikatoren des Scoreboards können in drei Gruppen unterteilt werden. Eine Gruppe von Indikatoren ist sowohl aus theoretischer als auch aus empirischer Sicht nützlich für die frühzeitige Erkennung von krisenhaften Entwicklungen und sollte folglich im Scoreboard belassen werden. Eine zweite Gruppe von Indikatoren ist sowohl aus theoretischer Sicht als auch aus empirischer Sicht nicht nützlich für die frühzeitige Erkennung von krisenhaften Entwicklungen und sollte deshalb aus dem Scoreboard entfernt werden. Eine dritte Gruppe von Indikatoren weist aus empirischer bzw. theoretischer Sicht gewisse Schwächen auf. Diese Gruppe von Indikatoren sollte vorerst im Scoreboard belassen werden. Allerdings sollte sie zukünftig einer fortlaufenden Prüfung unterzogen werden, inwiefern sie durch geeignete Indikatoren ergänzt werden könnte oder die jeweiligen Grenzwerte einer Anpassung unterzogen werden sollten. So könnten sich beispielsweise durch eine Verbreiterung der Datenbasis neue Erkenntnisse ergeben oder aber Indikatoren verfügbar werden, die aus theoretischer Sicht äußerst nützlich sind, derzeit jedoch nicht zur Verfügung stehen.

Zur ersten Gruppe der besonders nützlichen Indikatoren zählen die realen Immobilienpreise, die Kreditvergabe an den privaten Sektor, die Verschuldung des privaten Sektors sowie die Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors. Diese Indikatoren sind aus theoretischer Sicht nützlich für die frühzeitige Erkennung von krisenhaften Entwicklungen. Zudem haben sie sich auch in anderen empirischen Studien als Frühindikatoren bewährt. Einige dieser Indikatoren haben in Verbindung mit den im Scoreboard in seiner derzeitigen Form gewählten Grenzwerten gemäß der in diesem Gutachten vorgenommenen empirischen Evaluierung zwar nur eine geringe prognostische Güte. Die empirische Evaluierung hat aber auch gezeigt, dass die prognostischen Fähigkeiten dieser Indikatoren durch eine Anpassung der Grenzwerte spürbar erhöht werden können. Deshalb wird empfohlen, die Grenzwerte für die Kreditvergabe an den privaten Sektor, die Verschuldung des privaten Sektors sowie die Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors spürbar abzusenken und sie somit restriktiver auszurichten.

Zur zweiten Gruppe der Indikatoren zählen die Arbeitslosenquote und die Lohnstückkosten. Sie besitzen weder aus theoretischer noch aus empirischer Sicht einen besonderen Nutzen für die frühzeitige Erkennung von krisenhaften Entwicklungen und sollten deshalb aus dem Scoreboard entfernt werden.

Zur dritten Gruppe von Indikatoren zählen der Leistungsbilanzsaldo, das Netto-Auslandsvermögen, der real effektive Wechselkurs und die Exportmarktanteile. Sie weisen aus theoretischer Sicht einige Schwächen auf, insbesondere sind sie anfällig für Fehlinterpretationen. Sie können dennoch nützlich für das Scoreboard sein, insbesondere wenn sie gemeinschaftlich analysiert werden. So sollte eine zunehmende Nettoauslandsverschuldung einer Volkswirtschaft mit dem Aufbau einer Produktionsbasis einhergehen, die eine zukünftige Bedienung der Auslandsverbindlichkeiten erwarten lässt. Sollte dies nicht der Fall sein und sich der Leistungsbilanzsaldo, der real effektive Wechselkurs oder die Weltmarktanteile mittelfristig nicht bessern, so könnten sich dadurch Risiken aufürmen, die letztlich auch zu einer Destabilisierung des Finanzmarktes einer Volkswirtschaft beitragen können.

Hinzu kommt, dass diesen Indikatoren in der empirischen Literatur zur frühzeitigen Erkennung von krisenhaften Entwicklungen gewisse positive Eigenschaften beigemessen werden. Die in diesem Gutachten vorgenommene empirische Evaluierung auf Basis des dem Scoreboard zugrunde liegenden Datensatzes zeigt allerdings, dass die Prognosegüte für die derzeit im Scoreboard verwendeten Grenzwerte vergleichsweise gering ist und dass sie durch die Wahl optimierter Grenzwerte verbessert werden kann. Jedoch sind die optimierten Grenzwerte zum Teil wenig plausibel und sie sind zum Teil deutlich weniger restriktiv als die bisher verwendeten Grenzwerte – würden also in der Tendenz seltener zukünftige Krisen signalisieren. Dies widerspräche jedoch dem Grundgedanken des Scoreboards, bei dem es im Kern gerade darum geht, möglichst viele krisenhafte Entwicklungen frühzeitig zu signalisieren – wenngleich die Anzahl der Fehler 2. Art (also das Signalisieren einer Krise, wenn keine Krise eintritt) möglichst gering gehalten werden sollte. Vor diesem Hintergrund wird empfohlen, diese Indikatoren vorerst mit den derzeit verwendeten Grenzwerten im Scoreboard zu belassen, sie aber einer fortlaufenden Prüfung zu unterziehen. Auch die Staatsverschuldung fällt in diese dritte Gruppe von Indikatoren, weist sie doch aus empirischer Sicht eher schwache prognostische Fähigkeiten auf. Dieser Indikator sollte jedoch im Scoreboard belassen werden, da eine übermäßig hohe Staatsverschuldung destabilisierend auf den Finanzmarkt wirken und die Funktionsfähigkeit der Wirtschafts- und Währungsunion gefährden kann. Der bisher verwendete Grenzwert steht im Einklang mit den Maastricht-Kriterien und sollte deshalb beibehalten werden.

Wir empfehlen darüber hinaus, das Scoreboard um zusätzliche Indikatoren zu erweitern. In diesem Gutachten wurden drei Indikatoren, die Abweichung des kurzfristigen Zinses vom natürlichen Zins,

die realen Aktienkurse sowie ein sektorales Konzentrationsmaß für Investitionen, die aus theoretischer Sicht besonders nützlich für die frühzeitige Erkennung von krisenhaften Entwicklungen sind, empirisch evaluiert. Alle drei Indikatoren weisen bessere prognostische Eigenschaften auf als zehn der elf bisher im Scoreboard verwendeten Indikatoren. Zudem decken diese Indikatoren Bereiche ab, die für die frühzeitige Erkennung von krisenhaften Entwicklungen von großer Bedeutung sein können, in der derzeitigen Zusammensetzung des Scoreboards aber nur unzureichend abgedeckt werden. So stellen lang anhaltende ausgeprägte Abweichungen des kurzfristigen Zinses vom natürlichen Zins eine ernsthafte Bedrohung für die Stabilität einer Volkswirtschaft dar.⁵⁸ Das expansive monetäre Umfeld muss sich jedoch nicht zwangsläufig in einem unverhältnismäßig starken Anstieg der realen Immobilienpreise äußern – so wie es in den jüngsten Finanzkrisen vielerorts der Fall war und durch das Scoreboard in seiner jetzigen Form identifiziert werden könnte –, sondern kann sich auch in anderen Bereichen einer Volkswirtschaft bemerkbar machen. Welche Bereiche dies sind, ist jedoch nur schwer absehbar. Deshalb sollte das Scoreboard versuchen, auf ein lang anhaltendes expansives monetäres Umfeld hinzuweisen und diesen Indikator beinhalten. In diesem Zusammenhang ist auch naheliegend, die realen Aktienkurse als alternative Vermögenspreisklasse zu den realen Immobilienpreisen in das Scoreboard zu integrieren. Ferner kann sich die Fehlallokation von Kapital in einer Erhöhung der Investitionskonzentration in bestimmten Wirtschaftsbereichen bemerkbar machen. Auch diese Gefahr für die Stabilität einer Volkswirtschaft ist bisher nur unzureichend im Scoreboard abgedeckt. Die spezifische Ausgestaltung dieser Indikatoren sollte einer näheren Prüfung unterzogen werden. Vermutlich ließe sich dadurch auch die Prognosegüte dieser Indikatoren noch einmal merklich verbessern. Für den Indikator der Investitionskonzentration, der eigens für dieses Gutachten entwickelt wurde, wird ferner eine vertiefende Analyse angeregt, da mit der Ausgestaltung eines solchen Indikators recht wenig Erfahrungswerte bestehen und die empirische Evaluierung dieses Indikators in diesem Gutachten auf einer recht schmalen Datenbasis beruht.

Die empirische Evaluierung hat auch gezeigt, dass eine bisher nicht verwendete Transformation der Indikatoren – die Abweichung eines Indikators von seiner trendmäßigen Entwicklung – die Prognosegüte der Indikatoren spürbar verbessern kann. Dies trifft insbesondere auf die realen Immobilienpreise zu, aber auch auf die private Verschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Es wird deshalb empfohlen, diese Transformation für ausgewählte Indikatoren des Scoreboards in Betracht zu ziehen. Darüber hinaus hat die empirische Evaluierung gezeigt, dass sich durch die Kombination von Indikatoren die Prognosegüte zum Teil spürbar verbessern lässt, auch wenn die in diesem Gutachten vorgenommene Optimierung zum Teil zu wenig plausiblen Grenzwerten geführt hat. Es wird deshalb angeregt zu überprüfen, ob die Aufnahme kombinierter Indikatoren grundsätzlich in die Systematik des Scoreboards passen würde. Sollte dies der Fall sein, so sollten weiterreichende Anstrengungen unternommen werden, um kombinierte Indikatoren abzuleiten, die einerseits eine sehr hohe prognostische Güte aufweisen und andererseits mit plausiblen Grenzwerten einhergehen.

Schließlich wird angeregt, die für die Weiterentwicklung des Scoreboards notwendige Datenbasis zu verbreitern. So stehen für einige der Indikatoren, die aus theoretischer Sicht von besonderer Bedeutung sind, wie z.B. Indikatoren für das Ausmaß der Fristentransformation im Finanzsektor oder für die sektorale Kreditkonzentration, gar keine oder nur sehr wenige Daten zur Verfügung. Zudem beruht die

⁵⁸ In Abschnitt 4.8.2 wird ausführlicher erläutert, dass eine längerfristige Abweichung des kurzfristigen Zinses vom natürlichen Zins auch dann Auftreten kann, wenn die Zentralbank mit ihrer Geldpolitik in angemessener Weise ihrem aktuellen Mandat folgt. Folglich würde sich als mögliche wirtschaftspolitische Option daher nicht notwendigerweise eine Änderung der geldpolitischen Ausrichtung ergeben, sondern beispielsweise das Ergreifen angemessener makroprudenzieller Maßnahmen. Vgl. dazu auch das vom IfW (2013) für das Bundesministerium der Finanzen erstellte Gutachten „Finanz- und Wirtschaftspolitik bei einer anhaltenden monetären Expansion“.

Evaluierung der Indikatoren des Scoreboards auf nur vergleichsweise wenigen Daten. Sollte die empirische Evaluierung zukünftig ein regelmäßiger Bestandteil bei der Weiterentwicklung des Scoreboards sein und die Grenzwerte verstärkt auf der Basis empirischer Analysen angepasst werden, so müsste die Datenbasis für die im Scoreboard verwendeten Indikatoren gestärkt werden oder es sollte, wenn möglich, auf Indikatoren zurückgegriffen werden, die für längere Zeiträume zur Verfügung stehen.

7.4 Verfahrenskritik

Der präventive Arm des Ungleichgewichtsverfahrens bringt vor allem vor dem Hintergrund der diffusen Definition eines „makroökonomischen Ungleichgewichts“ Probleme mit sich. Insbesondere besteht die Gefahr, Entwicklungen, die lediglich auf ein schwaches Potenzialwachstum oder eine konjunkturelle Schwäche zurückzuführen sind, mit makroökonomischen Fehlentwicklungen, die im Sinne des Ungleichgewichtsverfahrens das Gemeinschaftsinteresse in der Europäischen Union berühren, zu verwechseln. Abgesehen davon ist das Verfahren insofern sachgerecht, als dass relevante Fragen aus unterschiedlichen Perspektiven beleuchtet und so auf eine breitere Informationsbasis gestellt werden können. Insbesondere der Rückkopplungsprozess mit den nationalen Regierungen der betroffenen Länder und Konsultationen mit unabhängigen Experten verschiedener Richtung, geben den Frühwarnberichten und den vertiefenden Analysen eine informative Note. Allerdings sollte die Kommission ihre Entscheidungen über die Erstellung einer vertiefenden Analyse und die sich daraus ergebende Einstufung auf der Ungleichgewichtsskala besser kommunizieren. Hilfreich wäre insbesondere eine systematische Auseinandersetzung mit der Frage, auf welche Weise die diagnostizierten Fehlentwicklungen letztlich das Funktionieren der Währungsunion beeinträchtigen oder sogar ihren Bestand gefährden könnten.

Die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen ist der Erfahrung nach ein weiterer kritischer Punkt des Ungleichgewichtsverfahrens. So wurde nur ein kleiner Teil der Empfehlungen von den einzelnen Ländern substantiell angegangen oder vollständig umgesetzt. Des Weiteren zeigen Erfahrungen anderer Institutionen, dass ein makroökonomischer Überwachungsmechanismus in der Praxis mit erheblichen Schwächen behaftet ist. Zwar wurde vereinzelt auf Fehlentwicklungen hingewiesen, die entscheidenden Ungleichgewichte, die sich ex post als treibende Kräfte der Finanzkrisen herausgestellt haben, blieben jedoch weitgehend unberücksichtigt. Vor diesem Hintergrund sollte sichergestellt werden, dass einmal angemahnte Fehlentwicklungen stets nachverfolgt werden und detailliert darüber berichtet wird.

Das Ungleichgewichtsverfahren ist daraufhin angelegt, ausgeprägte makroökonomische Fehlentwicklungen rechtzeitig zu erkennen und zu begegnen, so dass krisenhafte Anpassungsprozesse verhindert werden. Ob der korrektive Arm diese Aufgabe in vollem Umfang erfüllen kann, ist äußerst zweifelhaft. Zum einen ist die Zeitverzögerung zur Erkennung eines Ungleichgewichts beträchtlich und die konzeptionelle Ausgestaltung zur Diagnose von Ungleichgewichten diffus. So dürfte ein politischer Konsens über ein länderspezifisches korrekturbedürftiges Ungleichgewicht erst dann vorliegen, wenn dies sich bereits in einer Krise materialisiert hat. Darüber hinaus dürfte selbst bei einer Einigung über eine korrekturbedürftige Fehlentwicklung angesichts unterschiedlicher Entscheidungsinstanzen und eines starren Abstimmungsmechanismus so viel Zeit vergehen, dass der korrektive Arm zu spät greift.

In dem Maße, wie das Ungleichgewichtsverfahren dazu beiträgt, auf wirtschaftspolitische Fehler im Sinne einer gegenseitigen Überprüfung aufmerksam zu machen („peer review“), kann es Lernprozesse

in nützlicher Weise unterstützen. Ob eine solche Außensicht tatsächlich Aspekte zu Tage fördern kann, die in dem jeweils betroffenen Land selbst noch nicht entdeckt worden sind, mag zwar unwahrscheinlich sein, sie kann aber möglicherweise helfen, den Fokus der Politik stärker auf makroökonomische Fehlentwicklungen zu lenken und die Akzeptanz für Gegenmaßnahmen zu erhöhen. Typischerweise ist es so, dass sich die wirtschaftspolitischen Instanzen durchaus der relevanten Unzulänglichkeiten bewusst sind, aufgrund politischer Rücksichten (z.B. Diskrepanz zwischen Wirkungsverzögerung und Wahlzyklen) die notwendigen Entscheidungen jedoch zurückgestellt werden. Dies wirft die Frage auf, wie diese Hemmnisse überwunden werden können, inwiefern also auch für kurzfristig unpopuläre Maßnahmen bei den nationalen politischen wie administrativen Entscheidungsträgern ein „Ownership“ hergestellt werden kann. Während im Falle von IWF-Programmen mit dem Entzug von Kreditlinien ein Drohpotenzial besteht, sind die entsprechenden Anreize im Rahmen des Ungleichgewichteverfahrens wesentlich schwächer. Letztlich geht es auf europäischer Ebene um die Wahrung des Gemeinschaftsinteresses (Systemstabilität), ein Fehlverhalten eines Mitgliedslandes würde also hinsichtlich der negativen Konsequenzen nicht auf das Land selbst beschränkt bleiben. Die im Verfahren vorgesehenen Sanktionen sind angesichts der möglichen Schäden als vernachlässigbar einzustufen. Darüber hinaus sind sie im Falle von finanzpolitischen Versäumnissen (Überschuldungsgefahr eines Mitgliedslandes) kaum glaubwürdig.

Schließlich besteht für jedes an einem Kennzahlensatz (Scoreboard) aufsetzenden Verfahren das Problem, dass die quantitativ-formale Erfüllung der Kennzahlen die damit bezweckten materiellen Ziele in den Hintergrund drängt (Goodhart's Law) und insofern das Scoreboard seine Aussagefähigkeit im Zeitablauf einbüßen könnte. Dies spricht dafür, das Scoreboard – wie das Verfahren insgesamt – permanent zu evaluieren. Das unabhängige Evaluierungsbüro des IWF könnte hierfür ein Beispiel sein.

Literatur

- Alessi, L., und C. Detken (2011). Quasi real time early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity. *European Journal of Political Economy* 27 (3): 520–533.
- Babecký, J., T. Havránek, J. Matějů, M. Rusnák, K. Šmídková und B. Vašíček (2012a). Banking, debt and currency crises: early warning indicators for developed countries. Working Paper Series 1485. European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Babecký, J., T. Havránek, J. Matějů, M. Rusnák, K. Šmídková und B. Vašíček (2012b). Leading indicators of crisis incidence: evidence from developed countries. Working Paper Series 1486. European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Bank of England (2013). *Financial Stability Report*. November. London.
- Barrell, R., E.P. Davis, D. Karim und I. Liadze (2010). Bank regulation, property prices and early warning systems for banking crises in OECD countries. *Journal of Banking and Finance* 34 (9): 2255–2264.
- Beckmann, D., L. Menkhoff und K. Sawischlewski (2006). Robust Lessons About Practical Early Warning Systems. *Journal of Policy Modelling* 28: 163–193.
- Berti, K., M. Salto und M. Lequien (2012). An early-detection index of fiscal stress for EU countries. European Economy. Economic Papers 475. European Commission, Brüssel.
- Bezemer, D.J. (2009). “No One Saw This Coming”: Understanding Financial Crisis Through Accounting Models. MPRA Paper 15892. Via Internet (19. Juni 2014) <<http://mpa.ub.uni-muenchen.de/15892/>>.
- Bird, G. (2009). Reforming IMF Conditionality. From “streamlining” to “major overhaul”. *World Economics* 10 (3): 81–104.
- Borio, C., und M. Drehmann (2009). Assessing the Risk of Banking Crises – Revisited. *BIS Quarterly Review* (March): 29–46.
- Borio, C., und P. Lowe (2002). Assessing the Risk of Banking Crises. *BIS Quarterly Review* (December): 43–54.
- Bosch, A., und R. Veit (1966). *Theorie der Geldpolitik*. Walter Eucken Institut, Wirtschaftswissenschaftliche und wirtschaftsrechtliche Untersuchungen. Band 3. Tübingen.
- Bussiere, M. (2013). In Defense of Early Warning Signals. Banque De France Working Paper 420. Paris.
- Bussiere, M., und M. Fratzscher (2006). Towards a New Early Warning System of Financial Crises. *Journal of International Money and Finance* 25 (6): 953–973.
- Dabrowski, M. (2006). Rethinking Balance-of-Payments Constraints in a Globalized World. CASE Network Studies and Analyses 330 (August 2006). Via Internet (26. Februar 2015) <<http://mpa.ub.uni-muenchen.de/11962/>>.
- Detragiache, E., und A. Spilimbergo (2001). Crises and Liquidity – Evidence and Interpretation. IMF Working Paper 01/2. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Deutsche Bank (2011). Makroökonomische Koordinierung: Was kann ein Scoreboard-Ansatz leisten? EU-Monitor 78. Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2013a). Monatsbericht. Februar. Via Internet (19. Juni 2014) <http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichte/2013/2013_02_monatsbericht.pdf?__blob=publicationFile>.
- Deutsche Bundesbank (2013b). *Finanzstabilitätsbericht*. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2014). *Geschäftsbericht 2013*. Frankfurt am Main.
- Dollar, D., und J. Svensson (2000). What Explains the Success or Failure of Structural Adjustment Programs? *Economic Journal* 110 (466): 894–917.
- Dreger, C., und K.A. Kholodilin (2013). An Early Warning System to Predict Speculative House Price Bubbles. *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal* 7 (2013-8): 1–26.

- Dreher, A. (2003). The Influence of Elections on IMF Program Interruptions. *The Journal of Development Studies* 39 (6): 101–120.
- Dreher, A. (2006). IMF and economic growth: the effects of programs, loans, and compliance with conditionality. *World Development* 34 (5): 769–788.
- Dreher, A. (2008). IMF Conditionality: Theory and Evidence. KOF Working Paper 188. Zürich.
- Eucken, W. (1990). *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*. 6. Aufl. Tübingen.
- Europäische Kommission (2006). The EU economy: 2006 review. European Economy No. 6. Via Internet (15. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication425_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2010). EUROPA 2020. Eine Strategie für intelligentes, nachhaltiges und integratives Wachstum. Kom(2010) 2020, 3. März. Via Internet (18. Juni 2014) <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:2020:FIN:DE:PDF>>.
- Europäische Kommission (2012a). Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances. Occasional Papers 92. Brüssel.
- Europäische Kommission (2012b). Macroeconomic Imbalances France 2012. Occasional Papers 105. Juli. Via Internet (18. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp105_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2012c). Macroeconomic Imbalances Italy 2012. Occasional Papers 107. April. Via Internet (18. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp107_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2012d). Macroeconomic Imbalances Finland 2012. Occasional Papers 104. Juli. Via Internet (18. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp104_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2012e). Following in-depth reviews, Commission calls on Member States to tackle macroeconomic imbalances. MEMO/12/388 30/05/2012. Via Internet (19. Juni 2014) <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-388_en.htm>.
- Europäische Kommission (2012f). Alert Mechanism Report 2012. Memo COM(2012) 68. Via Internet (18. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/alert_mechanism_report_2012_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2012g). Alert Mechanism Report 2013. Memo COM(2012) 751. Via Internet (18. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/alert_mechanism_report_2012-11_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2013a). Refining the MIP Scoreboard – Technical Changes to the Scoreboard and Auxiliary Indicators. Commission Staff Working Document, 13. November. Brüssel.
- Europäische Kommission (2013b). Alert Mechanism Report 2014. Memo COM(2012) 790. Via Internet (18. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2014/amr2014_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2013c). Commission concludes in-depth reviews as part of the Macroeconomic Imbalance Procedure. MEMO/13/322 10/04/2013. Via Internet (19. Juni 2014) <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-322_en.htm?locale=en>.
- Europäische Kommission (2013d). Macroeconomic Imbalances Italy 2013. Occasional Papers 138. April. Via Internet (18. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp138_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2013e). Macroeconomic Imbalances Finland 2013. Occasional Papers 135. April. Via Internet (19. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp135_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2013f). Macroeconomic Imbalances Luxembourg 2014. Occasional Papers 140. April. Via Internet (19. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/op140_en.htm>.

- Europäische Kommission (2013g). Strengthening the Social Dimension of the Economic and Monetary Union. Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. COM (2013) 690 provisoire. Brussels: 2.10.2013. Via Internet (28. August 2014) <http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/archives/2013/10/pdf/20131002_1-emu_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2014a). Memo zur „wirtschaftspolitischen Steuerung der EU“. Via Internet (17. Juni 2014) <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-979_de.htm>.
- Europäische Kommission (2014b). Commission concludes in-depth reviews of 17 Member States to check for macroeconomic imbalances. MEMO/14/158. 4. März. Via Internet (18. Juni 2014) <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-158_en.htm>.
- Europäische Kommission (2014c). Results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances. Via Internet (19. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/2014-03-05_indepth_reviews_communication_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2014d). The MIP Framework. Via Internet (18. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/mip_framework/index_en.htm>.
- Europäische Kommission (2014e). Macroeconomic Imbalances Italy 2014. Occasional Papers 182. April. Via Internet (19. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/pdf/ocp182_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2014f). Macroeconomic Imbalances Finland 2014. Occasional Papers 177. March. Via Internet (19. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/pdf/ocp177_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2014g). Macroeconomic Imbalances Luxembourg 2014. Occasional Papers 183. März. Via Internet (19. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/pdf/ocp183_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2014h). Macroeconomic Imbalances Netherlands 2014. Occasional Papers 178. Juli. Via Internet (19. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/pdf/ocp185_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2014i). Makroökonomische Ungleichgewichte Deutschland 2014. Via Internet (19. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/pdf/swd_174.pdf>.
- Europäische Kommission (2014j). Macroeconomic Imbalances France 2014. Occasional Papers 178. März. Via Internet (19. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/pdf/ocp178_en.pdf>.
- Europäisches Parlament (2014). Country Specific Recommendations (CSRs) for 2013 and 2014 – A comparison and an overview of implementation. Directorate-General for Internal Policies – Economic Governance Support Unit (EGOV). Via Internet (19. Juni 2014) <<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201406/20140605ATT85107/20140605ATT85107EN.pdf>>.
- Feldstein, M. (2005). Monetary Policy in a Changing International Environment: The Role of Capital Flows. NBER Working Paper 11856. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Feldstein, M., und C. Horioka (1980). Domestic Saving and International Capital Flows. *Economic Journal* 90: 314–329.
- Fetter, F.A. (1914). Interest Theories, Old and New. *American Economic Review* 4 (1) (March 1914).
- Friedman, M., und A.J. Schwartz (1963). *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton.
- Garnier, G, A Gburzynska, E. György, M. Mathé, D. Prammer, S. Ruà and A. Skonieczna (2014). Recent Reforms of Tax Systems in the EU: Good and Bad News. EU Commission WORKING PAPER N.39 – 2013. Luxemburg.
- Garrison, R.W. (2001). Time and Money – The macroeconomics of capital structure. London.

- Granger, C.W.J. (1998). Extracting information from mega-panels and high-frequency data. *Statistica Neerlandica* 52 (3): 258–272.
- Groll, D., und B. van Roye (2011). Price competitiveness divergence in the euro area: The level matters! Kiel Policy Brief 24. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Hayek, F.A. (1931). *Prices and Production*. New York.
- Hayek, F.A. (1941). *The Pure Theory of Capital*. London.
- Hayek, F.A. (1945). The Use of Knowledge in Society. *American Economic Review* 35 (4): 519–530.
- Hellwig, M. (1998). Systemische Risiken im Finanzsektor. Sonderforschungsbereich 504. Universität Mannheim. Via Internet (26. Februar 2015) <<https://www.coll.mpg.de/sites/www.coll.mpg.de/files/text/Syst%20Risk%201998.pdf>>.
- Horwitz, S. (2000). *Microfoundations and Macroeconomics – An Austrian perspective*. London.
- Huerta de Soto, J. (2012). *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*. 3rd Ed. Auburn/Alabama: Ludwig van Mises Institute.
- IEO (Independent Evaluation Office of the IMF) (2011). IMF Performance in the Run-Up to the Financial and Economic Crisis – IMF Surveillance 2004–07. Via Internet (15. Juni 2014) <[http://www.ieso-imf.org/ieso/files/completedevaluations/crisis-%20main%20report%20\(without%20moises%20signature\).pdf](http://www.ieso-imf.org/ieso/files/completedevaluations/crisis-%20main%20report%20(without%20moises%20signature).pdf)>.
- IfW (Institut für Weltwirtschaft, Prognose-Zentrum) (2013). Finanz- und Wirtschaftspolitik bei einer anhaltenden monetären Expansion. Gutachten erstellt im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen. Juli 2013. Kiel.
- IWF (Internationaler Währungsfonds) (1999). *External Evaluation of IMF Surveillance – Report by a Group of Independent Experts*. Washington, D.C.
- IWF (Internationaler Währungsfonds) (2001). *Structural Conditionality in Fund-Supported Programs*. Washington, D.C.
- Kaminsky, G.L., S. Lizondo und C.M. Reinhart (1998). Leading Indicators of Currency Crises. *Staff Papers – International Monetary Fund* 45 (1): 1–48.
- Klär, E. (2013). Potential Economic Variables and Actual Economic Policies in Europe. *Intereconomics* 48 (1): 33–40.
- Knedlik, T. (2012). The European Commission’s Scoreboard of Macroeconomic Imbalances – The Impact of Preferences on an Early Warning System. IWH Discussion Papers 10. Halle Institute for Economic Research.
- Knedlik, T., und G. von Schweinitz (2012). Macroeconomic Imbalances as Indicators for Debt Crises in Europe. *Journal of Common Market Studies* 50 (5): 726–745.
- Kooths, S. (2013). Wirtschaftspolitik mit Weitwinkel. *Frankfurter Allgemeine Zeitung* („Ordnung der Wirtschaft“) 27 (1. Februar 2013): 12.
- Kooths, S. (2014). „Unsere“ aktive Leistungsbilanz. IfW-Fokus 159. Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (26. Februar 2015) <<https://www.ifw-kiel.de/medien/fokus/2014/ifw-fokus-159>>.
- Kooths, S., und B. van Roye (2012). Nationale Geldschöpfung im Euroraum: Mechanismen, Defekte, Therapie. Kieler Diskussionsbeiträge 508/509. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Krugman, P.R. (1994). Competitiveness: A Dangerous Obsession. *Foreign Affairs* 73 (2 Mar.–Apr.): 28–44.
- Krugman, P.R. (1996). Making sense of the competitiveness debate. *Oxford Review of Economic Policy* 12 (3): 17–24.
- Lachmann, L.M. (1956). *Capital and its Structure*. Kansas City.
- Laeven, L., und F. Valencia (2012). Systemic Banking Crises Database: An Update. IMF Working Paper 12/163. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Laeven, L., und F. Valencia (2013). Systemic Banking Crises Database. *IMF Economic Review* 61 (2): 225–270.
- Lewin, P. (1999). *Capital in Disequilibrium – The Role of Capital in a Changing World*. London.

- Manasse, P., und N. Roubini (2009). "Rules of Thumb" for Sovereign Debt Crises. *Journal of International Economics* 78 (2): 192–205.
- Manasse, P., N. Roubini und A. Schimmelpfennig (2003). Predicting Sovereign Debt Crises. IMF Working Paper 03/221. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Mises, L. v. (1953). *The Theory of Money and Credit*. New Haven.
- Mises, L. v. (1998). *Human Action: A Treatise on Economics. The Scholar's Edition*. Ludwig von Mises Institute, Auburn.
- Pescatori, A., und A.N.R. Sy (2004). Debt Crises and the Development of International Capital Markets. IMF Working Paper 04/44. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Pisani-Ferry, J., A. Sapir und G. Wolff (2011). An evaluation of IMF surveillance of the euro area. Breugel Blueprint Series XIV. Via Internet (15. Juni 2014) <<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/629-an-evaluation-of-imf-surveillance-of-the-euro-area/>>.
- Reinhart, C.M., und K.S. Rogoff (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton.
- Sachverständigenrat (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) (2012). Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland. Jahresgutachten 2012/13. Via Internet (19. Juni 2014) <<http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/jahresgutachten-2012-20130.html>>.
- Sinn, H.-W., und T. Wollmershäuser (2011). Target-Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. NBER Working Paper 17626. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Taylor, J.B. (2012). Getting off track – How government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis. Stanford.
- Whelan, K. (2010). EU Economic Governance: Less Might Work Better Than More. UCD Centre for Economic Research Working Paper 10/41. Dublin.
- Wicksell, K. (1936). *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*. London.
- Yaniz Igal, J. (2006). The Spanish housing market: are we in for a soft landing? ECOFIN Country Focus 3(1). Via Internet (15. Juni 2014) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication1347_en.pdf>.
- Zhu, H. (2005). The importance of property markets for monetary policy and financial stability. BIS Working Papers 21. Bank for International Settlements, Basel.

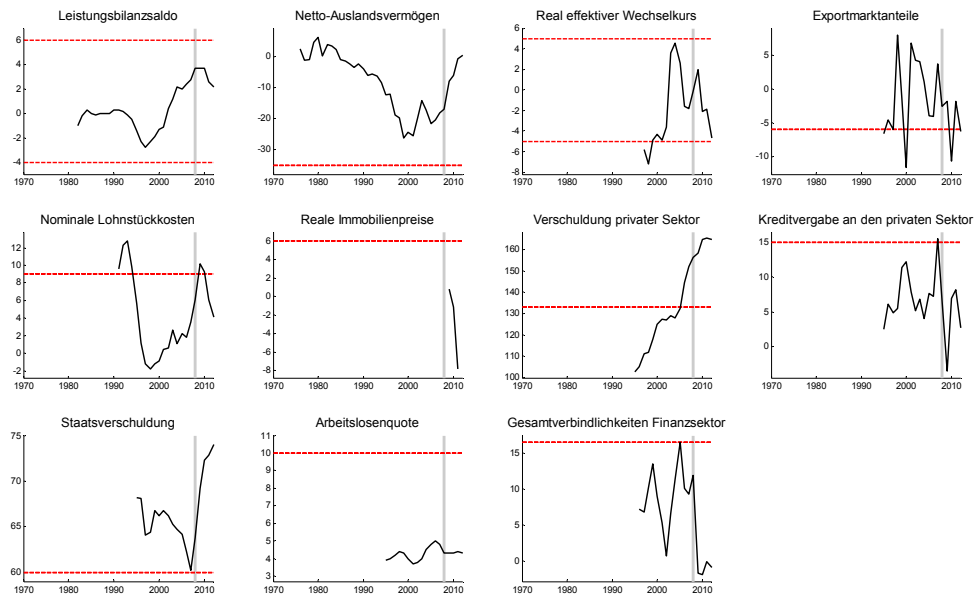
Anhang A

Tabelle A1:

Scoreboard-Datenbank der EU-Kommission

		Leistungsbilanzsaldo	Exportmarktanteile	Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors	Staatsverschuldung	Reale Immobilienpreise	Nominale Lohnstückkosten	Netto-Auslandsvermögen	Kreditvergabe an den privaten Sektor	Verschuldung des privaten Sektors	Real effektiver Wechselkurs	Arbeitslosenquote	Summe
Österreich	Start der Reihe	1982	1995	1996	1995	2009	1991	1976	1995	1995	1997	1995	
	Beobachtungen	31	18	17	18	3	22	37	18	18	16	18	216
Belgien	Start der Reihe	1997	2001	1995	1995	2001	1998	2002	1994	1994	1997	1995	
	Beobachtungen	16	12	18	18	12	15	11	19	19	16	18	174
Bulgarien	Start der Reihe	1993	1995	2001	1997	2009	1998	1998	2001	2000	1997	2002	
	Beobachtungen	20	18	12	16	4	15	15	12	13	16	11	152
Kroatien	Start der Reihe	2001	2001	2002	2008	2001	1999	1998	2002	2002	2002	2002	
	Beobachtungen	12	12	11	5	12	14	15	11	11	11	11	125
Zypern	Start der Reihe	1997	1996	1996	1995	2006	1998	2002	1995	1995	1997	2002	
	Beobachtungen	16	17	17	18	7	15	11	18	18	16	11	164
Tschechien	Start der Reihe	1995	1995	1995	1995	2009	1996	1993	1995	1994	1997	2000	
	Beobachtungen	18	18	18	18	4	17	20	18	19	16	13	179
Dänemark	Start der Reihe	1973	1995	1995	1995	2001	1993	1971	1994	1994	1997	1995	
	Beobachtungen	40	18	18	18	12	20	42	19	19	16	18	240
Estland	Start der Reihe	1995	1995	1995	1995	2006	1998	1996	1995	1994	1997	1999	
	Beobachtungen	18	18	18	18	7	15	17	18	19	16	14	178
Finnland	Start der Reihe	1977	1995	1996	1995	2001	1978	1975	1995	1995	1997	1995	
	Beobachtungen	36	18	17	18	12	35	38	18	18	16	18	244
Frankreich	Start der Reihe	1996	1995	1996	1995	2001	1970	1994	1995	1995	1997	1995	
	Beobachtungen	17	18	17	18	12	43	19	18	18	16	18	214
Deutschland	Start der Reihe	1973	1995	1996	1995	2001	1994	1971	1995	1995	1997	1995	
	Beobachtungen	40	18	17	18	12	19	42	18	18	16	18	236
Griechenland	Start der Reihe	1997	1995	1996	1995	2006	2003	1998	1995	1995	1997	1995	
	Beobachtungen	16	18	17	18	7	10	15	18	18	16	18	171
Ungarn	Start der Reihe	1995	1995	1990	1995	2008	1998	1997	1991	1991	1997	1998	
	Beobachtungen	18	18	23	18	5	15	16	22	22	16	15	188
Irland	Start der Reihe	1997	1995	2002	1995	2001	2001	1997	2002	2001	1997	1995	
	Beobachtungen	16	18	11	18	12	12	16	11	12	16	18	160
Italien	Start der Reihe	1982	1995	1996	1995	2001	1995	1997	1995	1995	1997	1995	
	Beobachtungen	31	18	17	18	12	18	16	18	18	16	18	200
Lettland	Start der Reihe	1994	1995	1996	1995	2007	2003	1995	1995	1995	1997	2000	
	Beobachtungen	19	18	17	18	6	10	18	18	18	16	13	171
Litauen	Start der Reihe	1995	1995	1996	1995	2007	2003	1996	1995	1995	1997	2000	
	Beobachtungen	18	18	17	18	6	10	17	18	18	16	13	169
Luxemburg	Start der Reihe	1997	1996	2007	1995	2001	1998	2002	2006	2006	1997	1995	
	Beobachtungen	16	17	6	18	12	15	11	7	7	16	18	143
Malta	Start der Reihe	1997	1996	2005	1995	2001	2003	1995	2004	2004	1997	2002	
	Beobachtungen	16	17	8	18	12	10	18	9	9	16	11	144
Niederlande	Start der Reihe	1973	1995	1991	1995	2001	1998	1986	1990	1990	1997	1995	
	Beobachtungen	40	18	22	18	12	15	27	23	23	16	18	232
Polen	Start der Reihe	1996	1995	1996	1995	2008	2007	1994	1995	1995	1997	1999	
	Beobachtungen	17	18	17	18	5	6	19	18	18	16	14	166
Portugal	Start der Reihe	1997	1995	1996	1995	2001	1998	1996	1995	1995	1997	1995	
	Beobachtungen	16	18	17	18	12	15	17	18	18	16	18	183
Rumänien	Start der Reihe	1993	1997	1999	1995	2009	2002	1990	1998	1998	1997	1999	
	Beobachtungen	20	16	14	18	4	11	23	15	15	16	14	166
Slovakei	Start der Reihe	1996	1995	1996	1995	2006	1998	1994	1995	1995	1997	1997	
	Beobachtungen	17	18	17	18	7	15	19	18	18	16	16	179
Slovenien	Start der Reihe	1996	1995	2002	1995	2004	1998	1999	2001	2001	1997	1997	
	Beobachtungen	17	18	11	18	9	15	14	12	12	16	16	158
Spanien	Start der Reihe	1992	1995	1990	1995	2006	2003	1992	1981	1980	1997	1995	
	Beobachtungen	21	18	23	18	7	10	21	32	33	16	18	217
Schweden	Start der Reihe	1996	1995	1996	1995	2001	1996	1997	1995	1995	1997	1995	
	Beobachtungen	17	18	17	18	12	17	16	18	18	16	18	185
Großbritannien	Start der Reihe	1973	1995	1990	1995	2001	1996	1971	1987	1987	1997	1995	
	Beobachtungen	40	18	23	18	12	17	42	26	26	16	18	256
Summe Beobachtungen		619	487	457	489	249	451	592	488	493	443	442	5210

Abbildung A1: Österreich



Anmerkungen: schwarz: Indikator; rot: Scoreboard Grenzwerte; grau hinterlegt: 1. Krisenjahr.

Abbildung A2: Belgien

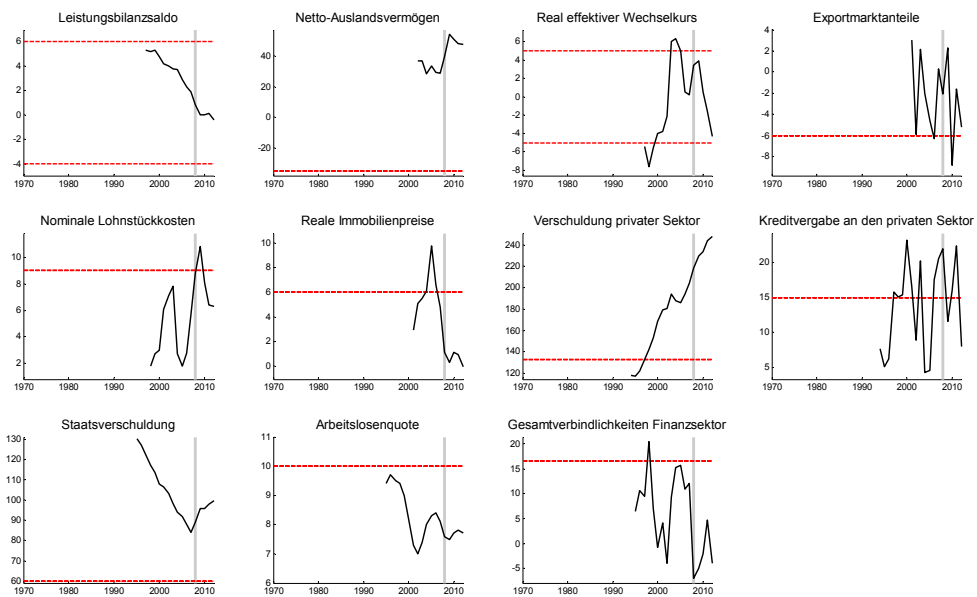


Abbildung A3: Bulgarien

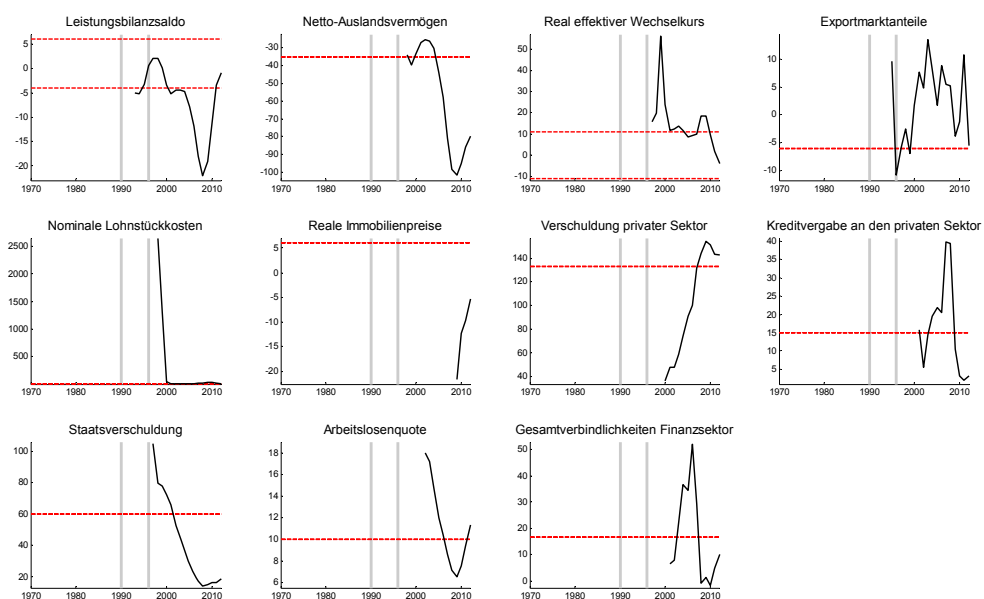


Abbildung A4: Kroatien

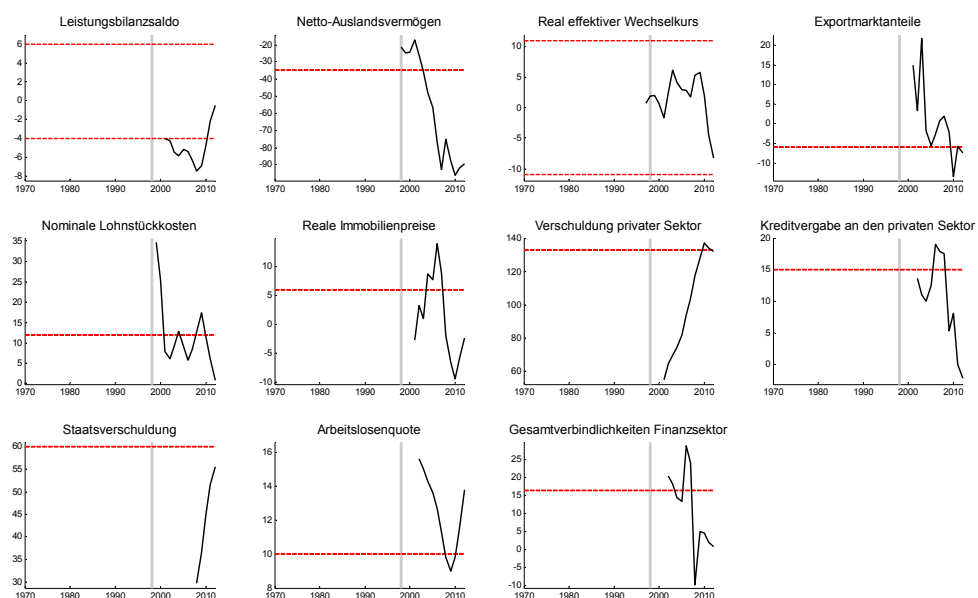


Abbildung A5: Zypern

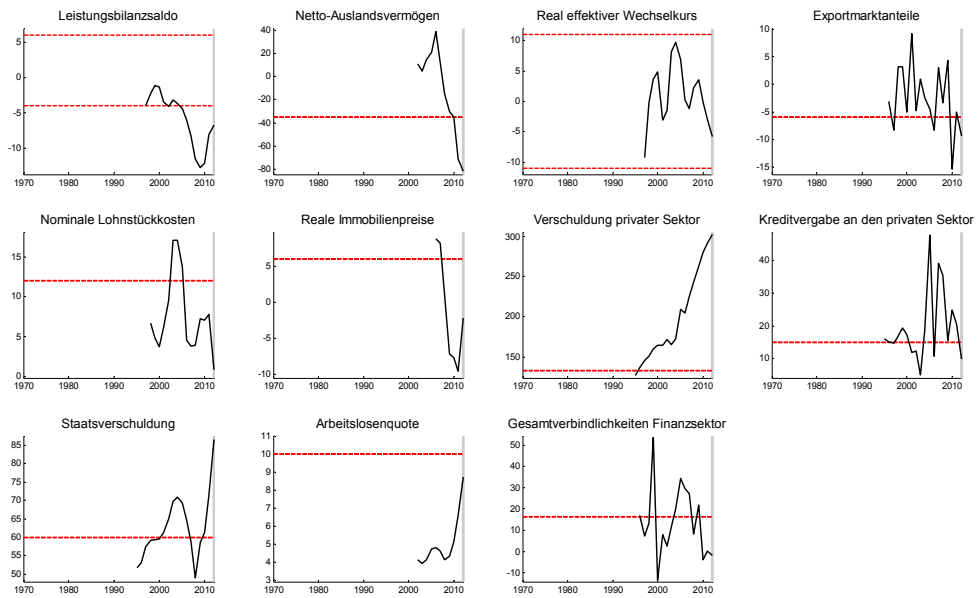


Abbildung A6: Tschechien

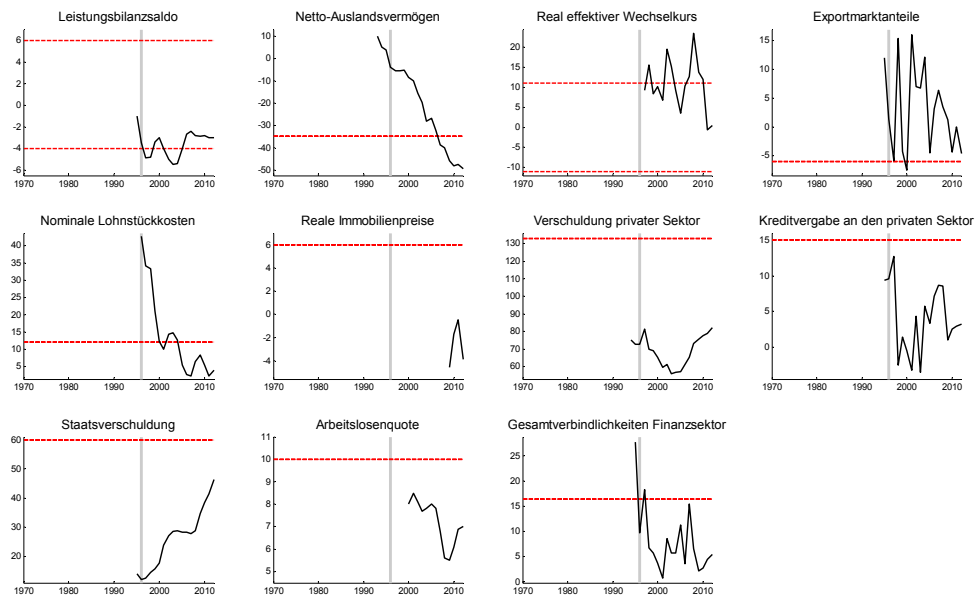


Abbildung A7: Dänemark

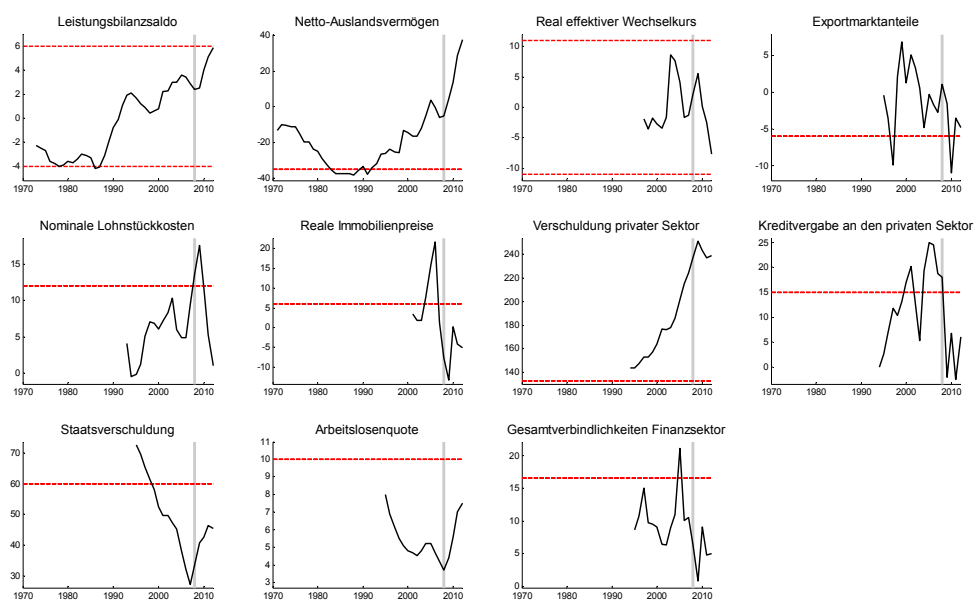


Abbildung A8: Estland

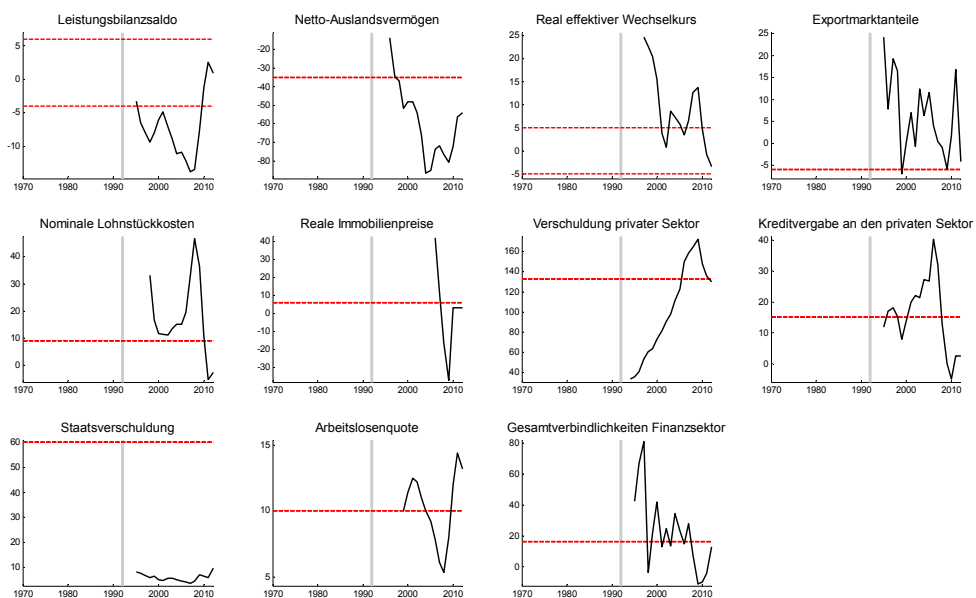


Abbildung A9: Finnland

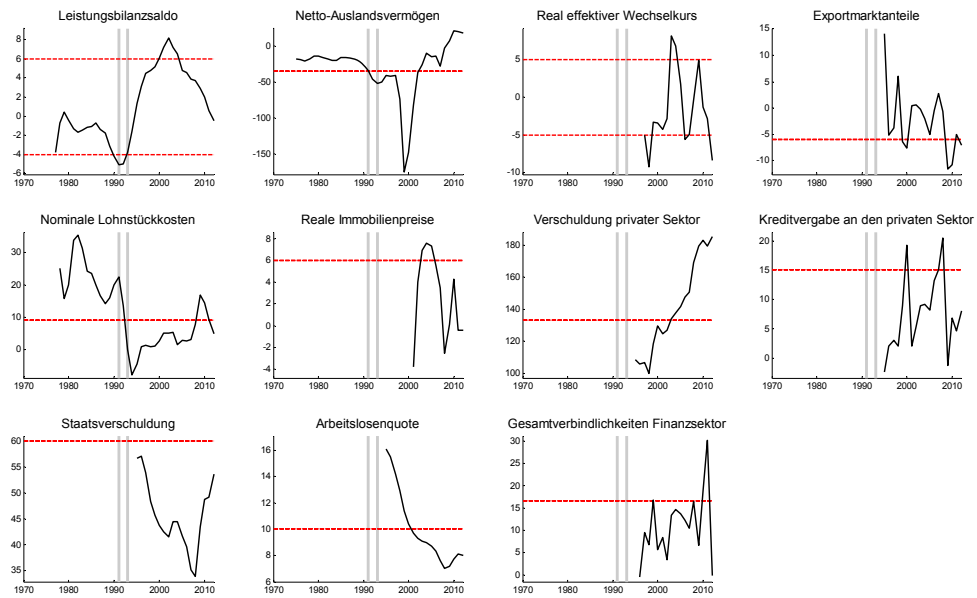


Abbildung A10: Frankreich

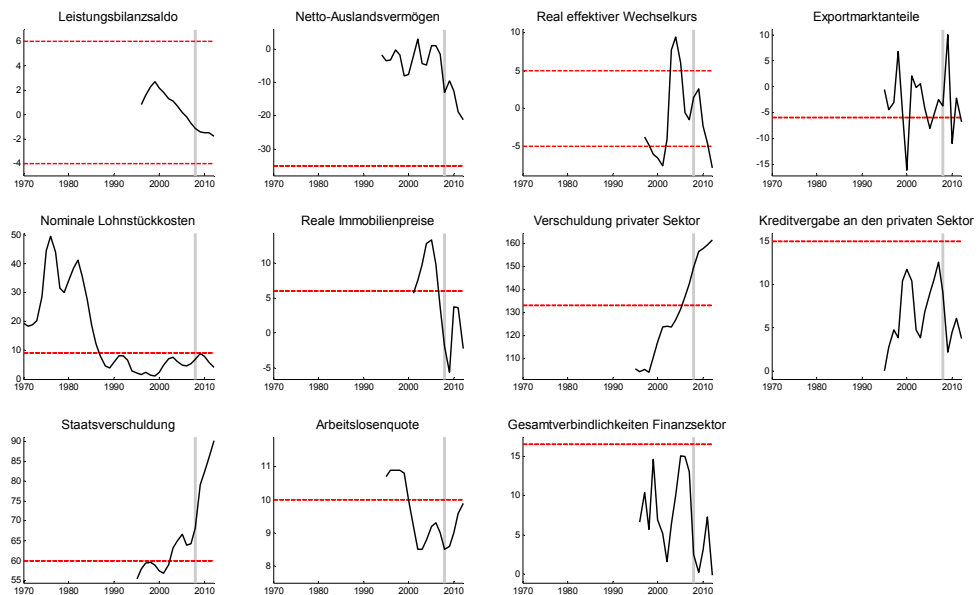


Abbildung A11: Deutschland

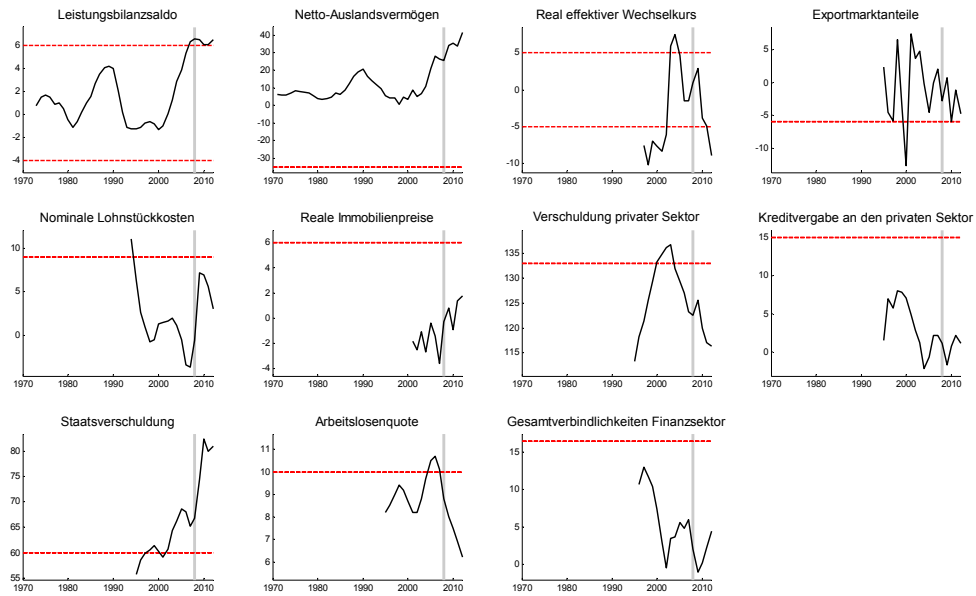


Abbildung A12: Griechenland

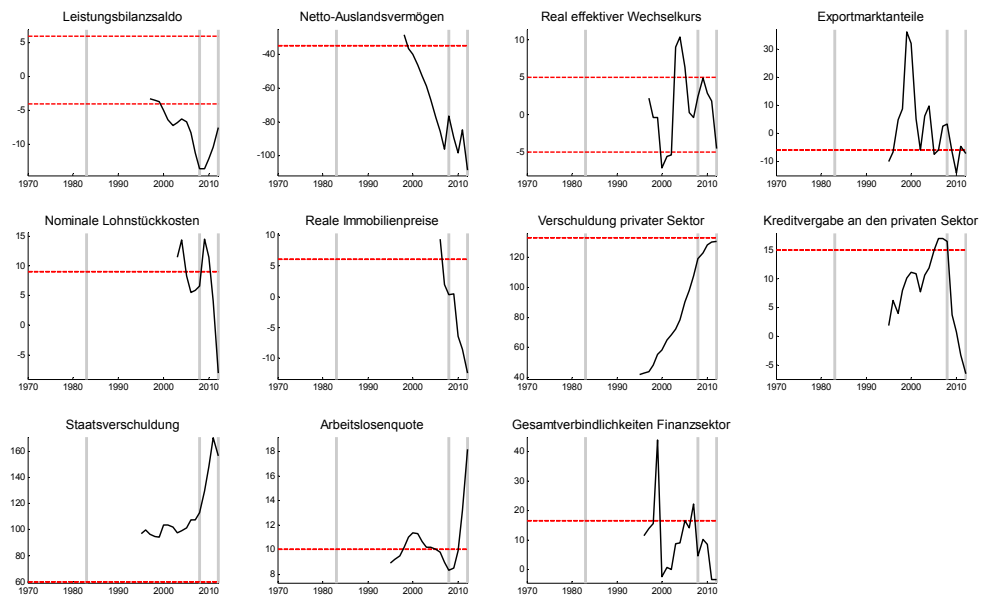


Abbildung A13: Ungarn

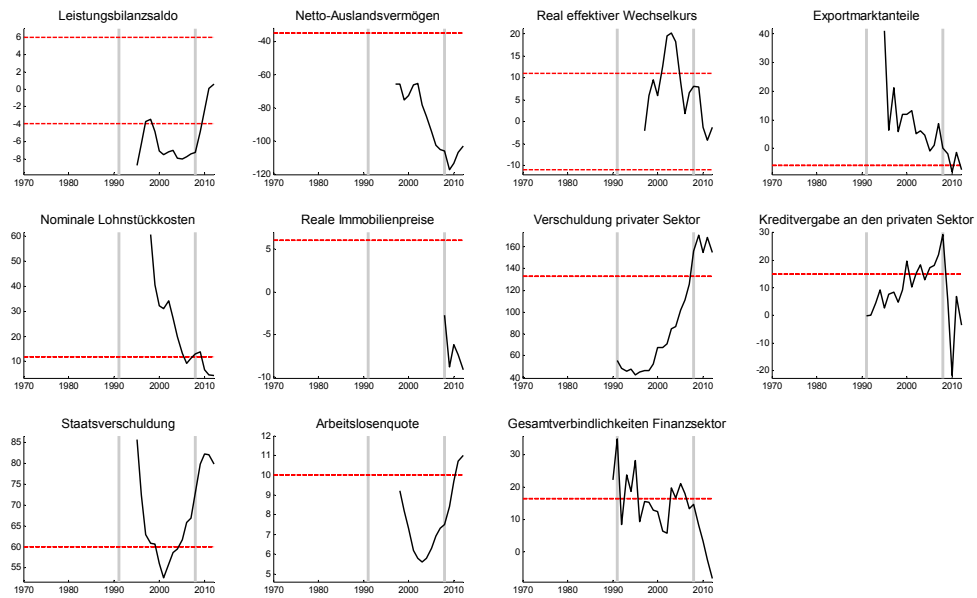


Abbildung A14: Irland

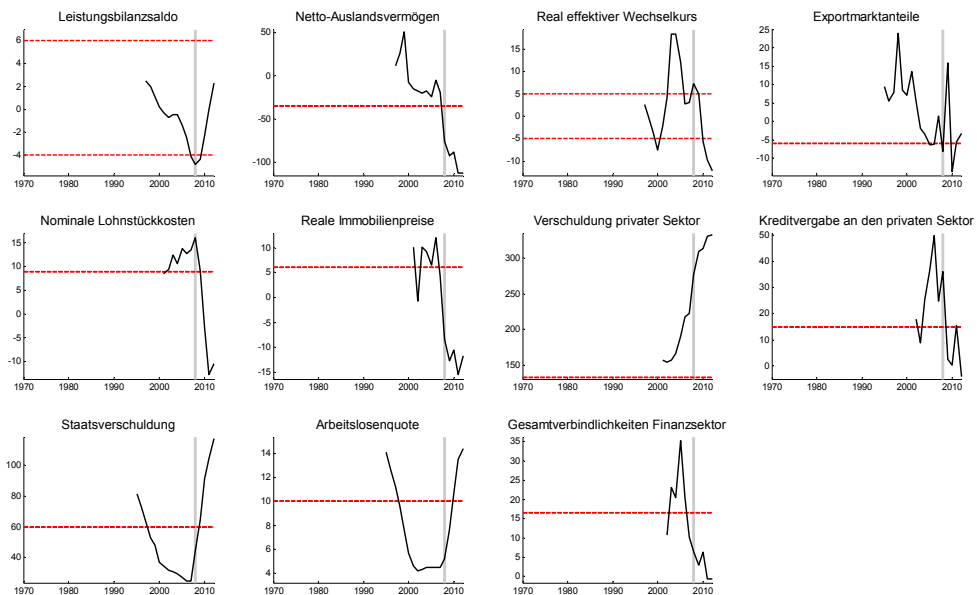


Abbildung A15: Italien

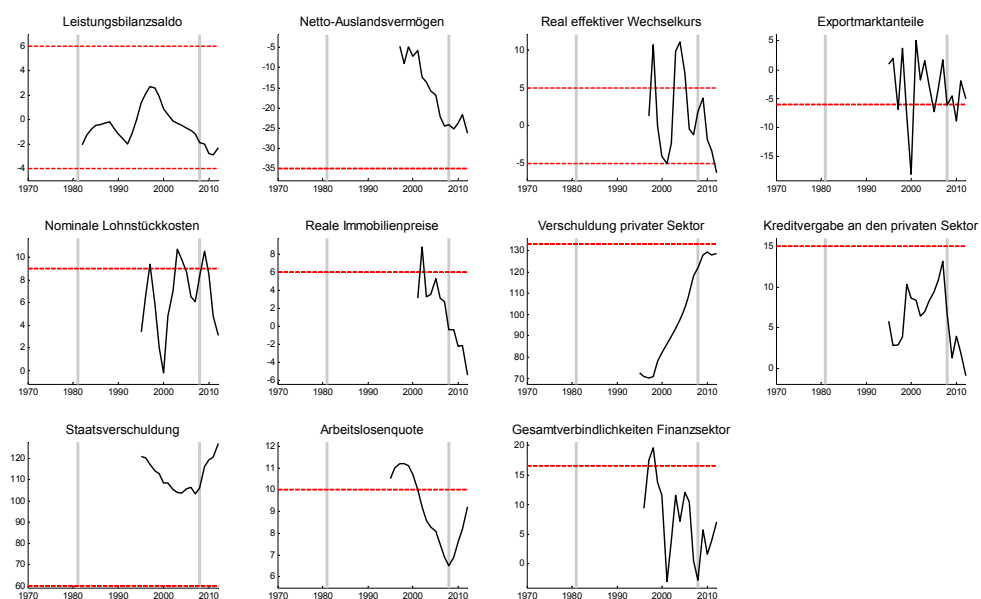


Abbildung A16: Lettland

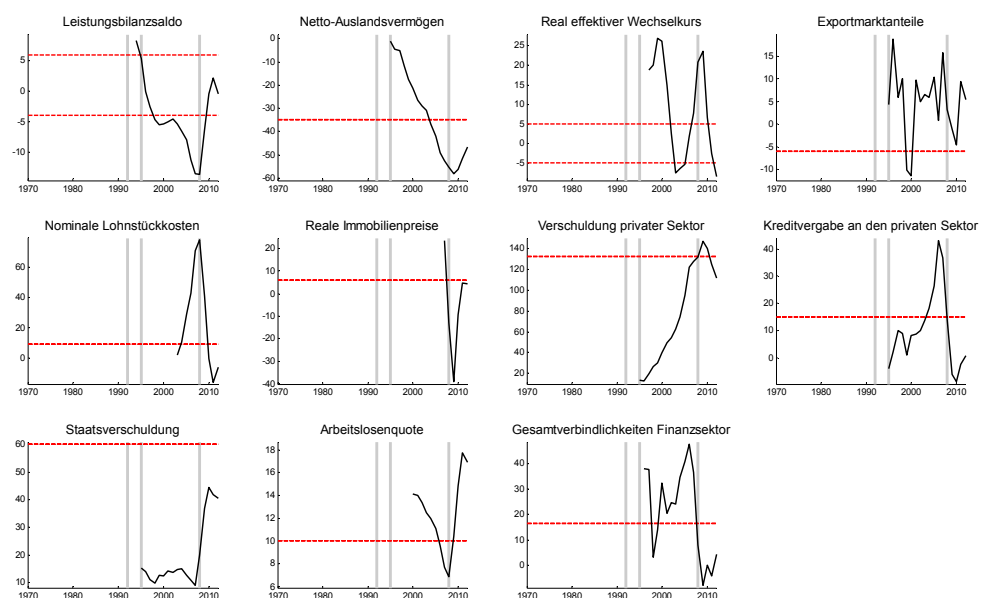


Abbildung A17: Litauen

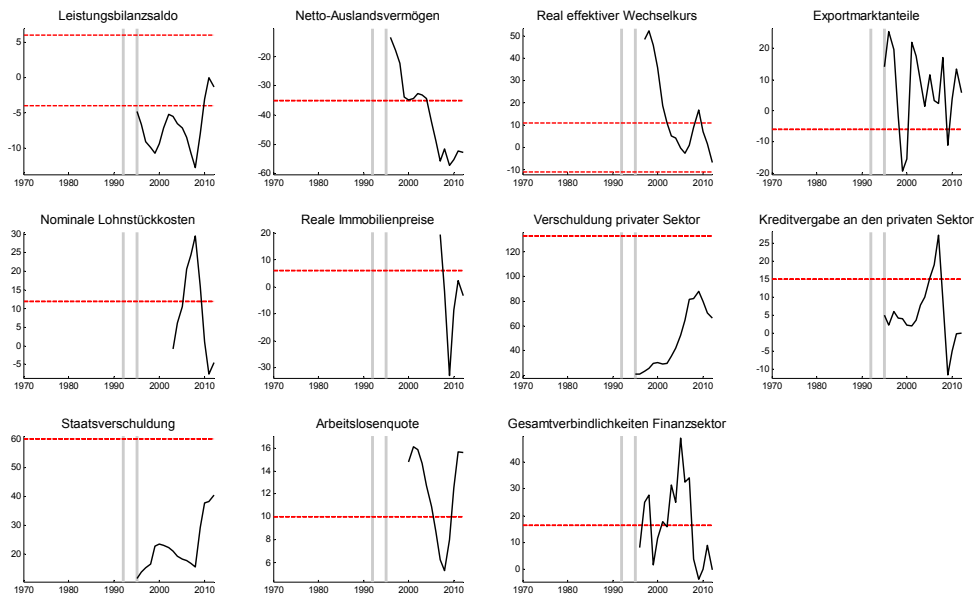


Abbildung A18: Luxemburg

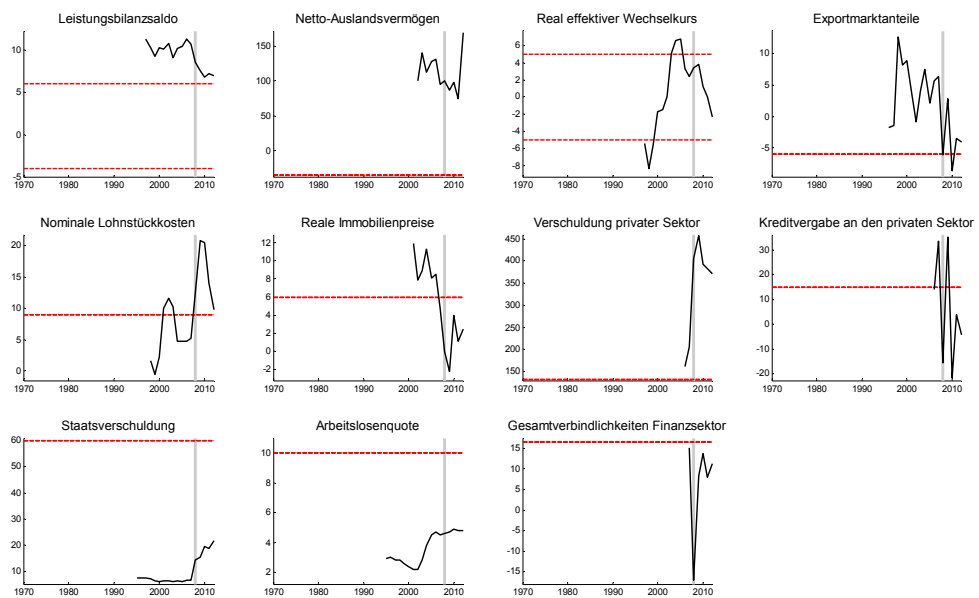


Abbildung A19: Malta

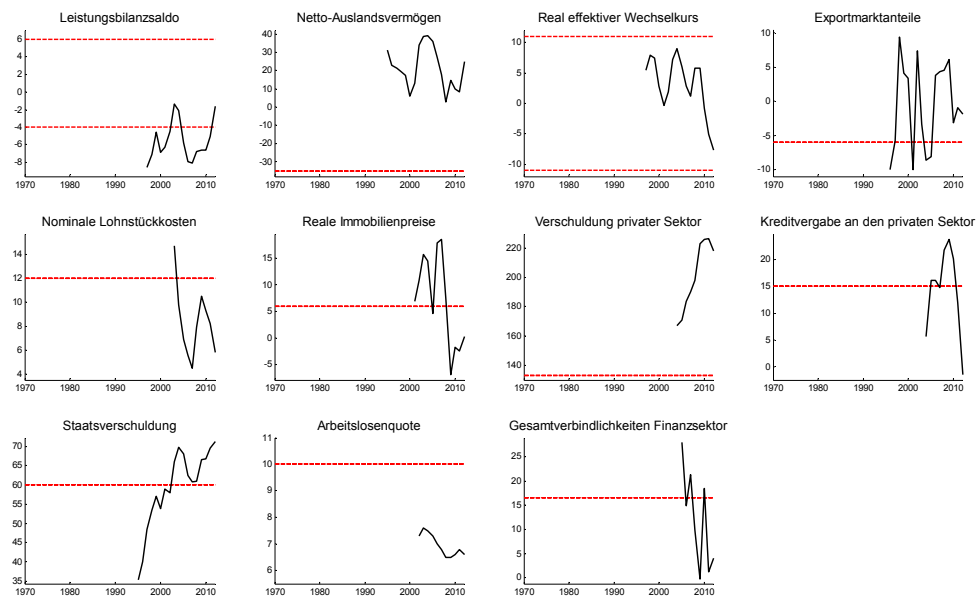


Abbildung A20: Niederlande

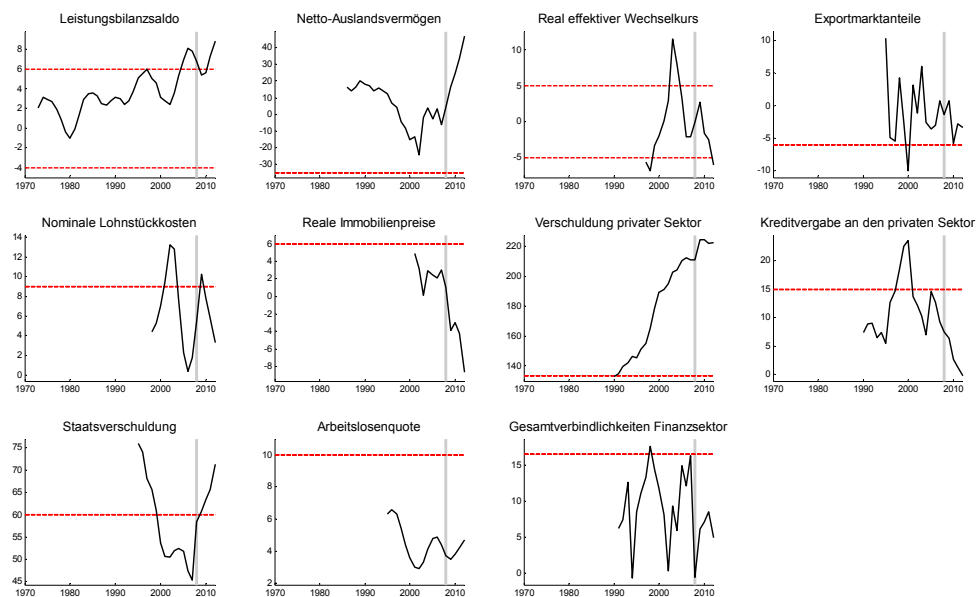


Abbildung A21: Polen

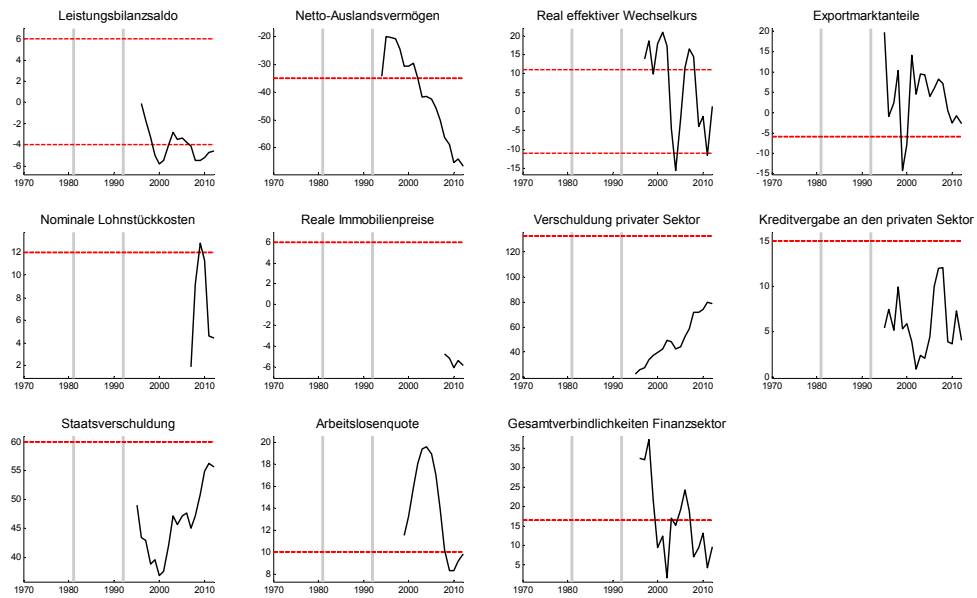


Abbildung A22: Portugal

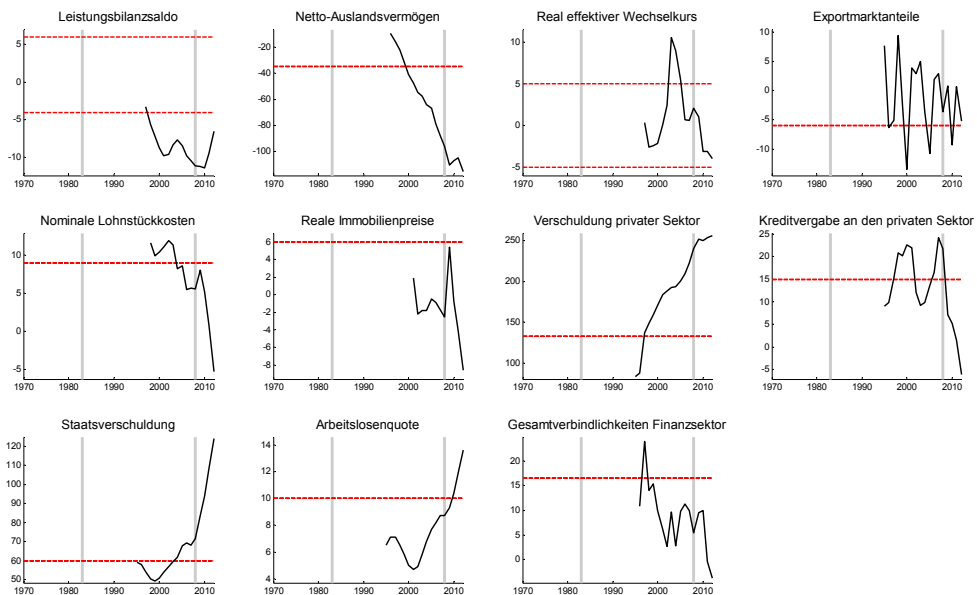


Abbildung A23: Rumänien

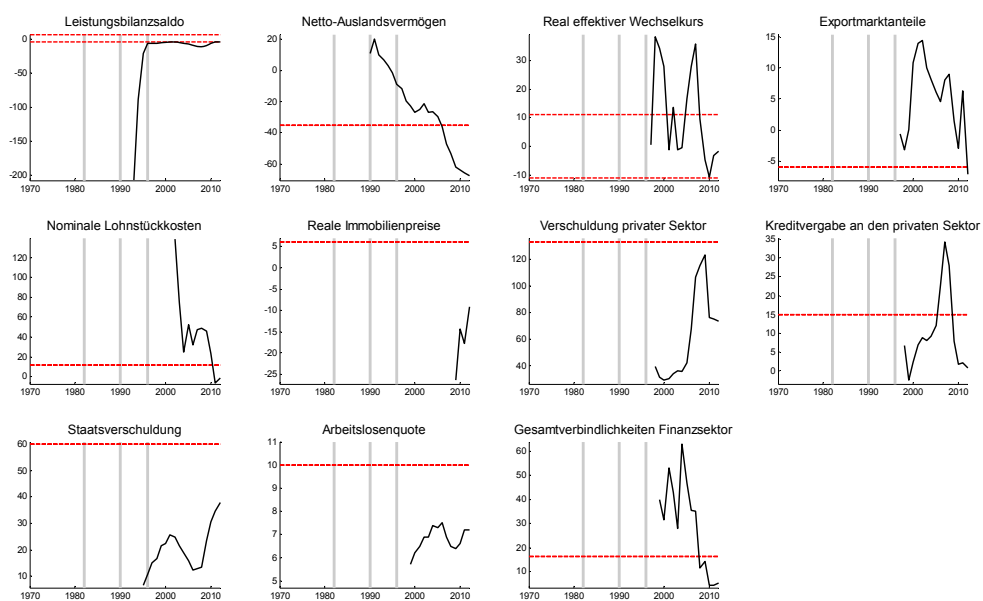


Abbildung A24: Slowakei

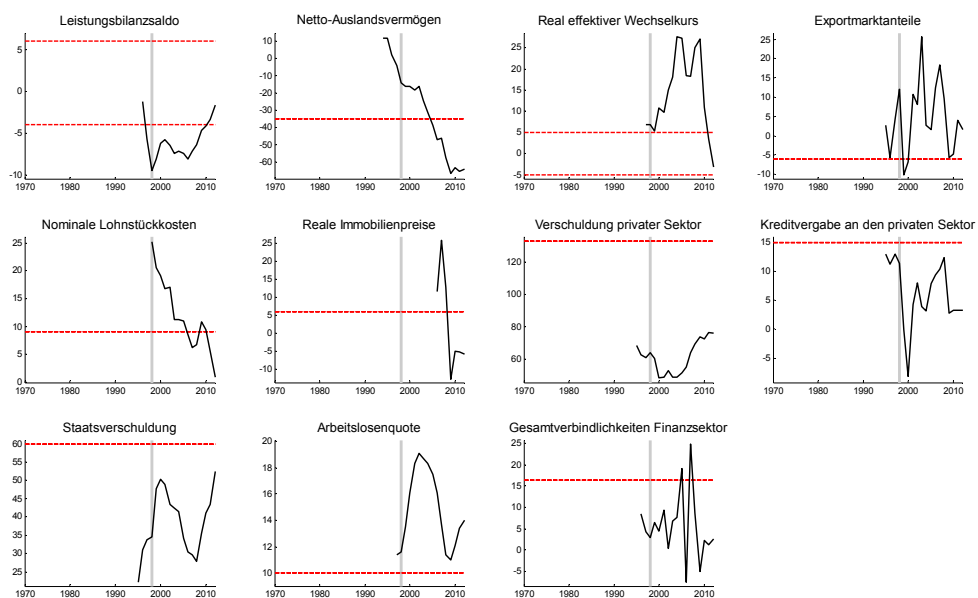


Abbildung A25: Slowenien

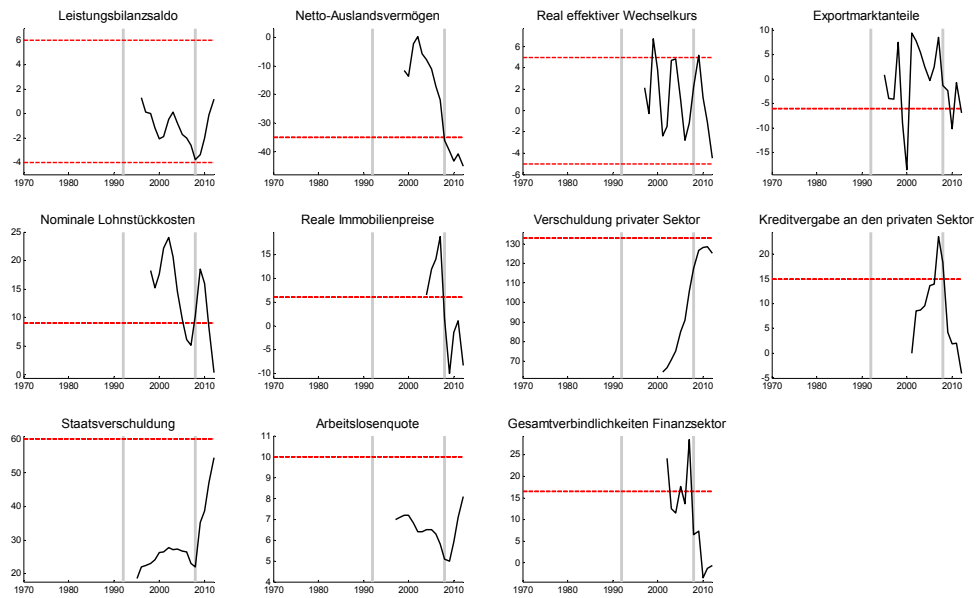


Abbildung A26: Spanien

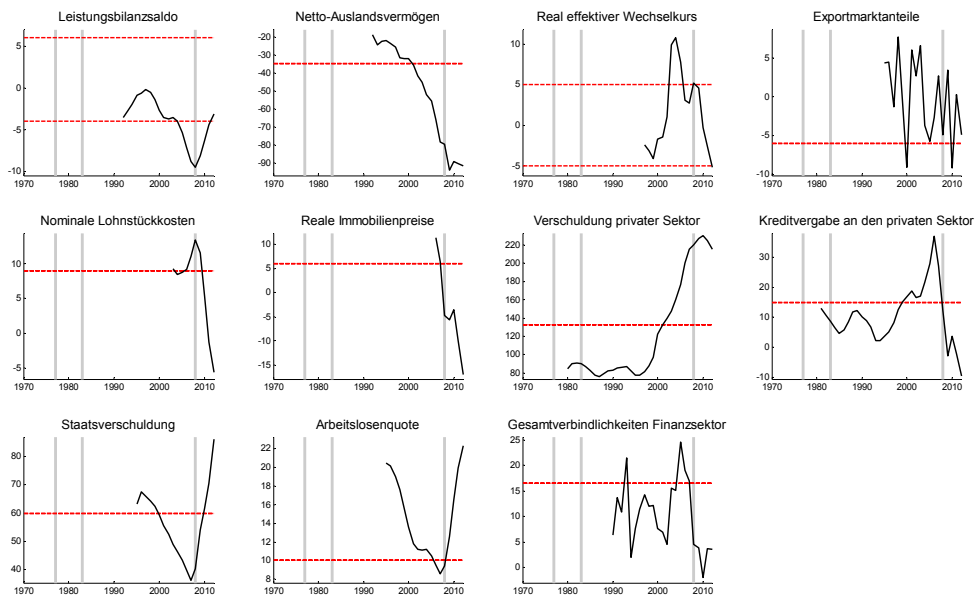


Abbildung A27: Schweden

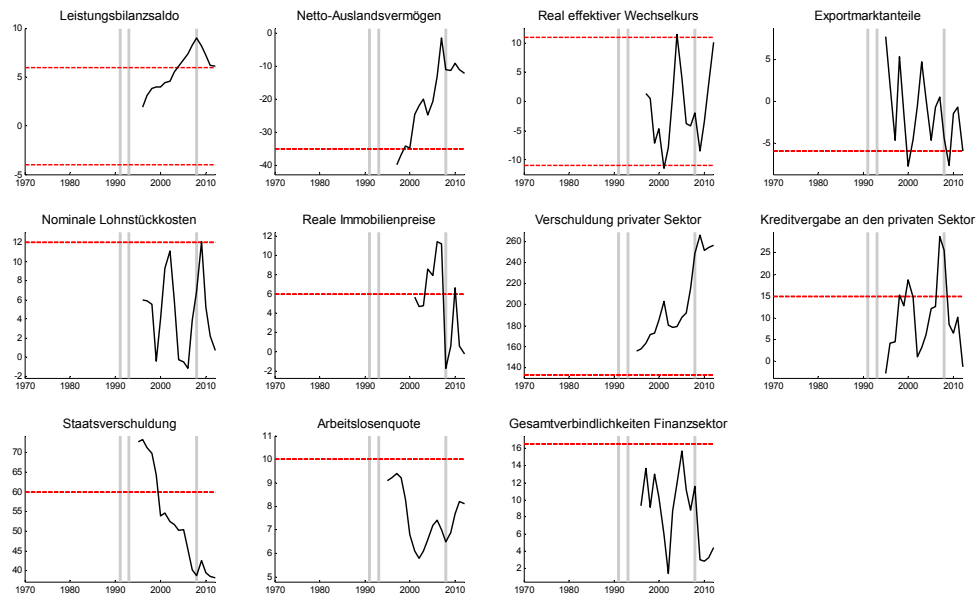
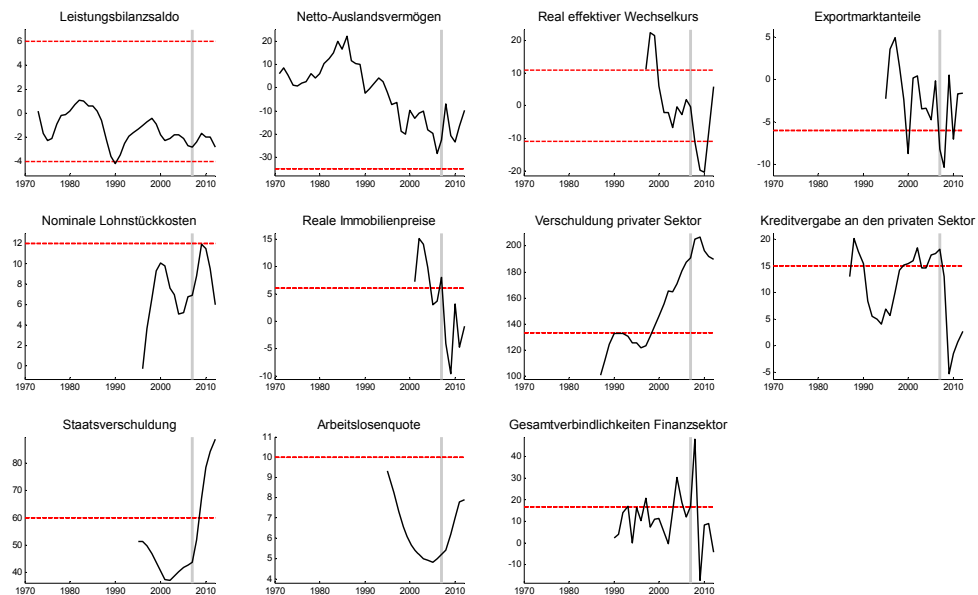


Abbildung A28: Großbritannien



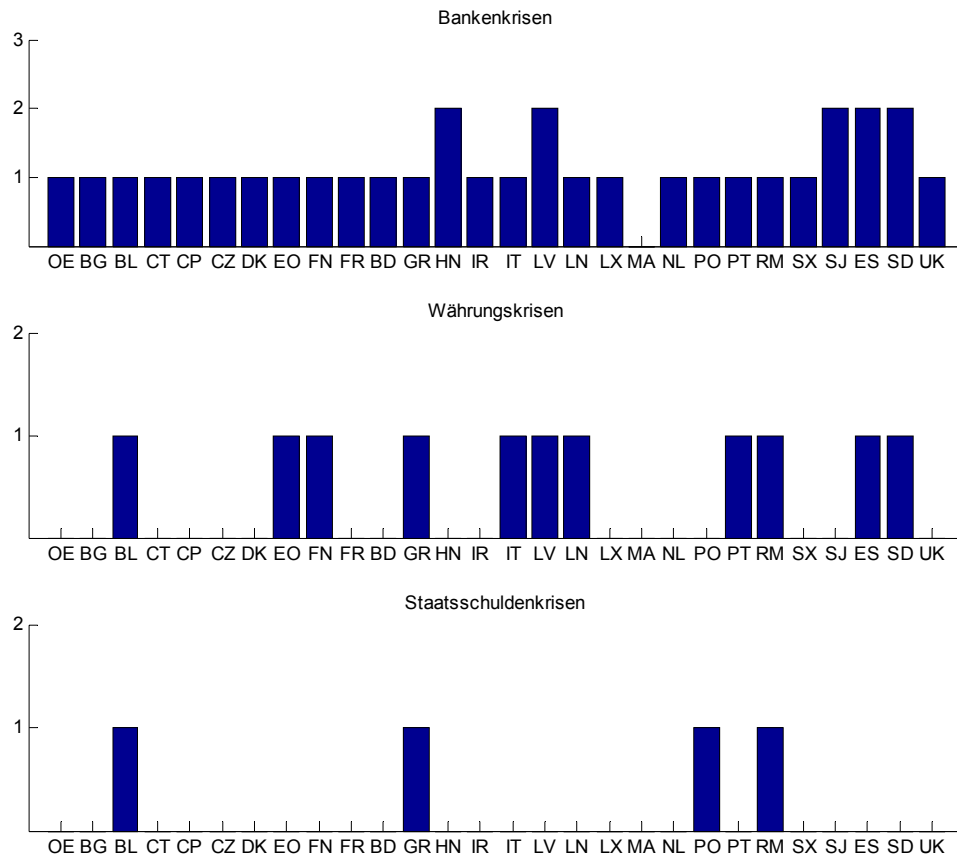
Anhang B

Tabelle B1:
Krisen 1970–2012 nach Leaven und Valencia (2012)

		Bankenkrise	Währungs- krise	Schuldenkrise	Summe
Österreich	Krisenjahre	2008	-	-	
	Anzahl	1	-	-	1
Belgien	Krisenjahre	2008	-	-	
	Anzahl	1	-	-	1
Bulgarien	Krisenjahre	1996–1997	1996	1990	
	Anzahl	1	1	1	3
Kroatien	Krisenjahre	1998–1999	-	-	
	Anzahl	1	-	-	1
Zypern ^a	Krisenjahre	2012 ^b	-	-	
	Anzahl	1	-	-	1
Tschechien	Krisenjahre	1996–2000	-	-	
	Anzahl	1	-	-	1
Dänemark	Krisenjahre	2008	-	-	
	Anzahl	1	-	-	1
Estland	Krisenjahre	1992–1994	1992	-	
	Anzahl	1	1	-	2
Finnland	Krisenjahre	1991–1995	1993	-	
	Anzahl	1	1	-	2
Frankreich	Krisenjahre	2008	-	-	
	Anzahl	1	-	-	1
Deutschland	Krisenjahre	2008	-	-	
	Anzahl	1	-	-	1
Griechenland	Krisenjahre	2008	1983	2012	
	Anzahl	1	1	1	3
Ungarn	Krisenjahre	1991–1995, 2008	-	-	
	Anzahl	2	-	-	2
Irland	Krisenjahre	2008	-	-	
	Anzahl	1	-	-	1
Italien	Krisenjahre	2008	1981	-	
	Anzahl	1	1	-	2
Lettland	Krisenjahre	2008	1992	-	
	Anzahl	1	1	-	2
Litauen	Krisenjahre	1995–1996	1992	-	
	Anzahl	1	1	-	2
Luxemburg	Krisenjahre	2008	-	-	
	Anzahl	1	-	-	1
Malta ^a	Krisenjahre	-	-	-	
	Anzahl	-	-	-	0
Niederlande	Krisenjahre	2008	-	-	
	Anzahl	1	-	-	1
Polen	Krisenjahre	1992–1994	-	1981	
	Anzahl	1	-	1	2
Portugal	Krisenjahre	2008	1983	-	
	Anzahl	1	1	-	2
Rumänien	Krisenjahre	1990–1992	1996	1982	
	Anzahl	1	1	1	3
Slovakei	Krisenjahre	1998–2002	-	-	
	Anzahl	1	-	-	1
Slovenien	Krisenjahre	1992, 2008	-	-	
	Anzahl	2	-	-	2
Spanien	Krisenjahre	1977–1981, 2008	1983	-	
	Anzahl	2	1	-	3
Schweden	Krisenjahre	1991–1995, 2008	1993	-	
	Anzahl	2	1	-	3
Großbritannien	Krisenjahre	2007	-	-	
	Anzahl	1	-	-	1
Summe		31	11	4	46

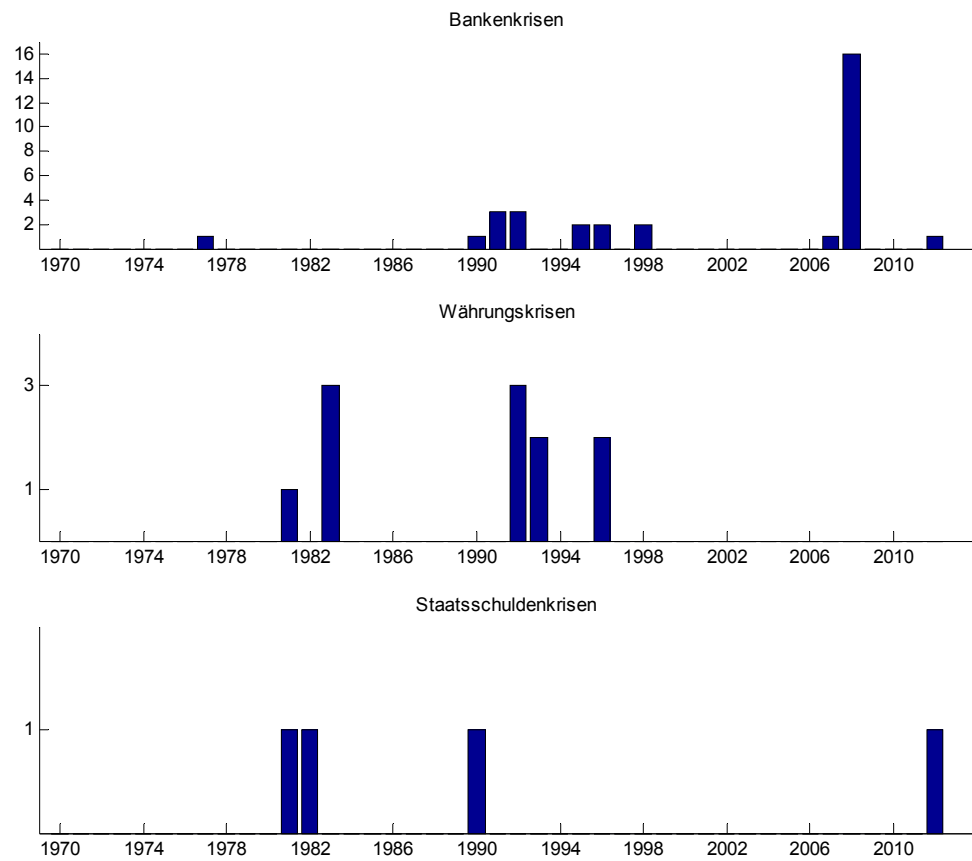
^aBasierend auf Datensatz von Babecký et al. (2012). — ^bEigene Setzung.

Abbildung B1:
Krisenübersicht nach Ländern



Anmerkungen: OE = Österreich; BG = Belgien ; BL = Bulgarien; CT = Kroatien; CP = Zypern; CZ = Tschechien; DK = Dänemark; EO = Estland; FN = Finnland; FR = Frankreich; BD = Deutschland; GR = Griechenland; HN = Ungarn; IR = Irland; IT = Italien; LV = Lettland; LN = Litauen; LX = Luxemburg; MA = Malta; NL = Niederlande; PO = Polen; PT = Portugal; RM = Rumänien; SX = Slowakei; SJ = Slowenien; ES = Spanien; SD = Schweden; UK = Großbritannien.

Abbildung B2:
Krisenübersicht nach Jahren



Anhang C

Tabelle C1:

Evaluierung mit einem Prognosehorizont von $t+2$ bis $t+4$ Jahren

Indikator	NSR	Nützlichkeit $\theta = 0,5$	Fehler 1. Art (in %)	Fehler 2. Art (in %)	Anteil korrekter Prognosen (in %)	Anteil korrekt prognost. Krisen (in %)	Durchschnittl. Vorlauf (Jahre)
Leistungsbilanzsaldo	0,72	0,07	50,79	35,21	62,98	49,21	2,8
Netto-Auslandsvermögen	1,15	-0,02	75,38	28,38	65,70	24,62	2,7
Real effektiver Wechselkurs	0,93	0,01	59,26	37,91	59,13	40,74	3,8
Exportmarktanteile	0,82	0,01	83,93	13,22	77,33	16,07	2,0
Nominale Lohnstückkosten	1,30	-0,04	70,69	37,99	57,11	29,31	2,6
Reale Immobilienpreise	0,37	0,19	39,02	22,78	73,87	60,98	3,4
Verschuldung des privaten Sektors	0,73	0,07	47,37	38,25	60,52	52,63	3,2
Kreditvergabe an den privaten Sektor	0,63	0,07	60,00	25,14	70,26	40,00	2,7
Staatsverschuldung	0,79	0,05	57,14	33,70	63,18	42,86	3,7
Arbeitslosenquote	2,20	-0,09	85,19	32,53	60,10	14,81	2,8
Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors	0,70	0,05	65,38	24,20	70,38	34,62	2,9

Anmerkungen: Berechnung auf Basis der Scoreboard-Grenzwerte. Länderkreis EU-28. $NSR = B/(B+D) / (A/(A+C))$; Nützlichkeit = $\min([\theta \quad (1-\theta)])$ - Verlust; Verlust = $\theta \cdot C/(A+C) + (1-\theta) \cdot B/(B+D)$; Fehler 1. Art = $C/(A+C)$; Fehler 2. Art = $B/(B+D)$; Anteil korrekter Prognosen = $(A+D)/(A+B+C+D)$; Anteil korrekt prognostizierter Krisen = $A/(A+C)$.

Tabelle C2:

Evaluierung mit einem Prognosehorizont von $t+2$ bis $t+6$ Jahren

Indikator	NSR	Nützlichkeit $\theta = 0,5$	Fehler 1. Art (in %)	Fehler 2. Art (in %)	Anteil korrekter Prognosen (in %)	Anteil korrekt prognost. Krisen (in %)	Durchschnittl. Vorlauf (Jahre)
Leistungsbilanzsaldo	0,82	0,04	56,9	35,4	60,6	43,1	3,5
Netto-Auslandsvermögen	1,20	-0,02	76,0	28,9	61,6	24,0	3,7
Real effektiver Wechselkurs	0,92	0,02	59,3	37,6	57,3	40,7	4,9
Exportmarktanteile	1,34	-0,02	89,2	14,4	69,0	10,8	2,6
Nominale Lohnstückkosten	1,02	0,00	63,8	36,9	56,6	36,2	4,4
Reale Immobilienpreise	0,37	0,17	47,0	19,5	71,4	53,0	4,4
Verschuldung des privaten Sektors	0,67	0,09	45,7	36,3	61,7	54,3	4,7
Kreditvergabe an den privaten Sektor	0,70	0,05	64,4	24,8	66,7	35,6	3,8
Staatsverschuldung	0,84	0,03	60,2	33,5	60,6	39,8	5,4
Arbeitslosenquote	2,25	-0,10	84,6	34,6	53,6	15,4	3,8
Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors	0,81	0,03	70,1	24,4	65,6	29,9	3,8

Anmerkungen: Berechnung auf Basis der Scoreboard-Grenzwerte. Länderkreis EU-28. $NSR = B/(B+D) / (A/(A+C))$; Nützlichkeit = $\min([\theta \quad (1-\theta)])$ - Verlust; Verlust = $\theta \cdot C/(A+C) + (1-\theta) \cdot B/(B+D)$; Fehler 1. Art = $C/(A+C)$; Fehler 2. Art = $B/(B+D)$; Anteil korrekter Prognosen = $(A+D)/(A+B+C+D)$; Anteil korrekt prognostizierter Krisen = $A/(A+C)$.

Tabelle C3:

Evaluierung mit einem Prognosehorizont von t bis $t+3$ Jahren

Indikator	NSR	Nützlichkeit $\theta = 0,5$	Fehler 1. Art (in %)	Fehler 2. Art (in %)	Anteil korrekter Prognosen (in %)	Anteil korrekt prognost. Krisen (in %)	Durchschnittl. Vorlauf (Jahre)
Leistungsbilanzsaldo	0,60	0,11	44,0	33,6	64,6	56,0	3,2
Netto-Auslandsvermögen	0,95	0,01	70,8	27,9	64,7	29,2	3,2
Real effektiver Wechselkurs	2,21	-0,12	80,5	43,0	49,6	19,5	4,6
Exportmarktanteile	0,71	0,03	80,7	13,6	73,2	19,3	2,0
Nominale Lohnstückkosten	1,49	-0,07	72,7	40,6	53,0	27,3	3,9
Reale Immobilienpreise	0,81	0,03	64,5	28,8	60,2	35,5	3,8
Verschuldung des privaten Sektors	0,69	0,08	46,5	36,9	61,2	53,5	4,0
Kreditvergabe an den privaten Sektor	0,50	0,12	52,4	23,9	70,4	47,6	3,4
Staatsverschuldung	0,74	0,06	56,6	32,1	63,1	43,4	4,4
Arbeitslosenquote	2,72	-0,10	88,0	32,6	56,7	12,0	3,3
Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors	0,84	0,02	70,5	24,8	66,2	29,5	3,5

Anmerkungen: Berechnung auf Basis der Scoreboard-Grenzwerte. Länderkreis EU-28. NSR = $B/(B+D) / (A/(A+C))$; Nützlichkeit = $\min([\theta \quad (1-\theta)])$ - Verlust; Verlust = $\theta \cdot C/(A+C) + (1-\theta) \cdot B/(B+D)$; Fehler 1. Art = $C/(A+C)$; Fehler 2. Art = $B/(B+D)$; Anteil korrekter Prognosen = $(A+D)/(A+B+C+D)$; Anteil korrekt prognostizierter Krisen = $A/(A+C)$.

Tabelle C4:

Evaluierung mit einem Prognosehorizont von t bis $t+4$ Jahren

Indikator	NSR	Nützlichkeit $\theta = 0,5$	Fehler 1. Art (in %)	Fehler 2. Art (in %)	Anteil korrekter Prognosen (in %)	Anteil korrekt prognost. Krisen (in %)	Durchschnittl. Vorlauf (Jahre)
Leistungsbilanzsaldo	0,62	0,10	46,3	33,3	64,1	53,7	3,2
Netto-Auslandsvermögen	1,00	0,00	72,0	28,0	62,8	28,0	3,2
Real effektiver Wechselkurs	1,38	-0,06	70,2	41,2	51,8	29,8	4,6
Exportmarktanteile	0,90	0,01	84,0	14,4	69,0	16,0	2,0
Nominale Lohnstückkosten	1,42	-0,06	71,3	40,9	51,7	28,7	3,9
Reale Immobilienpreise	0,63	0,08	59,5	25,4	62,0	40,5	3,8
Verschuldung des privaten Sektors	0,67	0,09	46,1	36,0	61,6	53,9	4,0
Kreditvergabe an den privaten Sektor	0,54	0,10	56,0	23,6	68,7	44,0	3,4
Staatsverschuldung	0,75	0,05	58,0	31,7	62,1	42,0	4,4
Arbeitslosenquote	2,57	-0,10	87,0	33,6	53,7	13,0	3,3
Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors	0,91	0,01	72,3	25,2	63,6	27,7	3,5

Anmerkungen: Berechnung auf Basis der Scoreboard-Grenzwerte. Länderkreis EU-28. NSR = $B/(B+D) / (A/(A+C))$; Nützlichkeit = $\min([\theta \quad (1-\theta)])$ - Verlust; Verlust = $\theta \cdot C/(A+C) + (1-\theta) \cdot B/(B+D)$; Fehler 1. Art = $C/(A+C)$; Fehler 2. Art = $B/(B+D)$; Anteil korrekter Prognosen = $(A+D)/(A+B+C+D)$; Anteil korrekt prognostizierter Krisen = $A/(A+C)$.

Tabelle C5:

Erweitertes Länder-Panel. Evaluierung mit einem Prognosehorizont von $t+2$ bis $t+5$ Jahren

Indikator	NSR	Nützlichkeit $\theta = 0,5$	Fehler 1. Art (in %)	Fehler 2. Art (in %)	Anteil korrekter Prognosen (in %)	Anteil korrekt prognost. Krisen (in %)	Durchschnittl. Vorlauf (Jahre)
Leistungsbilanzsaldo	0,92	0,01	63,7	33,5	61,4	36,3	3,5
Real effektiver Wechselkurs	0,75	0,06	49,2	38,4	60,1	50,8	3,6
Reale Immobilienpreise	0,63	0,08	58,4	26,2	69,5	41,6	4,1
Staatsverschuldung	1,00	0,00	64,0	36,0	59,8	36,0	3,5
Arbeitslosenquote	1,73	-0,05	86,3	23,6	66,4	13,7	2,5

Anmerkungen: Berechnung auf Basis der Scoreboard-Grenzwerte. $NSR = B/(B+D) / (A/(A+C))$; Nützlichkeit = $\min([\theta \quad (1-\theta)]) - \text{Verlust}$; Verlust = $\theta C/(A+C) + (1-\theta) B/(B+D)$; Fehler 1. Art = $C/(A+C)$; Fehler 2. Art = $B/(B+D)$; Anteil korrekter Prognosen = $(A+D)/(A+B+C+D)$; Anteil korrekt prognostizierter Krisen = $A/(A+C)$.

Tabelle C6:

Erweitertes Länder-Panel. Optimale Grenzwerte

Indikator		Scoreboard Grenzwerte für Euroraum-Länder		Optimale Grenzwerte			
				NSR		Verlustfunktion $\theta=0,5$	
		unterer	oberer	unterer	oberer	unterer	oberer
Leistungsbilanzsaldo	In Relation zum BIP, Durchschnitt der vergangenen 3 Jahre	-4	6	-7,7	6,8	-7,5	6,8
Real effektiver Wechselkurs	Prozentuale Veränderung über 3 Jahre	-5	5	-13,5	21,6	-13,5	2,7
Reale Immobilienpreise	Jährliche Veränderung	-	6	-	9,8	-	7,4
Staatsverschuldung	In Relation zum BIP	-	60	-	61,3	-	61,3
Arbeitslosenquote	Durchschnitt der vergangenen 3 Jahre	-	10	-	2,4	-	2,4

Anmerkungen: Beidseitige Grenzwerte für den Leistungsbilanzsaldo und den realen effektiven Wechselkurs.

Tabelle C7:

Erweitertes Länder-Panel. Evaluierung auf Basis der optimierten Schwellenwerte (NSR)

Indikator	NSR	Nützlichkeit $\theta=0,5$	Fehler 1. Art (in %)	Fehler 2. Art (in %)	Anteil korrekter Prognosen (in %)	Anteil korrekt prognost. Krisen (in %)	Durchschnittl. Vorlauf (Jahre)
Leistungsbilanzsaldo	0,51	0,06	74,7	13,0	76,7	25,3	3,3
Real effektiver Wechselkurs	0,52	0,04	83,3	8,7	80,5	16,7	2,8
Reale Immobilienpreise	0,39	0,08	73,0	10,6	81,1	27,0	3,7
Staatsverschuldung	0,94	0,01	64,0	34,0	61,6	36,0	3,7
Arbeitslosenquote	1,03	-0,01	7,9	94,6	19,2	92,1	4,1

Anmerkungen: $NSR = B/(B+D) / (A/(A+C))$; Nützlichkeit = $\min([\theta \quad (1-\theta)])$ - Verlust; Verlust = $\theta C/(A+C) + (1-\theta) B/(B+D)$; Fehler 1. Art = $C/(A+C)$; Fehler 2. Art = $B/(B+D)$; Anteil korrekter Prognosen = $(A+D)/(A+B+C+D)$; Anteil korrekt prognostizierter Krisen = $A/(A+C)$.

Tabelle C8:

Erweitertes Länder-Panel. Evaluierung auf Basis der optimierten Schwellenwerte (Verlustfunktion)

Indikator	NSR	Nützlichkeit $\theta = 0,5$	Fehler 1. Art (in %)	Fehler 2. Art (in %)	Anteil korrekter Prognosen (in %)	Anteil korrekt prognost. Krisen (in %)	Durchschnittl. Vorlauf (Jahre)
Leistungsbilanzsaldo	0,52	0,06	74,0	13,5	76,3	26,0	3,4
Real effektiver Wechselkurs	0,60	0,15	24,2	45,8	57,3	75,8	4,2
Reale Immobilienpreise	0,52	0,09	64,0	18,5	75,4	36,0	3,9
Staatsverschuldung	0,94	0,01	64,0	34,0	61,6	36,0	3,7
Arbeitslosenquote	1,03	-0,01	7,9	94,6	19,2	92,1	4,1

Anmerkungen: $NSR = B/(B+D) / (A/(A+C))$; Nützlichkeit = $\min([\theta \quad (1-\theta)])$ - Verlust; Verlust = $\theta C/(A+C) + (1-\theta) B/(B+D)$; Fehler 1. Art = $C/(A+C)$; Fehler 2. Art = $B/(B+D)$; Anteil korrekter Prognosen = $(A+D)/(A+B+C+D)$; Anteil korrekt prognostizierter Krisen = $A/(A+C)$.

Anhang D

Tabelle D1:

Übersicht über Frühwarnberichte und Länderanalysen

	Indikatoren (mit Überschreitung des Scoreboard-Schwellenwertes)	Spezifische Themen	Ergebnis IDR	Begründung (besonders hervorgehobene Problembereiche)	Länderspezifische Empfehlungen abgeleitet aus der vertiefenden Analyse (Nummer der Empfehlung, betroffene Bereiche, zentrale Inhalte)
Belgien	2012	Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung	Ungleichgewicht	Entwicklung der außenwirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit, Verschuldung (insbes. öffentliche)	(1) Staatshaushalt: Korrektur des exzessiven Defizits; (4) Lohnpolitik: Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit durch Reformen des Lohnfindungsmechanismus und der Indexbindung; (5) Steuersystem: Verlagerung zu nicht-wachstumsverzerrenden Steuern (z.B. Umwelt), Reform der Arbeitslosenunterstützung und der Arbeitsmarktvoraussetzungen; (6) Wettbewerbspolitik: Markteintrittsbarrieren und Restriktionen im Einzelhandel senken
	2013	Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung	Ungleichgewicht	Entwicklung der außenwirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit, Verschuldung (insbes. öffentliche)	(1) Staatshaushalt: Korrektur des exzessiven Defizits, Erfüllung der MTOs, Einhaltung der Schuldenregel; (2) Rentensystem: Annäherung von tatsächlichem und gesetzlichem Rentenalter, Verringerung von Frühverrentung ; (3) Lohnpolitik: Bindung von Lohnsetzung und Produktivitätsentwicklung; (4) Wettbewerbspolitik: Markteintrittsbarrieren und Restriktionen im Einzelhandel, freien Berufen und Postgewerbe, Verbesserung des Energiesektors; (5) Steuersystem: Verlagerung zu nicht-wachstumsverzerrenden Steuern (z.B. Umwelt)
	2014	Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung	Ungleichgewicht	Wettbewerbsfähigkeit auf den internationalen Gütermärkten	(2) Steuersystem: Reform hin zu wachstumsfreundlicherer Steuerstruktur, Verbreiterung der Steuerbasis; (4) Arbeitsmarktreformen zur Erhöhung der Erwerbsquote, Maßnahmen zur Bekämpfung der Jugendarbeitslosigkeit; (5) Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit durch Reformen des Lohnfindungsmechanismus, Stärkung des Wettbewerbs im Dienstleistungssektor und Förderung von Innovation
Bulgarien	2012	Leistungsbilanzsaldo, Nettoauslandsvermögensposition, Nom. Lohnstückkosten, Schuldenstand des Privatsektors	Ungleichgewicht	Auslandsverschuldung, Entwicklungen im Zusammenhang mit Entschuldung im Unternehmenssektor und dem Arbeitsmarkt	(3) Arbeitsmarktreformen: nationale Beschäftigungsinitiative für Jugendliche, Verbesserung der öffentlichen Dienstleistungen, Armutsbekämpfung; (5) Reform der öffentlichen Verwaltung / des Justizsystems: Bekämpfung von Bürokratie, Kostenreduktion von Steuereinnahmen, elektronische Behördendienste, Qualität und Unabhängigkeit des Justizsystems
	2013	Nettoauslandsvermögensposition, Nom. Lohnstückkosten	Ungleichgewicht	Wettbewerbsfähigkeit und Arbeitsmarkt vor dem Hintergrund des Entschuldungsprozesses im Unternehmenssektor und außenwirtschaftlicher Anpassung	(3) Arbeitsmarktreformen: nationale Beschäftigungsinitiative für Jugendliche, Kapazitäten der Arbeitsagentur, soziale Sicherungssysteme überprüfen; (4) Bildungsreformen: Schulgesetz, Hochschulreform, verbesserter Zugang benachteiligter Kinder (insb. Roma), Preisgestaltung Gesundheitsversorgung; (5) Öffentliche Verwaltung / Unternehmenskultur: Bürokratieabbau, elektronische Behördendienste, Rahmenbedingungen für Unternehmen, Qualität und Unabhängigkeit des
	2014	Nettoauslandsvermögensposition, Arbeitslosenquote	Ungleichgewicht	Anpassung am Arbeitsmarkt	(3) Arbeitsmarkt: Verbesserung der Effizienz von arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen ; (4) Bildung: Verabschiedung eines Schulbildungsgesetzes, Verbesserung der Berufsbildung und höheren Bildung; (5) Öffentliche Verwaltung / Unternehmenskultur: Bürokratieabbau, Korruptionsbekämpfung

noch Tabelle D1

Dänemark	2012	Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors	Wettbewerbsfähigkeit und Exportleistung; Verschuldung der Privathaushalte	Ungleichgewicht	Internationale Wettbewerbsfähigkeit, Verschuldung der privaten Haushalte	(3) Bildungsreformen: Kosteneffektivität, Schulabgängerquote, Zahl der Lehrstellen; (4) Wettbewerbspolitik: Marktbarrieren in lokalen Dienstleistungen, Einzelhandel und Baugewerbe; (5) Immobilienmarkt / Finanzmarktinstitutionen: Stabilität stärken, Steuerreform von Immobilienwerten und Grundstücken der Kommunen/Gemeinden
	2013	Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors	Wettbewerbsfähigkeit und Exportleistung; Verschuldung der Privathaushalte	Ungleichgewicht	Immobilienmarktanpassung und hohe Verschuldung der priv. Haushalte	(3) Wettbewerbspolitik: Hemmnisse in Dienstleistungen und Baugewerbe, Effizienz öffentlicher Dienstleistungen
	2014	Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors	Wettbewerbsfähigkeit und Exportleistung; Verschuldung der Privathaushalte; Finanzsektor; Risiken zur wirtschaftlichen Stabilität	kein Ungleichgewicht	Anpassung am Häusermarkt und Auswirkungen der hohen Privatverschuldung auf die Realwirtschaft scheinen im Griff	Keine aus dem IDR
Deutschland	2014	Leistungsbilanzsaldo, realer effektiver Wechselkurs, Exportmarktanteile, Staatsverschuldung	Internationale Finanzströme und die Rolle von Finanzintermediation; Deutschlands außenwirtschaftliche Position und Handelsleistung; Leistungsbilanzüberschuss; Konsum und Ersparnis privater Haushalte; Dynamik privater Investitionen; Ersparnis des Unternehmenssektors; Finanzpolitischer Kurs und öffentliche Investitionen; Zusammenhänge mit Euro-Mitgliedsländern und Ausstrahleffekte	Ungleichgewicht	Hoher und persistenter Leistungsbilanzüberschuss weist auf gedämpfte Binnennachfrage und Ineffizienzen in der Ressourcenallokation hin; hohe Bedeutung für EMU wg. Größe der Wirtschaft	(1) Staatshaushalt: wachstumsfreundliche Finanzpolitik, Effizienz des Steuersystems, Kosteneffizienz öffentlicher Ausgaben, Schuldenbremse; (2) Arbeitsmarktreformen: Binnennachfrage stärken, Sozialabgaben verringern, Langzeitarbeitslosigkeit, Bildungsreformen (Kitas); (3) Energiepolitik: Kosten der Energiewende, Netzausbau (grenzüberschreitend); (4) Wettbewerbspolitik: Wettbewerb im Dienstleistungssektor (freiberuflich), öffentliches Auftragswesen, Markteintrittsbarrieren und Hindernisse im Einzelhandel, Schienenverkehrsmarkt, Konsolidierung Landesbankensektor
	2014	Nettoauslandsvermögensposition, realer effektiver Wechselkurs, Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung, Arbeitslosenquote	Privatverschuldung; Staatsverschuldung; Herausforderungen für den Finanzsektor; Wettbewerbsfähigkeit und Nachhaltigkeit der außenwirtschaftlichen Position; Arbeitsmarktfragen und Fehlanpassung der Qualifikationen	Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung	Finanzsektor, hohe private und öffentliche Verschuldung, Auslandsverschuldung, Arbeitsmarkt; spezielle Beobachtung der Politikumsetzung durch die Kommission	(1) Staatshaushalt: exzessives Defizit, ökonomische Voraussetzungen, Wachstumsfreundlichkeit des Steuersystems; (3) Arbeitsmarktreformen: Langzeitarbeitslosigkeit, bildungsferne Arbeitnehmer, Jugendarbeitslosigkeit; (5) Private Verschuldung: Verfügbarkeit von Krediten, Überwachung des Kreditwesens; (6) Finanzmarktinstitutionen: Restrukturierung von Hypothekenkrediten, verbesserte Transparenz, zentrales Kreditregister
Kroatien	2014	Nettoauslandsvermögensposition, Exportmarktanteile, Arbeitslosenquote	Analyse der Außenwirtschaft und Wettbewerbsfähigkeitsfragen; Verschuldung und Entschuldungsdynamik; Geldpolitische Fragen und Fragen bzgl. Finanzsektor	Übermäßiges Ungleichgewicht	Hohe Auslandsverschuldung, nachlassende Wettbewerbsfähigkeit, hohe Unternehmensverschuldung, stark steigende Staatsverschuldung, geringe Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft. Besondere Beobachtung und Berichte an den Rat	(1) Staatshaushalt: exzessives Defizit, finanzpolitische Kommission, Steuerreformen; (2) Rentensystem: Frühverrentung, Höhe und geschlechtliche Angleichung des gesetzlichen Rentenalters, Kosteneffizienz des Gesundheitssystems; (3) Arbeitsmarktreformen: Segmentierung des Arbeitsmarktes, Lohnsetzungssystem, Ausbildungssystem bzw. Übergang von Ausbildung zu Arbeit verbessern; (4) Steuer-Transfersystem: Reaktivierung von Arbeitslosen, Effektivität und Transparenz sozialer Sicherungssysteme; (5) Wettbewerbspolitik: Verwaltungsaufwand und Marktbarrieren, Aufsplittung und Überlappung von Verantwortlichkeiten der öffentlichen Verwaltung; (6) Öffentliche Verwaltung: Korruptionsbekämpfung, Transparenz öffentlichen Besitzes; (7) Justizsystem: Transparenz und Legalität von Insolvenzverfahren, Qualität und Effizienz; (8) Finanzmarktinstitutionen: EZB "asset quality review", Stresstest, Überprüfung der Portfolios von Banken

noch Tabelle D1

Spanien	2012	Leistungsbilanzsaldo, Nettoauslandsvermögensposition, Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung, Arbeitslosenquote	Gleichgewicht zwischen Ersparnissen und Investitionen; Inlandsschuldenungleichgewicht; Auslandsschulden; Wettbewerbsfähigkeit und Exportleistung; Ungleichgewicht im Wohnungsmarkt	Sehr ausgeprägtes Ungleichgewicht	hohes Niveau der internen und externen Verschuldung, Finanzsektor	(1) Staatshaushalt: Vorgaben der EDP umsetzen, öffentliche Ausgaben überprüfen, unabhängige Fiskalinstitution schaffen; (3) Steuersystem: Reform von Beschäftigungs- zu Konsum- und Umweltsteuern, Mehrwertsteuergrundlage verbreitern; (4) Finanzmarktinstitutionen: Restrukturierung des Bankensektors; (5) Arbeitsmarktreformen: Jobfindung, Koordination freier Stellen, nationale und regionale Zusammenarbeit zur Arbeitsbeschaffung; (8) Wettbewerbspolitik: öffentliche Regulierung senken, Vernetzung des Energiesektors mit EU
	2013	Leistungsbilanzsaldo, Nettoauslandsvermögensposition, Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung, Arbeitslosenquote	Entschuldung des Privatsektors; Nachhaltigkeit der Auslandsschulden und Leistungsbilanzanpassung	übermäßiges Ungleichgewicht	sehr hohes Niveau der internen und externen Verschuldung, trotz laufender Anpassung sind Politikinitiativen nach wie vor dringend erforderlich	(1) Staatshaushalt: strukturelle Konsolidierung im Hinblick auf EDP, Überprüfung der Ausgaben, Kostenwirksamkeit des Gesundheitswesens, Preisrigiditäten öffentlicher Ausgaben; (2) Steuersystem: Einschränkungen von Vergünstigungen, Umweltsteuern erweitern, Unternehmensbesteuerung anpassen, Schwarzmarkt und Schattenwirtschaft bekämpfen; (3) Finanzmarktinstitutionen: Rekapitalisierung der Finanzinstitute; (4) Arbeitsmarktreformen: Zielgruppenorientierung, öffentliche Arbeitsverwaltung, Unterstützung von Langzeitarbeitslosen und Geringqualifizierten verbessern; (5) Bildungsreformen: Jugendarbeitslosigkeit bekämpfen, Schulabbrecherquote verringern, System zur Überwachung schulischer Leistungen; (7) Wettbewerbspolitik: Einheitlicher Markt, Regulierungsbehörde stärken, Marktbarrieren senken, Einzelhandel unterstützen; (8) Energiepolitik: Strukturreform des Energiesektors, Zusammenschaltung des Energienetzes mit Nachbarländern, Beobachtungsstelle für Infrastrukturmaßnahmen einrichten; (9) Verwaltung: Effizienz der öffentlichen Verwaltung / des Justizsystems
	2014	Nettoauslandsvermögensposition, realer effektiver Wechselkurs, Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung, Arbeitslosenquote	Wettbewerbsfähigkeit und Nachhaltigkeit der außenwirtschaftlichen Position; Verschuldung und Entschuldung; Arbeitsmarktentwicklung	Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung	Fortschritte bei der Anpassung auf verschiedenen Gebieten und Rückkehr zu Wachstum. Nach wie vor hohes Niveau der internen und externen Verschuldung. Besondere Beobachtung der Politikumsetzung (Post programme surveillance)	(1) Staatshaushalt: Korrektur des exzessiven Defizits, Kosteneffizienz des Gesundheitssystems, Steuerreformen (Vereinfachung, wachstumsfreundlichere Ausrichtung, Steuerhinterziehung); (2) Finanzmarktinstitutionen: Restrukturierung von Banken, Private Finanzierung, Insolvenzverwaltung; (3) Arbeitsmarktreformen: Segmentierung eindämmen, Arbeitssuche vereinfachen, Langzeitarbeitslosigkeit bekämpfen; (4) Bildungsreformen: Jugendarbeitslosigkeit, Qualität der Primär- und Sekundärbildung, Schulabbrecherquote; (6) Wettbewerbspolitik: Einheitlicher Markt, Marktbarrieren für Gewerbetreibende; (7) Infrastruktur / Energiepolitik: Rentabilität gewährleisten; (8) Öffentliche Verwaltung: Schattenwirtschaft, Schwarzarbeit, Struktur des Justizwesens

noch Tabelle D1

Frankreich	2012	Exportmarktanteile, Staatsverschuldung	preisliche Wettbewerbsfähigkeit; preisunabhängige Wettbewerbsfähigkeit	Ausgeprägtes Ungleichgewicht	Exportentwicklung und internationale Wettbewerbsfähigkeit	(2) Arbeitsmarktreformen: Segmentierung, Arbeitnehmerschutz; (4) Steuersystem: Vereinfachung, Reform hin zu wachstumsfreundlicherer Steuerstruktur, Reform der Mwst.; (5) Wettbewerbspolitik: Handelsrestriktionen vor allem im Einzelhandel und Dienstleistungssektor, Liberalisierung Energiesektor
	2013	Exportmarktanteile, Staatsverschuldung	Kosten- und kostenunabhängige Wettbewerbsfähigkeit; Finanzielle Situation von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften; Arbeitsmarktrigiditäten	Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung	Verschlechterung der außenwirtsch. Position, Probleme mit preislicher und nicht-preislicher Wettbewerbsfähigkeit, hohe Staatsverschuldung, wg. Größe der Wirtschaft hohe Bedeutung für EWU	(1) Staatshaushalt: Korrektur des übermäßigen Defizits, Dezentralisierungsgesetz, Ausgaben überprüfen, insb. Rentensystem, Gesundheitsausgaben; (2) Lohnpolitik: Senkung Arbeitskosten, Sozialversicherungsbeiträge, Mindestlohn; (3) Wettbewerbspolitik: Geschäftsumfeld, regulatorischen Rahmen vereinfachen, Innovation verbessern; (4) Wettbewerbspolitik: Beschränkungen im Dienstleistungsbereich, Marktbarrieren im Einzelhandel, Kapazität des Energieverbundnetzes; (5) Steuersystem: Vereinfachung und Effizienzsteigerung, steuerliche Entlastung der Arbeit hin zu Besteuerung von Konsum und Umwelt; (6) Arbeitsmarktreformen: Segmentierung, Zeitarbeit, Arbeitslosenunterstützung reformieren um Anreize zur Arbeitssuche zu stärken, Jugendarbeitslosigkeit und Altersarmut bekämpfen
	2014	Realer effektiver Wechselkurs, Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung	Nachhaltigkeit der Leistungsbilanz und Netto-Auslandsvermögensstatusentwicklungen; Zusammenhänge mit anderen Euro-Mitgliedsstaaten und potentielle Ausstrahleffekte; Arbeitskostenentwicklungen und ihre Konsequenzen für die Wettbewerbsfähigkeit; kostenunabhängige Wettbewerbsfähigkeit; Öffentliche und private Verschuldung	Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung	Verschlechterung der Handelsbilanz, internationale Wettbewerbsfähigkeit, hohe Staatsverschuldung, wg. Größe der Wirtschaft hohe Bedeutung für EWU, angesichts der Annahmung unterschiedener Politikmaßnahmen bereits 2013 regelmäßig Berichterstattung der Kommission an den Rat	(1) Staatshaushalt: Exzessives Defizit, Ausgaben für soziale Sicherungssysteme, Ausgaben für Gesundheitssystem, Rentensystem; (2) Lohnpolitik: Kostenreduktion, Sozialversicherungsbeiträge; (3) Wirtschaftlicher Rechtsrahmen: Vereinfachung, Abbau von Regulierungen; (4) Wettbewerbspolitik: Marktbarrieren, Regulierung im Einzelhandel, Energiepolitik insb. in Abstimmung mit Spanien, Infrastrukturmaßnahmen; (5) Steuersystem: Reform hin zu wachstumsfreundlicherer Steuerstruktur, Verbreiterung der Steuerbasis; (6) Arbeitsmarktreformen: Rigiditäten, Arbeitslosenunterstützung, Anregungssysteme

noch Tabelle D1

Italien	2012	Exportmarktanteile, Staatsverschuldung	Außenwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit	Ausgeprägtes Ungleichgewicht	Hohe öffentliche Verschuldung, Exportentwicklung und internationale Wettbewerbsfähigkeit, Wachstumspotenzial muss erhöht werden, um Schuldentragfähigkeit zu erhöhen	(1) Staatshaushalt: Korrektur des übermäßigen Defizits, Einhaltung mittelfristiger Haushaltsziele; (3) Bildungsreformen: Jugendarbeitslosigkeit, Arbeitsmarktmobilität, Schulabbruchquote; (4) Arbeitsmarktreformen: Segmentierung, Arbeitslosenunterstützung, Frauenquote, Lohnsetzungsrahmen; (5) Steuersystem: Steuerhinterziehung, Schattenwirtschaft, Schwarzarbeit, Reform hin zu wachstumsfreundlicherer Steuerstruktur
	2013	Exportmarktanteile, Staatsverschuldung	Wettbewerbsfähigkeitsentwicklungen; Lohnwachstum, Reaktionsfähigkeit des Arbeitsmarktes und Besteuerung; ausgewählte Triebkräfte der Produktivitätsabschwächung	Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung	Exportentwicklung und Probleme mit Wettbewerbsfähigkeit sowie hohe öffentliche Verschuldung, wg. Größe der Wirtschaft hohe Bedeutung für EWU	(1) Staatshaushalt: Konsolidierung, Effizienz und Qualität öff. Ausgaben; (2) Verwaltung: Effizienz der öff. Verwaltung, Verfahrensdauer und Zivilgerichtsbarkeit; (3) Bankensystem: Unternehmensführung ausdehnen, produktives Kreditwesen fördern, Kapitalmärkte ausbauen; (4) Arbeitsmarktreformen: Beteiligung von Frauen, Effizienz staatlicher Arbeitsvermittlung, Berufsberatung, Schulabbrecherquote; (5) Steuersystem: Reform hin zu wachstumsfreundlicherer Steuerstruktur, Steuerhinterziehung; (6) Wettbewerbspolitik: Öffnung des Dienstleistungssektors, Marktzugang netzgebundener Wirtschaftszweige
	2014	Realer effektiver Wechselkurs, Exportmarktanteile, Staatsverschuldung	Hohe öffentliche Verschuldung; Verlust von außenwirtschaftlicher Wettbewerbsfähigkeit; Italiens Produktivitäts Herausforderung; Eurozonen Ausstrahleffekte	Übermäßiges Ungleichgewicht	Hohe öffentliche Verschuldung und Wettbewerbsfähigkeitprobleme, letztlich begründet in hartnäckiger Produktivitätsschwäche, hohe Bedeutung für EWU wg. Größe der Wirtschaft, besondere Beobachtung und Berichte an Rat	(1) Staatshaushalt: wachstumsfreundliche Haushaltspolitik, Unabhängigkeit und Wirksamkeit eines fiskalischen Gremiums ("fiscal council"); (2) Steuersystem: Reform hin zu wachstumsfreundlicherer Steuerstruktur, Subventionsabbau, Steuerhinterziehung, Schattenwirtschaft, Schwarzarbeit; (3) Wettbewerbspolitik: Effektivität öffentlicher Verwaltung, Korruptionsbekämpfung; (4) Finanzmarktinstitutionen: Kreditvergabe anregen, geregelte Unternehmensführung der Finanzintermediäre; (5) Arbeitsmarktreformen: Stellenausbau, Arbeitslosenunterstützung, Frauenquote, Lehrstellenangebot verbessern, Soziale Unterstützung; (6) Bildungsreformen: Schulabbruchquote, tertiäre Bildung; (7) Rechtsrahmen: Marktbarrieren, öff. und privates Auftragswesen; (8) Infrastruktur: Transportbehörde, Infrastruktur im Energiesektor, Hafenverwaltung
Zypern	2012	Leistungsbilanzsaldo, Nettoauslandsvermögensposition, Exportmarktanteile, Kreditflüsse des Privatsektors, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung	Leistungsbilanz; Wettbewerbsfähigkeit; Privatverschuldung; Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen; Wohnungsmarkt; Bankensektor	Sehr ausgeprägtes Ungleichgewicht	Leistungsbilanz, öffentliche Verschuldung, Probleme im Finanzsektor	(1) Staatshaushalt: Korrektur des übermäßigen Defizits, Steuerhinterziehung; (2) Finanzmarktinstitutionen: Rekapitalisierung, Stärkung des Bankensektors; (7) Wettbewerbspolitik: Stärkung des Wettbewerbs, Reform des Lohnfindungsprozesses (Indexierung), Diversifikation der Ökonomie
	2014	Leistungsbilanzsaldo, Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors	Finanzsektor; Analyse der Existenz außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte; Beurteilung der Existenz binnenwirtschaftlicher Ungleichgewichte; Verschuldung von Nichtfinanzunternehmen; Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen	kein Ungleichgewicht	Wachstumsmodell basierend auf einem starken Finanzsektor hat die Krise gut gemeistert; keine Ungleichgewichte im Sinne des Ungleichgewichtsverfahrens	Keine aus dem IDR
Luxemburg						

noch Tabelle D1

Ungarn	2012	Nettoauslandsvermögensposition, Staatsverschuldung	Leistungbilanzentwicklung und Ausblick; Nachhaltigkeit der Schuldenentwicklung;	Ausgeprägtes Ungleichgewicht	Nettoauslandsvermögensposition, öffentliche Verschuldung	(1) Staatshaushalt: Korrektur des exzessiven Defizits, Staatsverschuldung senken; (3) Steuersystem: Beschäftigungsfreundlichere Besteuerung, Verlagerung der Steuerlast auf Energiesteuern und Besitzsteuern, Frauenquote am Arbeitsmarkt; (4) Arbeitsmarktreformen: Arbeitsbeschaffung ausweiten, Inklusion von Roma; (5) Wettbewerbspolitik: Verwaltungsaufwand reduzieren, Rechtsrahmen für Unternehmensbesteuerung, Marktbarrieren
	2013	Nettoauslandsvermögensposition, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung, Arbeitslosenquote	Wachstumspotenzial: Bilanz und Perspektiven; Jüngste Veränderungen in der Unternehmensbesteuerung und die potentiellen Verhaltenseffekte; Bedingungen des Kreditmarktes und die Auswirkung auf Entschuldung	Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung	Anhaltende Korrektur der Nettoauslandsvermögensposition (Schuldenabbau im Unternehmenssektor) bei hoher Staatsverschuldung	(1) Staatshaushalt: Wachstumsfreundliche Haushaltstrategie, mittelfristiger Haushaltsrahmen, Aufgabenbereich Finanzrat, Transparenz; (2) Kreditvergabe Privatwirtschaft: Kapitalbildung Finanzsektor, Portfolioqualität, Regulierung und Aufsicht im Finanzsektor, Bankensanierung; (3) Steuersystem: Unternehmensbesteuerung, Verzerrungen bei Ressourcenallokation reduzieren, Besteuerung der Arbeit wachstumsfreundlicher gestalten, Belastung von Geringverdienern, Verlagerung zu Umweltsteuern; (4) Arbeitsmarktreformen: Jugendarbeitslosigkeit, lebenslanges Lernen, Frauenquote, soziale Inklusion Roma; (5) Wettbewerbspolitik: ausl. Direktinvestitionen, Marktwettbewerb fördern, Korruptionsbekämpfung, Marktbarrieren Einzelhandel, Dienstleistungssektor; (7) Energiepolitik: regulierte Energiepreise abschaffen, Unabhängigkeit nationaler Regulierungsbehörde, finanz. Tragfähigkeit staatseigener Unternehmen
	2014	Nettoauslandsvermögensposition, Exportmarktanteile, Staatsverschuldung, Arbeitslosenquote	Wirtschaftliche Rahmenbedingungen; Verschuldung privater Haushalte; Nichtfinanzieller Unternehmenssektor; Finanzsektor; Hohe und stagnierende Staatsverschuldung	Ungleichgewicht mit verstärkter Überwachung	Anhaltende Korrektur der Nettoauslandsvermögensposition, hohe Verschuldung im privaten und öffentlichen Sektor, fragiler Finanzsektor, nachlassende Exportentwicklung	(1) Staatshaushalt: mittelfristiges Haushaltsziel, Transparenz öffentlicher Finanzen; (2) Finanzmarktinstitutionen: Finanzierung anregen, Insolvenzverfahren, Ausweitung von Regulierung und Überwachung; (3) Steuersystem: Steuerlast für Geringverdiener, Umweltsteuern, Mehrwertsteuerbetrug; (5) Wettbewerbspolitik: Rechtsrahmen, Marktbarrieren im Dienstleistungssektor, Wettbewerb und Transparenz im öff. Auftragswesen
Malta	2013	Leistungsbilanzsaldo, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung	Finanzsektor	Ungleichgewicht	Nachhaltigkeit der Staatsverschuldung fraglich, Risiken im Bankensektor	(2) Rentensystem: Ausgabenwachstum eindämmen, Anhebung des gesetzlichen und tatsächlichen Rentenalters, private Altersvorsorge, Reform des Gesundheitswesens; (5) Bankensystem: Rücklagen für Kreditausfälle bilden, Abhängigkeit vom Immobilienmarkt mildern, rigide Aufsicht des Bankensektors, Gesamteffizienz des Justizsystems insb. Dauer Insolvenzverfahren
	2014	Realer effektiver Wechselkurs, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung	Verschuldung; Finanzstabilität; Außenhandel und Wettbewerbsfähigkeit	Kein Ungleichgewicht	Verschuldung ist zwar noch hoch, Risiken erscheinen aber inzwischen eingegrenzt, nicht mehr Ungleichgewicht im Sinne des Ungleichgewichtsverfahrens	Keine aus dem IDR

noch Tabelle D1

Niederlande						
	2013	Leistungsbilanzsaldo, Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung	Leistungsbilanzüberschuss; Verschuldung der privaten Haushalte	Ungleichgewicht	Verschuldung im privaten Sektor verbunden mit Ineffizienzen im Häusermarkt, Leistungsbilanzüberschuss unter Beobachtung	(2) Immobilienmarkt: Senkung der Steuerabzugsfähigkeit von Hypothekenzinsen beschleunigen, Mieten im Sozialwohnungssektor an Haushaltseinkommen ausrichten, Neuausrichtung des soz. Wohnungsbaus
	2014	Leistungsbilanzsaldo, realer effektiver Wechselkurs, Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung	Leistungsbilanz; Wohnungsmarkt; Verschuldung der privaten Haushalte; Finanzsektor	Ungleichgewicht	Hoher Schuldenstand und Schuldenabbau im privaten Sektor verbunden mit Ineffizienzen im Häusermarkt, Leistungsbilanzüberschuss unter Beobachtung	(2) Immobilienmarkt: Senkung der Steuerabzugsfähigkeit von Hypothekenzinsen beschleunigen, Mieten im Sozialwohnungssektor an Haushaltseinkommen ausrichten, Neuausrichtung des soz. Wohnungsbaus; (4) Arbeitsmarktreformen: Arbeitsmarktbeteiligung ausweiten, Arbeitnehmerschutz, Arbeitslosenunterstützung
Slowenien						
	2012	Nettoauslandsvermögensposition, nom. Lohnstückkosten	Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und Anfälligkeit des Bankensektors	Ausgeprägtes Ungleichgewicht	Schuldenabbau im Unternehmenssektor, Stabilität im Bankensektor	(3) Bankensystem: Kapitalrücklagen bilden, Bilanzen aufräumen, produktive Finanzierung wiederherstellen; (6) Wettbewerbspolitik: Marktbarrieren, Unternehmensumfeld; (7) Lohnpolitik: Lohnwachstum, Mindestlohn
	2013	Nettoauslandsvermögensposition, Exportmarktanteile	Schwachstellen des Bankensektors; staatliche Unternehmen: Hauptquelle gesamtwirtschaftlicher Ungleichgewichte und Hindernis für private Investitionen	Übermäßiges Ungleichgewicht	Politik muss angesichts stark negativer Trends der Verschuldungssituation im privaten und öffentlichen Sektor und Risiken im Bankensektor dringend gegensteuern	(1) Staatshaushalt: Korrektur des übermäßigen Defizits, Steuerdisziplin, mittelfristiger Haushaltsrahmen, Eventualverbindlichkeiten des Staates; (2) Rentensystem: gesetzliches Rentenalter an Lebenserwartung binden, Ausgaben für Langzeitpflege eindämmen, Zugang zu einschlägigen Dienstleistungen verbessern; (3) Arbeitsmarktreformen: Mindestlohn, Schaffung von Arbeitsplätzen, Segmentierung abbauen, Beschäftigung von Hochschulabsolventen, älteren Menschen und Geringqualifizierten ausbauen; (4) Finanzmarktinstitutionen: Überprüfung der Assets, Restrukturierung, Privatisierung von NKBM; (5) Bankensystem: Rechtsrahmen überprüfen, Aufsichtskapazitäten ausbauen, Transparenz statist. Daten gewährleisten; (6) Wettbewerbspolitik: Reform regulierter Dienstleistungen, Zutrittsbarrieren abbauen; (7) Justizsystem: Dauer von erstinstanzlichen Gerichtsverfahren senken, Zahl schwebender Verfahren senken; (8) Verwaltung des staatlichen Besitzes: Einstufung von Aktiva und Nichtaktiva, Funktionsfähigkeit der Slovenian Sovereign Holding, Register für öffentliches Personal; (9) Neugestaltung überschuldeter/unterkapitalisierter Unternehmen, Investitionen fördern, Umstrukturierungsprozess von Unternehmen, Abwicklung der Insolvenzverfahren
	2014	Nettoauslandsvermögensposition, Exportmarktanteile	Unternehmensentwicklung und Restrukturierung; Erneuerung des Finanzsektors; Staatsverschuldung; Verlust außenwirtschaftlicher Wettbewerbsfähigkeit;	Übermäßiges Ungleichgewicht	Erhebliche Fortschritte bei Abbau der Ungleichgewichte und Politikimplementation, aber Risiken sind nach wie vor groß. Weiter unter besonderer Beobachtung mit Berichten an den Rat.	(1) Staatshaushalt: Korrektur des übermäßigen Defizits, Haushaltsregeln implementieren, Überprüfung der Ausgabenposten im Hinblick auf weitere Einsparungen 2015; (2) Rentensystem: staatliches Rentenalter an Lebenserwartung anpassen, private Altersvorsorge fördern; (3) Arbeitsmarktreformen: Segmentierung eindämmen, Jugendarbeitslosigkeit bekämpfen, Mismatch; (4) Finanzmarktinstitutionen: Privatisierung NKBM, Kreditwesen überprüfen, private Finanzierung ankurbeln; (5) Wettbewerbspolitik: Privatisierung, Verwaltung des staatlichen Besitzes (Slovenian Sovereign Holding); (6) Wettbewerbspolitik: Unternehmensrestrukturierung, Insolvenzrecht, Dauer von erstinstanzlichen Gerichtsverfahren senken, Zahl schwebender Verfahren senken; (7) Wettbewerbspolitik: Marktbarrieren beseitigen, ausländische Investitionen anregen; (8) Markttransparenz: Korruptionsbekämpfung

noch Tabelle D1

Finnland						
	2012	Exportmarktanteile, nom. Lohnstückkosten, Immobilienpreise, Schuldenstand des Privatsektors	Wettbewerbsfähigkeit und Exportleistung; Privatverschuldung und Wohnungsmarktentwicklungen	Ungleichgewicht	Internationale Wettbewerbsfähigkeit	(5) Wettbewerbspolitik: Produktivitätsentwicklung beschleunigen, Diversifikation Unternehmensformen
	2013	Exportmarktanteile, nom. Lohnstückkosten, Schuldenstand des Privatsektors, Verbindlichkeiten des Finanzsektors	Wettbewerbsfähigkeit und Exportleistung; Privatverschuldung; Wachstum der Verbindlichkeiten des Finanzsektors	Ungleichgewicht	Deutliche Verschlechterung der Leistungsbilanz, schwache Exportentwicklung (industrieller Strukturwandel), internationale Wettbewerbsfähigkeit (preislich und nicht-preislich)	(3) Arbeitsmarktreformen: Erwerbstätigenquote älterer Arbeitnehmer, Vorruhestandsregelungen, Erhöhung des tatsächlichen Renteneintrittsalters, Pensionsleistungen, Arbeitsmarktchancen junger Menschen und Langzeitarbeitsloser; (4) Wettbewerbspolitik: Produkt- und Dienstleistungsmarkt, insb. Wettbewerb im Einzelhandel; (5) Forschung und Entwicklung: Innovative Produkte, Wachstumsunternehmen, Diversifizierung der Industrie, Angleichung der Reallöhne
	2014	Realer effektiver Wechselkurs, Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors	Leistungsbilanz; Handelsleistung und die Integration in die globale Wertschöpfungskette; Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit; preisunabhängige Wettbewerbsfähigkeit	Ungleichgewicht	Schwache Exportentwicklung (industrieller Strukturwandel), internationale Wettbewerbsfähigkeit (preislich und nicht-preislich)	(2) Reform des Kommunalwesens: Dienstleistungen, Sozial- und Pflegemaßnahmen; (4) Wettbewerbspolitik: Produkt- und Dienstleistungsmarkt, insb. Einzelhandel; (5) Forschung und Entwicklung: Innovative Produkte, Wachstumsunternehmen, Diversifizierung der Industrie, Gasverbindungen mit Estland
Schweden						
	2012	Leistungsbilanzsaldo, Exportmarktanteile, Immobilienpreise, Schuldenstand des Privatsektors	Wohnungsmarkt; Privatschulden	Ungleichgewicht	Verschuldung im privaten Sektor, Immobilienmarkt	(2) Immobilienmarkt: Stabilität und Hypothekenswesen verbessern, Mietpreisfestsetzung, Vertragsfreiheit zwischen Mieter und Vermieter, Wettbewerb im Bausektor
	2013	Leistungsbilanzsaldo, Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors	Wohnungsmarkt und Verschuldung privater Haushalte; Verschuldung des nichtfinanziellen Unternehmenssektors; Verbindungen privater Schulden zur Realwirtschaft, der Finanzsektor und öffentliche Finanzen	Ungleichgewicht	Verschuldung im privaten Sektor, verbliebene Ineffizienzen im Immobilienmarkt, Leistungsbilanzüberschuss unter Beobachtung	(2) Private Verschuldung: Risiken minimieren, Steuerliche Abzugsfähigkeit von Hypothekarkreditzinsen und Erhöhung der Immobiliensteuern vermindern, Fremdfinanzierung in Unternehmensbesteuerung verringern; (3) Immobilienmarkt: Effizienz des Wohnimmobilienmarktes verbessern, System zur Mietpreisfestsetzung reformieren, Vertragsfreiheit zwischen Parteien stärken, Zutrittschranken für Bauunternehmen senken
	2014	Leistungsbilanzsaldo, Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors	Übersicht des Bankensektors; Kreditrisiko; Refinanzierungsrisiko; Wettbewerbsfähigkeit und außenwirtschaftliche Position; Privatverschuldung: Verschuldung des nichtfinanziellen Unternehmenssektors und Privathaushalten; Wohnungsmarkt	Ungleichgewicht	Verschuldung im privaten Sektor, Immobilienmarkt, Leistungsbilanzüberschuss unter Beobachtung.	(2) Private Verschuldung: Verschuldungstendenz in der Wohnimmobilienbesteuerung vermindern, Maßnahmen zur Unterstützung der Tilgung von Hypothekarkrediten; (3) Immobilienmarkt: Reformen zur Mietpreisfestsetzung, Vertragsfreiheit zwischen Parteien, Wettbewerb im Bausektor

noch Tabelle D1

Vereinigtes Königreich	2012	Realer effektiver Wechselkurs, Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung	Schulden privater Haushalte und der Wohnungsmarkt; außenwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit	Ungleichgewicht	Verschuldung der privaten Haushalte, Immobilienmarkt, internationale Wettbewerbsfähigkeit (weniger dringend)	(2) Immobilienmarkt: Destabilisierende Effekte hoher und volatiler Hauspreise, hoher privater Schuldenstand, staatliche Subventionen beim Immobilienkauf; (3) Bildungsreformen: Jugendarbeitslosigkeit, Geringqualifizierte 18-24; (6) Ausbau der Infrastruktur: Transport- und Energienetz
	2013	Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung	Außenwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit; Privatschulden, Entschuldung und Wachstum	Ungleichgewicht	Verschuldung der privaten Haushalte (insbes. Hypotheken), Immobilienmarkt, internationale Wettbewerbsfähigkeit bei geringem Produktivitätswachstum	(2) Immobilienmarkt: Wohnungsangebot, übermäßige Hypothekenkreditvergabe bekämpfen, Grund- und Immobilienbesteuerung, Wohnungsbau fördern; (3) Bildungsreformen: Bekämpfung von Jugendarbeitslosigkeit, Qualifikationssystem vereinfachen, Geringqualifizierte 18-24; (5) Private Finanzierung: Verfügbarkeit für Unternehmenssektor steigern, Marktbarrieren abbauen, Gründung neuer Banken ("Challenger Banks"), Kapitallücken schließen; (6) Ausbau der Infrastruktur: Transport- und Energienetz
	2014	Exportmarktanteile, Schuldenstand des Privatsektors, Staatsverschuldung	Exportanteil und Wettbewerbsfähigkeit; Privatverschuldung; Wohnungsmarkt und Hypothekenschulden	Ungleichgewicht	Verschuldung der privaten Haushalte (insbes. Hypotheken), Immobilienmarkt, Exportmarktanteilsverluste	(2) Immobilienmarkt: Wohnungsangebot, übermäßige Hypothekenkreditvergabe bekämpfen, Grund- und Immobilienbesteuerung, Wohnungsbau fördern; (3) Bildungsreformen: Bekämpfung von Jugendarbeitslosigkeit, Qualifikationssystem vereinfachen; (5) Private Finanzierung: Verfügbarkeit für Unternehmenssektor steigern, Gründung neuer Banken ("Challenger Banks"); (6) Ausbau der Infrastruktur: Vorhersehbarkeit des Planungsprozesses

Quelle: Europäische Kommission (2012f; 2012g; 2013b) und *In-depth Reports* (verschiedene Länder, verschiedene Jahrgänge); eigene Zusammenstellung.

Tabelle D2:

Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2012–2013 (aus dem Ungleichgewichtsverfahren abgeleitete Empfehlungen sind gelb unterlegt)

Land	2012			2013		
	Nummer	Länderspezifische Empfehlungen	Fortschritt	Nummer	Länderspezifische Empfehlungen	Fortschritt
Belgien	1	Staatshaushalt	Geringer Fortschritt	1	Staatshaushalt	Einiger Fortschritt
	2	Rentensystem	Einiger Fortschritt	2	Rentensystem	Einiger Fortschritt
	3	Bankensystem / Finanzmarktinstitutionen	Vollständige Umsetzung	3	Lohnpolitik	Geringer Fortschritt
	4	Lohnpolitik (Indexierung)	Geringer Fortschritt	4	Wettbewerbspolitik (Dienstleistungen)	Geringer Fortschritt
	5	Steuersystem	Einiger Fortschritt	5	Steuersystem	Geringer Fortschritt
	6	Wettbewerbspolitik (Einzelhandel)	Geringer Fortschritt	6	Arbeitsmarktreformen	Einiger Fortschritt
	7	Klimapolitik / Treibhausgasemissionen	Kein Fortschritt	7	Klimapolitik / Treibhausgasemissionen	Geringer Fortschritt
Bulgarien	1	Staatshaushalt	Substanzieller Fortschritt	1	Staatshaushalt	Einiger Fortschritt
	2	Rentensystem	Einiger Fortschritt	2	Rentensystem	Kein Fortschritt
	3	Arbeitsmarktreformen	Geringer Fortschritt	3	Arbeitsmarktreformen	Geringer Fortschritt
	4	Bildungsreformen	Geringer Fortschritt	4	Bildungsreformen	Kein Fortschritt
	5	Reform der öffentlichen Verwaltung / des Justizsystems	Einiger Fortschritt	5	Öffentliche Verwaltung / Unternehmenskultur (Bürokratie)	Geringer Fortschritt
	6	Öffentliche Auftragsvergabe	Einiger Fortschritt	6	Eingliederung von Finanzmitteln der EU	Geringer Fortschritt
	7	Wettbewerbspolitik (Marktbarrieren)	Geringer Fortschritt	7	Unabhängigkeit nationaler Behörden	Geringer Fortschritt
Dänemark	1	Staatshaushalt	Substanzieller Fortschritt	1	Staatshaushalt	Substanzieller Fortschritt
	2	Rentensystem	Substanzieller Fortschritt	2	Arbeitsmarktreformen	Einiger Fortschritt
	3	Bildungsreformen	Einiger Fortschritt	3	Wettbewerbspolitik (Dienstleistungen, Marktbarrieren)	Geringer Fortschritt
	4	Wettbewerbspolitik (Marktbarrieren)	Einiger Fortschritt			
	5	Immobilienmarkt / Finanzmarktinstitutionen (Stabilität)	Einiger Fortschritt			
Spanien	1	Staatshaushalt	Einiger Fortschritt	1	Staatshaushalt	Einiger Fortschritt
	2	Rentensystem	Einiger Fortschritt	2	Steuersystem	Einiger Fortschritt
	3	Steuersystem	Einiger Fortschritt	3	Finanzmarktinstitutionen (Rekapitalisierung)	Vollständige Umsetzung
	4	Finanzmarktinstitutionen	Einiger Fortschritt	4	Arbeitsmarktreformen	Einiger Fortschritt
	5	Arbeitsmarktreformen	Einiger Fortschritt	5	Bildungsreformen (Jugendarbeitslosigkeit)	Einiger Fortschritt
	6	Bildungsreformen / Wettbewerbspolitik (KMUs)	Einiger Fortschritt	6	Armutsrisiko	Einiger Fortschritt
	7	Beschäftigungspolitik (Geringqualifizierte, Armutsrisiken)	Geringer Fortschritt	7	Einheitlicher Markt / Binnenmarkt	Einiger Fortschritt
	8	Wettbewerbspolitik (Regulierung, Dienstleistungen)	Geringer Fortschritt	8	Energiepolitik (Strukturreform des Energiesektors)	Einiger Fortschritt
				9	Öffentliche Verwaltung	Einiger Fortschritt

noch Tabelle D2

Land	2012			2013		
	Nummer	Länderspezifische Empfehlungen	Fortschritt	Nummer	Länderspezifische Empfehlungen	Fortschritt
Frankreich	1	Staatshaushalt	Einiger Fortschritt	1	Staatshaushalt	Einiger Fortschritt
	2	Arbeitsmarktreformen	Einiger Fortschritt	2	Lohnpolitik (Reduktion Lohnkosten)	Einiger Fortschritt
	3	Bildungsreformen (Jugendarbeitslosigkeit)	Einiger Fortschritt	3	Wettbewerbspolitik (Unternehmenskultur)	Einiger Fortschritt
	4	Steuersystem	Substanzieller Fortschritt	4	Wettbewerbspolitik (Dienstleistungen)	Geringer Fortschritt
	5	Wettbewerbspolitik (Einzelhandel, Dienstleistungen)	Geringer Fortschritt	5	Steuersystem	Geringer Fortschritt
				6	Arbeitsmarktreformen	Einiger Fortschritt
Italien	1	Staatshaushalt	Einiger Fortschritt	1	Staatshaushalt	Geringer Fortschritt
	2a	Nationale Schuldenbremse	Vollständige Umsetzung	2	Zivilgerichtsbarkeit, Verwaltungsaufwand	Geringer Fortschritt
	2b	Öffentliche Ausgaben	Einiger Fortschritt			
	3	Bildungsreformen (Jugendarbeitslosigkeit)	Einiger Fortschritt	3	Bankensystem	Einiger Fortschritt
	4	Arbeitsmarktreformen	Einiger Fortschritt	4	Arbeitsmarktreformen	Geringer Fortschritt
	5	Steuersystem	Geringer Fortschritt	5	Steuersystem	Geringer Fortschritt
Zypern	6	Wettbewerbspolitik (Dienstleistungen)	Einiger Fortschritt	6	Wettbewerbspolitik (Dienstleistungen)	Geringer Fortschritt
	1	Staatshaushalt	Einiger Fortschritt	1	Keine zusätzlichen Empfehlungen da Anpassungsprogramm	
	2	Finanzmarktinstitutionen	Einiger Fortschritt	2		
	3	Rentensystem	Einiger Fortschritt	3		
	4	Gesundheitsreformen	Einiger Fortschritt	4		
	5	Arbeitsmarktreformen / Bildungsreformen	Einiger Fortschritt	5		
	6	Wettbewerbspolitik (Dienstleistungen)	Einiger Fortschritt	6		
Ungarn	7	Lohnpolitik (Indexierung)	Einiger Fortschritt	7		
	1	Staatshaushalt	Substanzieller Fortschritt	1	Staatshaushalt	Einiger Fortschritt
	2	Mittelfristiger Haushaltsrahmen	Einiger Fortschritt	2	Kreditvergabe Privatwirtschaft	Geringer Fortschritt
	3	Steuersystem	Einiger Fortschritt	3	Steuersystem	Geringer Fortschritt
	4	Arbeitsmarktreformen	Einiger Fortschritt	4	Arbeitsmarktreformen	Einiger Fortschritt
	5	Wettbewerbspolitik (Verwaltungsaufwand)	Einiger Fortschritt	5	Wettbewerbspolitik (Verwaltungsaufwand, Unternehmenskultur)	Geringer Fortschritt
Malta	6	Bildungsreformen (Schulabbrecher)	Geringer Fortschritt	6	Bildungsreformen (Schulabbrecher)	Geringer Fortschritt
	7	Öffentliches Verkehrssystem	Geringer Fortschritt	7	Energiepreisentwicklung, Staatsunternehmen	Geringer Fortschritt
	1	Staatshaushalt	Kein Fortschritt	1	Staatshaushalt	Einiger Fortschritt
	2	Rentensystem	Kein Fortschritt	2	Rentensystem	Geringer Fortschritt
	3	Bildungsreformen (Schulabbrecher)	Einiger Fortschritt	3	Bildungsreformen (Schulabbrecher)	Einiger Fortschritt
	4	Lohnpolitik (Indexierung)	Kein Fortschritt	4	Energie- / Umweltpolitik	Geringer Fortschritt
	5	Energie- / Umweltpolitik	Geringer Fortschritt	5	Bankensystem	Einiger Fortschritt
	6	Bankensystem	Einiger Fortschritt			

noch Tabelle D2

Land	2012			2013		
	Nummer	Länderspezifische Empfehlungen	Fortschritt	Nummer	Länderspezifische Empfehlungen	Fortschritt
Niederlande	1	Staatshaushalt	Einiger Fortschritt	1	Staatshaushalt	Substanzieller Fortschritt
	2	Rentensystem	Einiger Fortschritt	2	Immobilienmarkt	Geringer Fortschritt
	3	Arbeitsmarktreformen	Einiger Fortschritt	3	Rentensystem	Einiger Fortschritt
	4	Wettbewerbspolitik (Innovationen, FuE)	Einiger Fortschritt	4	Arbeitsmarktreformen	Einiger Fortschritt
	5	Immobilienmarkt	Geringer Fortschritt			
Slowenien	1	Staatshaushalt	Einiger Fortschritt	1	Staatshaushalt	Geringer Fortschritt
	2	Rentensystem	Einiger Fortschritt	2	Rentensystem	Geringer Fortschritt
	3	Bankensystem	Einiger Fortschritt	3	Arbeitsmarktreformen	Geringer Fortschritt
	4	Arbeitsmarktreformen (Segmentierung)	Einiger Fortschritt	4	Finanzmarktinstitutionen (Analyse der Assets)	Substanzieller Fortschritt
	5	Arbeitsmarktreformen (Mismatch)	Einiger Fortschritt	5	Bankensystem (Rechtsrahmen)	Geringer Fortschritt
	6	Wettbewerbspolitik (Unternehmen, Dienstleistungen)	Einiger Fortschritt	6	Wettbewerbspolitik (Unternehmen, Dienstleistungen)	Geringer Fortschritt
	7	Lohnpolitik	Einiger Fortschritt	7	Justizsystem (Prozessreformen)	Einiger Fortschritt
				8	Verwaltung des staatlichen Besitzes (Slovenian Sovereign Holding)	Geringer Fortschritt
Finnland				9	Neugestaltung überschuldeter/unterkapitalisierter Unternehmen	Einiger Fortschritt
	1	Staatshaushalt	Einiger Fortschritt	1	Staatshaushalt	Substanzieller Fortschritt
	2	Reform des öffentlichen Dienstes	Einiger Fortschritt	2	Reform des Kommunalwesens	Substanzieller Fortschritt
	3	Arbeitsmarktreformen (Jugendarbeitslosigkeit, Langzeitarbeitslose)	Substanzieller Fortschritt	3	Rentensystem	Einiger Fortschritt
	4	Wettbewerbspolitik (Industrie, Dienstleistungen)	Einiger Fortschritt	4	Wettbewerbspolitik	Einiger Fortschritt
Schweden	5	Diversifikation Unternehmensformen	Einiger Fortschritt	5	Forschung und Innovation	Einiger Fortschritt
	1	Staatshaushalt	Vollständige Umsetzung	1	Staatshaushalt	Substanzieller Fortschritt
	2	Immobilienmarkt	Einiger Fortschritt	2	Private Verschuldung	Geringer Fortschritt
	3	Arbeitsmarktreformen	Einiger Fortschritt	3	Immobilienmarkt	Geringer Fortschritt
Vereinigtes Königreich	4	Forschung und Innovation ("Research and innovation bill")	Vollständige Umsetzung	4	Arbeitsmarktreformen	Einiger Fortschritt
	1	Staatshaushalt	Geringer Fortschritt	1	Staatshaushalt	Geringer Fortschritt
	2	Immobilienmarkt	Einiger Fortschritt	2	Immobilienmarkt	Geringer Fortschritt
	3	Bildungsreformen	Einiger Fortschritt	3	Bildungsreformen	Einiger Fortschritt
	4	Arbeitsmarktreformen (Geringverdiener, Kinderarmut)	Einiger Fortschritt	4	Arbeitsmarktreformen (Geringverdiener, Kinderarmut)	Einiger Fortschritt
	5	Private Finanzierung	Einiger Fortschritt	5	Private Finanzierung	Substanzieller Fortschritt
	6	Ausbau der Infrastruktur	Einiger Fortschritt	6	Ausbau der Infrastruktur	Einiger Fortschritt

Quelle: Eigene Zusammenstellung auf Basis verschiedener Kommissionsdokumente.

