

Michael Heise

Notwendigkeit und Ausgestaltung makroökonomischer Überwachung im Euroraum

Die Staatsschuldenkrise in der Europäischen Union hat wieder einmal deutlich gemacht, wie nötig Frühindikatoren sind, die rechtzeitig drohende Ungleichgewichte und Schwächen in einzelnen Volkswirtschaften anzeigen. Michael Heise stellt hier eine makroökonomische Scorecard – den Euro Monitor – vor, die alle wesentlichen ökonomischen Bereiche berücksichtigt.

Elf Jahre nach ihrem Inkrafttreten befindet sich die europäische Währungsunion (EWU) in einer schweren Bewährungsprobe. Weder die Konsolidierungsanstrengungen in den hochverschuldeten Mitgliedsländern noch die Rettungsaktionen der Politik auf europäischer Ebene haben die Krise im Euroraum bislang beilegen können. Die Akzeptanz des Euro in der Bevölkerung sinkt aufgrund der „Nettozahler“-Rolle Deutschlands. Dabei wird häufig übersehen, dass die EWU viel Wohlstand mit sich gebracht hat: Seit Einführung des Euro wurden etwa 13 Mio. Jobs geschaffen – ein Rekord, der das Beschäftigungswachstum in anderen Industriestaaten, einschließlich der USA (Anstieg um 7 Mio.), weit übertrifft. Die Preise waren in dieser Zeit weitgehend stabil, stabiler noch als zu D-Mark-Zeiten. Allerdings hat die Schuldenkrise in einer Reihe von EWU-Ländern die Verwundbarkeit des gemeinsamen Währungsraums deutlich gemacht. Kräftiges Wachstum in einigen Volkswirtschaften überdeckte aufkommende, teilweise erhebliche makroökonomische Ungleichgewichte. Ein Wirkungsgeflecht aus starkem kreditgetriebenen Nachfragewachstum, vergleichsweise hohen Lohnsteigerungen und einer Erosion der preislichen Wettbewerbsfähigkeit resultierte in einigen Mitgliedstaaten an der geographischen Peripherie des Euroraums in hartnäckig hohen Leistungsbilanzdefiziten (vgl. Abbildung 1).

Hinter den beträchtlichen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten standen nicht tragfähige binnenwirtschaftliche Entwicklungen. Die nun im Zentrum der Schuldendebatte stehenden Länder hatten die Zeit niedriger Finanzierungskosten, zunehmender Konvergenz und hohen Wachstums nicht für Reformen und die Konsolidierung der Staatsfinanzen genutzt. Vielmehr veranlassten die geringen Finanzierungskosten einen starken Anstieg der Verschuldung auch im privaten Sektor und die (Fehl-) Allokation von Ressourcen in häufig wenig produktive Verwendungszwecke. Ein auf Dauer nicht tragfähiges Konsumniveau, Immobilienblasen und zunehmende Inlands- und Auslandsschulden waren die Folge.

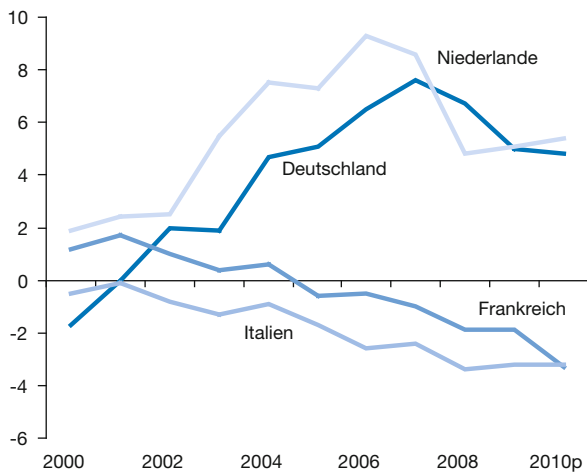
Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise mussten die Regierungen im Euroraum zur Stützung der Konjunktur und des Finanzsystems dann zusätzliche Ausgaben tätigen und einen scharfen Anstieg der Neuverschuldung hinnehmen. Besonders dramatisch verschlechterte sich dabei die Haushaltssituation in denjenigen Ländern, die bereits zuvor eine fragile Lage der Staatsfinanzen zu verzeichnen hatten. Zunehmend bezweifelten die Finanzmärkte ihre Fähigkeit, die hohe Schuldenlast auf Dauer bedienen zu können. Die Finanzmarktkrise wurde zur Staatsfinanzkrise.

Galt anfangs noch die Meinung, dass es sich um begrenzte Problemlagen handelt, wurden schon im Frühjahr deutliche Ausstrahlungseffekte über die Finanzmärkte der EWU sichtbar, die eine Gefahrenquelle für andere Mitgliedsländer und damit für den Währungsraum insgesamt darstellten. Nachdem die Lage der griechischen Staatsfinanzen offenbart wurde, war in einem insgesamt angespannten Marktumfeld zusehends auch die irische, portugiesische und spanische Refinanzierung am Kapitalmarkt gefährdet oder nur noch mit zeitweise sehr hohen Risikoprämien möglich. Eine Wechselkursänderung als zumindest temporär wirksames Gegenmittel, um Leistungsbilanzungleichgewichte abzubauen, steht den Mitgliedsländern einer Währungsunion nicht zur Verfügung. Länder einer Währungsgemeinschaft, die unter perfekter Kapitalmobilität operieren, geben zwei makroökonomische Instrumente auf, den Zinssatz und den Wechsel-

Dr. Michael Heise ist Chefvolkswirt der Allianz-Gruppe und Leiter Unternehmensentwicklung sowie Honorar-Professor an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt.

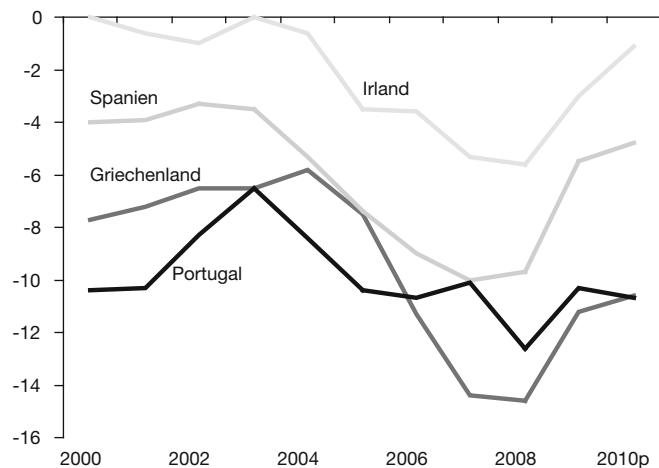
Abbildung 1
Leistungsbilanzdefizite in der EWU-Peripherie

in % des BIP



p = Schätzung.

Quellen: Eurostat, EU-Kommission.



kurs.¹ Folglich ist es Aufgabe der betroffenen Staaten, die den außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten zugrunde liegenden binnenwirtschaftlichen Probleme zu lösen.

Das Gefahrenpotential für die EWU, das von makroökonomischen Ungleichgewichten ausging, ist lange Zeit unterschätzt worden. Die krisenhaften Auswirkungen länderspezifischer Problemlagen auf den gesamten Währungsraum haben aber inzwischen Bemühungen um eine Reform der Währungsunion ausgelöst, die die institutionellen Rahmenbedingungen in der EU und der Eurozone

1 Dieses Phänomen ist als Trilemma der makroökonomischen Politik offener Volkswirtschaften bekannt. Vgl. Robert Mundell: The Theory of Optimum Currency Areas, in: American Economic Review, September 1961, S. 717-725; sowie Paul Krugman: Internationale Wirtschaftsbeziehungen, 8. aktualisierte Auflage, München 2009, S. 851. Gerade weil es keine nationale Geld- oder Wechselkurspolitik gibt, die diese Ungleichgewichte auch noch nach ihrem Entstehen korrigieren könnte, stellen diese eine besondere Bedrohung für ein Währungsgebiet dar. Die „Theorie des optimalen Währungsraumes“ hat Kriterien herausgearbeitet, anhand derer beurteilt wird, wann – bei gegebenem Nutzen – der Beitritt zu einer Währungsunion für eine Volkswirtschaft unter Kostengesichtspunkten vorteilhaft ist. Zu den Vorteilen zählen gemeinhin sinkende Transaktionskosten, der Wegfall nominaler Wechselkursschwankungen und dadurch bedingter Unsicherheit sowie eine erhöhte Preistransparenz, die Wettbewerb und so einen effizienteren Ressourceneinsatz generiert. Besonders profitiert eine Ländergruppe durch eine gemeinsame Währung, wenn ihre Güter- und Faktormärkte stark integriert sind bzw. die Länder einen hohen Grad an Preis- und Lohnflexibilität, Faktormobilität, Diversifikation der Produktion und Offenheit aufweisen. Durch die erhöhte Anpassungsfähigkeit an Schocks wird der Wechselkurs dann nicht als Ausgleichsmechanismus benötigt. Vgl. Olivier Blanchard, Gerhard Illing: Makroökonomie, 5. aktualisierte und erweiterte Auflage, München 2009, S. 637 ff.; und Egon Görgens, Karlheinz Ruckriegel, Franz Seitz: Europäische Geldpolitik, 4. Auflage, Stuttgart 2004, S. 12 f.

maßgeblich verändern dürften. Ein wesentlicher Aspekt dabei ist, dass in Zukunft im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts nicht nur auf finanzpolitische Disziplin geachtet wird, sondern dass es insgesamt um makrofinanzielle Stabilität geht. Durch die Verknüpfung präventiver und korrekativer Maßnahmen sollen ausufernde Ungleichgewichte verhindert werden. Insbesondere angesichts der Ausweitung der Solidarhaftung in der EWU soll der Anreiz zu einer verantwortungsvollen Wirtschaftspolitik aufrechterhalten bleiben.

Um dies voranzubringen, legte die EU-Kommission im Herbst 2010 ein Legislativpaket vor. Von den darin enthaltenen sechs Gesetzgebungsvorschlägen betreffen vier finanzpolitische Aspekte, während zwei neue Rechtsakte auf eine Prävention und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte abstellen.² Als neuer Bestandteil des EU-Rahmens für die Überwachung der Wirtschaftspolitik soll ein Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht (Excessive Imbalance Procedure) zum Zuge kommen. Das Verfahren sieht eine regelmäßige Bewertung des Risikos von Ungleichgewichten anhand eines „Satzes ökonomischer Indikatoren“ vor. Basierend auf

2 Vgl. Europäische Kommission: Wirtschaftspolitische Steuerung in der EU: Kommission legt umfassendes Legislativpaket vor, 29.10.2010, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/10/1199&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en>. Die Stärkung des Stabilitäts- und Wachstumspakts und die Umsetzung eines neuen Rahmens für die makroökonomische Überwachung soll, aufbauend auf den im Oktober 2010 gebilligten Empfehlungen der von dem Ratspräsidenten Herman Van Rompuy gebildeten Task Force, ab Sommer 2011 erfolgen.

dieser Bewertung kann die Kommission eine gründliche Überprüfung des Risikostaates veranlassen und dessen ursächliche Probleme analysieren. Liegen Ungleichgewichte vor, die die ordnungsgemäße Funktionsweise der EWU gefährden, kann der Rat eine Empfehlung abgeben und das Verfahren wie bei einem übermäßigen Defizit einleiten. Versäumt es ein Mitgliedstaat wiederholt, Korrekturmaßnahmen zu ergreifen, sind – analog zur haushaltspolitischen Überwachung – Sanktionen in Form einer Geldbuße vorgesehen.

Doch welcher Satz an Indikatoren soll zur Überprüfung herangezogen werden? Aus ökonomischer Perspektive genügt es zweifellos nicht, Ungleichgewichte lediglich in Form der aktuellen Leistungsbilanzposition zu messen. Seit längerem ist seitens der EU-Kommission ein Frühwarnsystem für makroökonomische Ungleichgewichte in Arbeit, wurde jedoch bislang wohl noch nicht fertig gestellt. Neben dem Leistungsbilanzsaldo wird das Scoreboard der Kommission vermutlich folgende fünf Indikatoren umfassen: Nettoauslandsposition, realer effektiver Wechselkurs, Anstieg realer Hauspreise, staatliche Verschuldung sowie Anteil der Kredite des privaten Sektors am BIP.³ Über die spezifischen Messgrößen und die Definition von Grenzwerten herrscht noch keine Klarheit.⁴

Wir vertreten die Auffassung, dass ein noch breiterer Ansatz erforderlich ist. Der von der Allianz entwickelte Euro Monitor (EM) versucht, die Debatte in dieser Hinsicht fortzuführen und um einen Vorschlag zu ergänzen.

Zielsetzung und Konzeption des Euro Monitors

Als makroökonomisches Monitoring- und Frühwarnsystem zielt der EM darauf ab, bestehende und neu aufkommende Ungleichgewichte aufzudecken, um solche wirtschaftspolitischen Fehlentwicklungen, die zur Schuldenkrise im Euroraum geführt haben, zukünftig rechtzeitig anzuzeigen. Im Sinne einer makroökonomischen Scorecard werden Länder anhand ihrer Fähigkeit bewertet, ein ausgewogenes Wachstum zu generieren. Euroländer, die sich auf einem ausgewogenen makroökonomischen Wachstumspfad befinden, tragen zur Stabilität des Euro bei.

3 Europäische Kommission: Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs – Tools for stronger EU economic governance, Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, 30.6.2010, http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/euro/documents/com_2010_367_en.pdf, S. 4 f.

4 Als Ansatz erwähnte die Kommission im Juni 2010 beispielhaft die Bestimmung von Grenzwerten anhand der 75- bzw. 25-Perzentile der statistischen Verteilungen einer jeden Variable über die Länder und die Zeit hinweg. Vgl. ebenda, S. 5.

Die Identifikation und Messung von Ungleichgewichten ist ökonomisch sehr anspruchsvoll. Eine „zu einfache“ Definition wird nicht für alle Länder politisch akzeptabel und damit politisch umsetzbar sein. So sieht auch die EU vor, dass der Warnmechanismus erst nach einer tiefgreifenden Länderanalyse zu wirtschaftspolitischen Empfehlungen führt.⁵ In jedem Fall beinhaltet ein solches Verfahren eine Reihe von delikaten Ermessensspielräumen. Ein ausgewogenes Messkonzept für makroökonomische Ungleichgewichte könnte anhand der folgenden 15 quantitativen Indikatoren in vier Kategorien aufgebaut werden:

- Solidität der Staatsfinanzen,
- Wettbewerbsfähigkeit und Inlandsnachfrage,
- Beschäftigung, Produktivität und Ressourceneffizienz,
- Private Verschuldung und Auslandsvermögensposition.

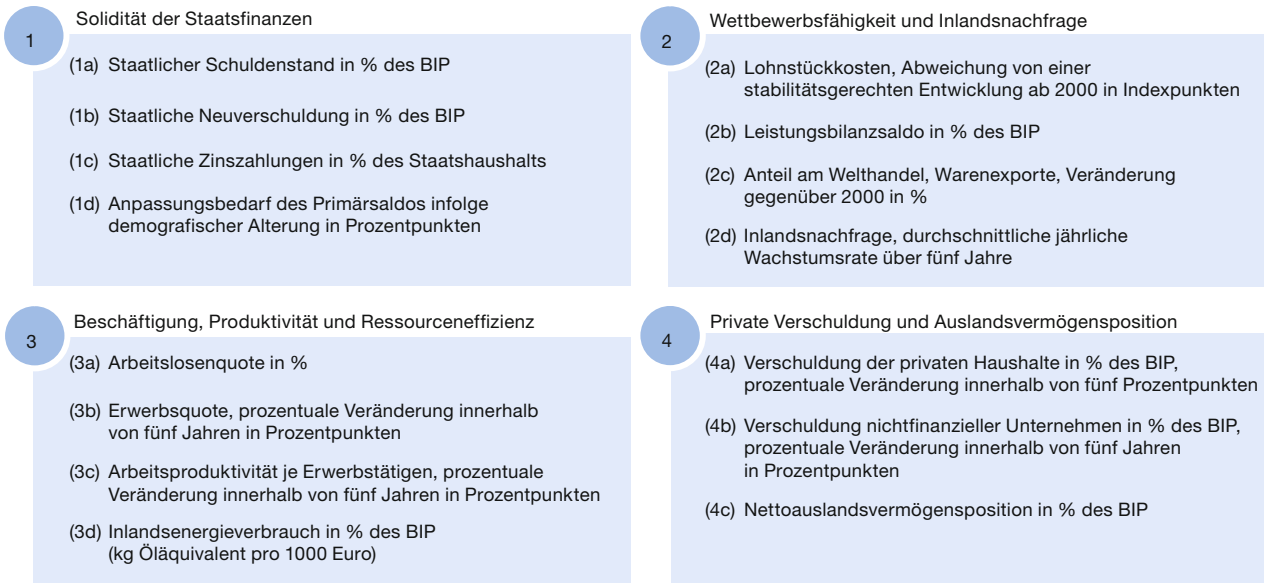
Neben Fiskalindikatoren wird hierbei auch die makroökonomische Dimension in der Breite abgedeckt. Vielfach wird eine Durchschnittsbildung über fünf Jahre vorgenommen, um eine konjunkturzyklusgerechte Analyse zu gewährleisten.

Solidität der Staatsfinanzen

In der ersten Kategorie ausgewogenen Wachstums wird die „Solidität der Staatsfinanzen“ anhand von vier Indikatoren beurteilt:

- Der *staatliche Finanzierungssaldo* und *Schuldenstand* sind die an den Finanzmärkten am stärksten beachteten Fiskalindikatoren. So stand am Anfang der Turbulenzen um die griechischen Staatsfinanzen die massive statistische Korrektur der Neuverschuldung, die angesichts der hohen staatlichen Schuldenstandsquote stark verunsicherte.
 - Ein weiterer Indikator zur Beurteilung der Solidität des Staatshaushaltes ist der Anteil der *Zinszahlungen auf die Staatsverschuldung am Staatshaushalt*. Denn ein hoher Schuldenstand muss – wie das Beispiel Japan zeigt – noch nicht zwangsläufig zu einer hohen Zinsbelastung für den Staatshaushalt führen, solange die Anleger am Kapitalmarkt bereit sind, dem Staat das Geld zu einem niedrigen Zinssatz zu leihen.
 - Ob die Finanzpolitik handlungsfähig bleibt oder die Gestaltungsmöglichkeiten zukünftiger Generationen stark einschränkt, hängt auch von demografisch bedingten zusätzlichen Lasten ab, die sich längerfristig
- 5 Europäische Kommission: Wirtschaftspolitische Steuerung in der EU, a.a.O.

Abbildung 2
Indikatoren und Schlüsselkategorien des Euro Monitors



in einer höheren Staatsverschuldung niederschlagen können (implizite Staatsverschuldung). Diese Belastung ist von Land zu Land je nach demografischer Entwicklung und Ausgestaltung der Altersvorsorgesysteme unterschiedlich. Implizite Verbindlichkeiten ergeben sich etwa durch künftige Beamtenpensionen und mögliche Zuschüsse in soziale Sicherungssysteme, die von zukünftigen Generationen geschultert werden müssen. Die zu erwartenden *zusätzlichen alterungsbedingten Staatsausgaben* werden deshalb als weiterer Indikator in die Kategorie „solide Staatsfinanzen“ übernommen.⁶

Wettbewerbsfähigkeit und Inlandsnachfrage – ein Spannungsfeld

Makroökonomische Ungleichgewichte können auf unzulängliche Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen sein. In einer Währungsunion müssen nationale Preis- und Kostenentwicklungen genau beobachtet werden. Überdurchschnittliche Preis- und Kostenentwicklungen ziehen ohne Wechselkursflexibilität unmittelbar Verluste an Wettbe-

werbsfähigkeit nach sich.⁷ Bei der Messung der externen Wettbewerbsfähigkeit legt der EM drei Indikatoren zugrunde, die durch eine Beurteilung der Binnennachfrage ergänzt werden:

- Als zentraler außenwirtschaftlicher Indikator wird vielfach die *Leistungsbilanzposition* angesehen, die der Differenz zwischen der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis (inkl. des Saldos der Vermögensübertragungen) und den gesamtwirtschaftlichen Nettoinvestitionen (Bruttoinvestitionen minus Abschreibungen) des betreffenden Landes entspricht. Fällt die gesamtwirtschaftliche Ersparnis geringer aus als das Investitionsvolumen, ist der Leistungsbilanzsaldo negativ. Eine solche gesamtwirtschaftliche Ersparnislücke muss über einen Abbau von Guthaben oder Verschuldung im Ausland bedient werden.⁸

Kräftige Leistungsbilanzdefizite werden häufig als Ausdruck mangelnder, Leistungsbilanzüberschüsse als Ausdruck hoher Wettbewerbsfähigkeit interpretiert.

6 Genauer: Als Grundlage dient ein Teilindikator des Sustainability Gap Indicators der EU-Kommission. Dieser zeigt die Anpassung im Primärsaldo an, die benötigt wird, um die Erhöhung der alterungsbedingten Staatsausgaben bis 2060 zu finanzieren. Vgl. EU-Kommission: Sustainability Report 2009, S. 9.

7 Jean-Claude Trichet: Reflections on EMU, Speech, Evangelische Akademie Tutzing, 13.11.2010, http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp101113_1.en.html.

8 Bundesbank: Zur Problematik makroökonomischer Ungleichgewichte im Euro-Raum, Monatsbericht Juli 2010, S. 21; Axel A. Weber: Macroeconomic imbalances in the European Monetary Union – causes and policy challenges, Speech at the Kangaroo-Group/EPIC lunch, Strasbourg, 22.9.2010, <http://www.bundesbank.de/download/press/reden/2010/20100922.weber.en.pdf>.

tiert. Der Leistungsbilanzsaldo allein sagt jedoch wenig aus. Die treibenden Kräfte der Leistungsbilanz, die bei der aktuellen Debatte, übrigens auch auf G-20-Ebene, oftmals ausgeblendet werden, sind wichtig: So müssen Defizite nicht immer eine Fehlentwicklung darstellen, die auf ausschweifendes Lohnwachstum oder unhaltbare öffentliche und private Schuldenberge zurückgeht. Aufholende Länder mit niedrigem Einkommensniveau können nämlich durchaus „gesunde“ Leistungsbilanzdefizite aufweisen, da ihnen Kapital für langfristig rentable Investitionen zufließt und den wirtschaftlichen Konvergenzprozess unterstützt. In einem solchen Umfeld erlauben überdurchschnittliche Produktivitätszuwächse auch überdurchschnittliche Lohnsteigerungen. Auf der anderen Seite reflektieren Überschüsse nicht zwangsläufig etwas Negatives. Eine verstärkte gegenwärtige Ersparnisbildung verbessert den Auslandsvermögensstatus, der absehbare demografische Belastungen – wie in Deutschland oder Japan – abfedern kann. Die Anlage dieser Ersparnisse im Ausland ermöglicht den heimischen Sparern, das Risiko ihrer Vermögen zu diversifizieren und von höheren Renditen in aufholenden wachstumsreichen Volkswirtschaften mit einem anderen demografischen Profil zu profitieren.⁹

- Da aber auch eine schwache Inlands- und Importnachfrage zu einem Leistungsbilanzüberschuss beitragen kann, geht die mittelfristige Entwicklung der *Binnennachfrage*, gemessen als die durchschnittliche jährliche Änderung der Inlandsnachfrage während der letzten fünf Jahre, als weiterer Indikator ein. Auf diese Weise soll dem Spannungsfeld Leistungsbilanz – Binnennachfrage Rechnung getragen werden.
- Eine ungünstige Entwicklung der Kosten ist in der Regel die Hauptursache für Verluste an Wettbewerbsfähigkeit. So dürfte die divergierende *Lohnentwicklung* eine der wichtigsten Ursachen sein, die zu Wettbewerbsunterschieden und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten im Euroraum geführt hat. Wir haben deshalb die Lohnstückkosten als einen der Einzelindikatoren für die Beurteilung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit herangezogen. In die Bewertung geht dabei die Abweichung der Lohnstückkosten von einer stabilitätsgerechten Entwicklung von 1,5% in Prozentpunkten ein.¹⁰

⁹ Vgl. auch Bundesbank, a.a.O., S. 23.

¹⁰ Lohnkosten stellen einen Hauptbestimmungsfaktor inländischer Inflation dar. Der Zielpfad eines jährlichen Anstiegs der Lohnkosten um 1,5% entspricht ungefähr der Preisstabilitätsnorm der EZB (nahe an, aber noch unter 2%), wenn die steigenden Rohstoffpreise, die den Inflationsdruck noch verstärken, in Betracht gezogen werden.

- Mängel an Wettbewerbsfähigkeit müssen aber nicht nur auf Kostennachteilen beruhen. Sie können auch Folgen mangelnder Produktinnovation und einer weniger attraktiven Produktpalette sein. Die Entwicklung des *Welthandelsanteils* eines Landes ist in diesem Zusammenhang ein weiterer nützlicher Teilindikator, da er u.a. von Änderungen der Qualität und Struktur des Güterangebotes eines Landes auf den Weltmärkten beeinflusst wird.

Beschäftigung, Produktivität und Ressourceneffizienz

Die dritte Kategorie von Indikatoren betrachtet „Ungleichgewichte“ am Arbeitsmarkt und die Effizienz der Wirtschaftsleistung eines Landes:

- Ländern mit einem höheren Wirtschaftswachstum wird an den Finanzmärkten eine bessere Fähigkeit zugeschrieben, Verschuldungsprobleme zu bewältigen. Die Wirtschaftsleistung eines Landes hängt mit seinem *Beschäftigungswachstum* und seiner *Arbeitsproduktivität* zusammen. Deshalb wird die Entwicklung der Erwerbsquote und der Arbeitsproduktivität in unseren Monitor eingefügt. Als sinnvoll erachten wir dabei jeweils eine mittelfristig angelegte Bewertung der prozentualen Veränderung innerhalb von fünf Jahren.
- Ein weiterer Einzelindikator ist die *Arbeitslosenquote*, da sie nach wie vor als der zentrale Indikator für ein Ungleichgewicht am Arbeitsmarkt anzusehen ist und im Blickpunkt der Finanzmärkte steht.
- Die *Energieintensität* der gesamtwirtschaftlichen Produktion dient als weiterer Effizienzmaßstab. Denn wie effizient Volkswirtschaften arbeiten, wird heutzutage nicht mehr allein anhand der Arbeitsproduktivität gemessen. Die optimale Nutzung natürlicher Ressourcen ist zum Qualitätsmerkmal für Volkswirtschaften geworden, zumal knapper werdende materielle Ressourcen Volkswirtschaften durch höhere Kosten belasten könnten.

Private Verschuldung und Auslandsvermögensposition

Für ausgewogene Wachstumsperspektiven einer Volkswirtschaft ist nicht nur ein mäßiger Schuldenstand des Staates vonnöten, auch die Vermeidung übermäßiger privater und außenwirtschaftlicher Verschuldung ist relevant. Nicht zuletzt deshalb, weil eine hohe Privatverschuldung mit dem Risiko behaftet ist, sich in eine Verbindlichkeit des Staates zu verwandeln, wie das Beispiel Irland auf abschreckende Weise demonstriert.

Ergebnisse des Euro Monitors 2010 – Überblick

Rang 2010	EWU-Mitgliedsland	Monitor Rating 2010	Rang 2009	Monitor Rating 2009	Rang 2005	Monitor Rating 2005
1	DE Deutschland	7,4	1	7,4	7	7,0
2	LU Luxemburg	7,2	3	7,3	1	8,5
3	AT Österreich	7,2	2	7,3	4	7,4
4	NL Niederlande	7,0	4	6,9	6	7,1
5	SK Slowakei	5,8	5	6,0	9	6,4
6	BE Belgien	5,7	6	5,9	9	6,4
6	SL Slowenien	5,7	7	5,8	3	7,8
8	FI Finnland	5,5	8	5,7	5	7,4
9	FR Frankreich	5,4	8	5,7	8	6,9
10	IT Italien	4,9	12	4,8	13	6,1
11	MT Malta	4,8	10	5,3	16	4,6
12	CY Zypern	4,3	11	4,8	11	6,3
13	PT Portugal	4,1	14	4,1	15	4,9
14	ES Spanien	4,0	13	4,3	12	6,2
15	IE Irland	3,4	15	3,9	2	8,3
16	GR Griechenland	2,7	16	3,5	14	5,2

- Die Immobilienblase in einer Reihe von Ländern ging mit einer stark anschwellenden Kreditnachfrage und einem erheblichen Anstieg des Schuldenstands der privaten Haushalte einher. In den Monitor geht deshalb die Entwicklung der *Schuldenquote der privaten Haushalte* ein. Analog dazu wird auch die Entwicklung der *Schuldenquote der nichtfinanziellen Unternehmen* mit in die Analyse einbezogen.
- Als Ausdruck für die außenwirtschaftliche Verschuldungslage wird die „Net International Investment Position“, die *Nettoauslandsvermögensposition*, genutzt, die auf einem Konzept des IWF beruht und eine um Kapitalmarktpositionen erweiterte „External Solvency Ratio“ darstellt.¹¹

Bewertungsverfahren

Um zu einer Bewertung der 15 Indikatoren zu gelangen und eine Aggregation zu einem Gesamtindikator zu ermöglichen, wird der Wert jedes Einzelindikators in eine Skala von 1 bis 10 transformiert.¹² Drei Ratingklassen werden definiert: Die Werte 1-4 signalisieren ein schlech-

¹¹ Laut IWF ist die Nettoauslandsposition als Differenz zwischen dem Bestand externer Aktiva bzw. Forderungen gegenüber dem Ausland abzüglich des Bestandes externer Verbindlichkeiten definiert.

¹² Vgl. Allianz SE: The Euro Monitor 2010 – Indicators for Balanced Growth, https://www.allianz.com/de/economic_research/publikationen/spezialthemen/monitor2010.html, S. 52. (Stand: Oktober 2010).

tes Niveau und sind als alarmierende Richtwerte zu deuten, 5-7 ein mittelmäßiges Niveau und 8-10 ein gutes Niveau. Der Monitor wird mit Jahresdaten berechnet, wobei für das Jahr 2010 Allianz-Schätzungen eingehen.

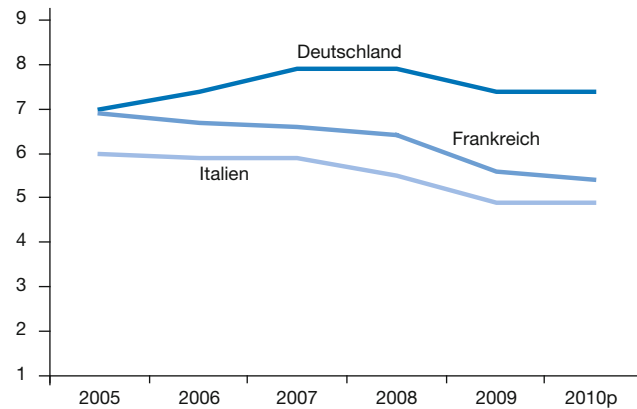
Da die Einzelindikatoren in der EM-Gesamtbewertung gleich gewichtet werden, ergibt sich der Gesamtindikator für jedes Land aus dem Mittel aller 15 Indikatoren und kann deshalb ebenfalls Werte zwischen 1 und 10 annehmen. Analog wird das Abschneiden eines Mitgliedslandes in den vier Kategorien als Mittel der Indikatorenwerte in der jeweiligen Kategorie berechnet.

Euro Monitor Gesamtbewertung

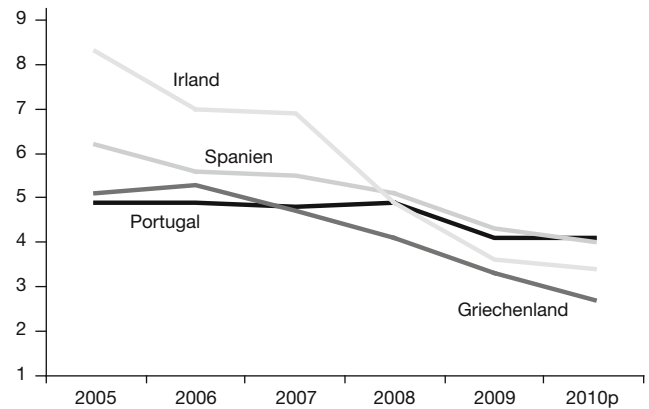
Die Gesamtbewertung erlaubt einen Vergleich der Ausgewogenheit des Wachstumskurses einzelner Länder. Die Ergebnisse für 2010 (vgl. Tabelle) zeichnen ein klares Bild: In den letzten fünf Jahren, insbesondere jedoch im Zuge des wirtschaftlichen Abschwungs 2008/2009, haben fast alle Länder des Euroraums – mit Ausnahme von Deutschland und Malta – an Ausgewogenheit eingebüßt. Gegenwärtig kann keines der 16 Euroländer behaupten, sich auf einem ausreichend nachhaltigen Wachstumskurs zu befinden. Tatsächlich erzielten 13 der 16 Länder nur mittelmäßige Bewertungen.

Nach einer zuvor jahrelangen schwachen Leistung belegt Deutschland im Zuge signifikanter Verbesserungen den

Abbildung 3
Euro Monitor Rating im Zeitablauf



p = Schätzung.



ersten Platz mit einem Durchschnittswert von 7,4 über alle Indikatoren hinweg – ein guter Wert, aber immer noch nicht gut genug, um unter gewöhnlicheren wirtschaftlichen Umständen zu den „good performers“ zu zählen. Luxemburg besetzt mit einem Durchschnittswert von 7,2 Rang 2, dicht gefolgt von Österreich (7,2) und den Niederlanden (7,0).

Es überrascht kaum, dass die in der Schuldendebatte im Fokus stehenden Länder ganz unten auf der Rangliste stehen. Zwei Länder – Griechenland und Irland – schneiden dabei im Hinblick auf ausgewogenes Wachstum außergewöhnlich schlecht ab. Während Griechenland mit einem Rating von 2,7 das Schlusslicht bildet und weit hinter den anderen zurückbleibt, belegt Irland mit einem Wert von 3,4 Rang 15. Auch die Bewertungen Spaniens und Portugals lassen zu wünschen übrig. Bei Auftreten eines zusätzlichen externen Schocks bestünde ein Risiko, dass die Iberische Halbinsel in die untere Ratingklasse gedrängt wird. Italien dagegen – oft zum Kreis dieser verwundbaren Euroländer gezählt – schnitt 2010 moderat ab und kommt noch vor Malta (Rang 11) und Zypern (Rang 12) auf Rang 10.¹³

Waren diese Fehlentwicklungen vorhersehbar?

Eine langfristige Analyse zeigt, dass der EM auch als Frühindikator dienen kann. Abbildung 3 vergleicht die Entwicklung der Gesamtbewertungen von 2005 bis 2010 der drei – bezogen auf ihre Wirtschaftsleistung – größten EWU-Länder Deutschland, Frankreich und Italien mit denjenigen von Portugal, Spanien, Irland und Griechenland.

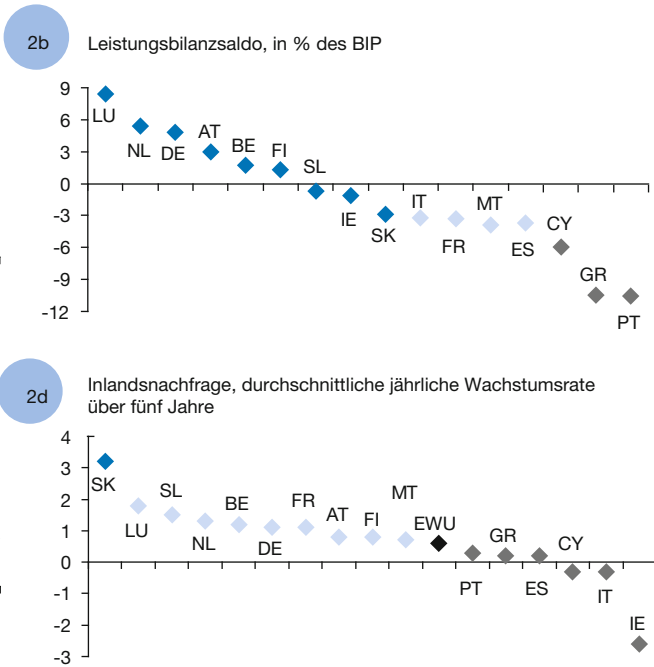
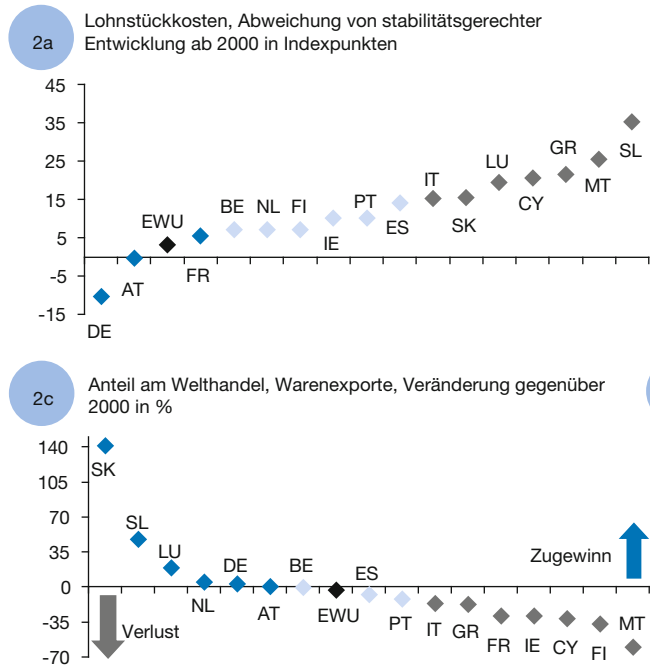
Mit Ausnahme Deutschlands erlitten alle diese Länder seit 2005 Herabstufungen. Dank soliderer Finanzpolitik, sich verbessernder Wettbewerbsfähigkeit und längst überfälligen strukturellen Reformen realisierte Deutschland die stärkste Verbesserung vor Einbruch der Krise und konnte seine Führungsposition halten. Im Gegensatz dazu musste Irland die gravierendste Abwärtsbewegung hinnehmen. Im Jahr 2005 mit einer hohen Gesamtbewertung von 8,3 und einem beachtenswerten zweiten Platz noch „keltischer Tiger“ erlitt Irland in allen vier Kategorien Herabstufungen und fiel auf den vorletzten Platz zurück. Vielfach wird argumentiert, dass Irlands Probleme unvorhergesehen gewesen seien, was im Umkehrschluss die Schwierigkeiten einer Ex-ante-Bestimmung von Ungleichgewichten vergegenwärtigt. Die irische Performance im EM ließ jedoch bereits seit 2005 deutlich nach. Wäre dieses Abdriften vom ausgewogenen Wachstumskurs früher bemerkt worden, so hätte es Politikern und den Finanzmärkten als Warnsignal dienen können. Griechenland hat trotz kräftigen Wachstums schon 2005 schlechte Bewertungen (Rang 14) erhalten. Ein alarmierendes Ergebnis, das die gesamtwirtschaftlichen Risiken deutlich machte. Mit Spanien ging es nach dem Monitor auch vor Jahren schon nach unten: Belegte es im Jahr 2005 mit einem Rating von 6,2 noch Rang 12, liegt Spanien heute auf dem drittletzten Platz.

Große Diskrepanzen in der Kategorie Wettbewerbsfähigkeit und Inlandsnachfrage

Da über die öffentliche und private Verschuldungssituation der Euroländer in letzter Zeit ausführlich berichtet wurde, lohnt an dieser Stelle insbesondere ein Blick auf das kontroverse Thema der Wettbewerbsfähigkeit und der Inlandsdynamik (vgl. Abbildung 4). Deutschland und Ös-

¹³ Für eine detaillierte Analyse der Bewertung in den vier Schlüsselkategorien vgl. Allianz SE, ebenda, S. 20 ff.

Abbildung 4
Wettbewerbsfähigkeit und Inlandsnachfrage



terreich, gefolgt von den Niederlanden und der Slowakei, belegen im Jahr 2010 in dieser Kategorie 2 über alle vier relevanten Indikatoren hinweg die ersten Plätze, während Griechenland, Zypern und Malta, aber auch Portugal, alarmierend schlecht abschneiden. Was die drei Wettbewerbsfähigkeitsindikatoren betrifft, scheint Irland interessanterweise wieder auf dem richtigen Kurs, obwohl seine Leistung in den Jahren 2006-2008 stark gesunken war. In Spanien ergibt sich ein ähnliches Bild. Im Gegenzug zeigt der Monitor, dass Frankreich, Italien und vor allem Griechenland über die Jahre an Wettbewerbsfähigkeit verloren haben.

Gerade in Bezug auf die Lohnstückkosten gibt es innerhalb der EWU erhebliche Unterschiede. Wie Indikator 2a zeigt, wichen Frankreich, Österreich und Deutschland nur geringfügig vom angenommenen Stabilitätstrend von 1,5% ab. Besonders der deutsche Arbeitsmarkt war von Lohnzurückhaltung gekennzeichnet. Dagegen erhöhten sich die Lohnstückkosten in anderen Euroländern wie Slowenien, Griechenland oder Luxemburg verglichen mit dem Jahr 2000 erheblich, was einer realen Aufwertung gleichkam. In Slowenien etwa stiegen die Lohnstückkosten um 51%, was einer Abweichung vom Stabilitätstrend von 36 Indexpunkten entspricht. Irland, das gegenwärtig im öffentlichen und privaten Sektor Lohnkürzungen in Kauf nimmt, gelang es seit 2008 langsam seine Position zu verbessern.

Interessanterweise schwankte der Leistungsbilanzsaldo des gesamten Euroraums gegenüber Drittländern seit der Euro-Einführung nur zwischen geringen Defiziten und moderaten Überschüssen. Zwischen den einzelnen Ländern bestehen jedoch große Diskrepanzen. Obwohl sie als Überschussländer in die EWU eingetreten waren, schneiden Italien und Frankreich inzwischen nur mittelmäßig ab. Spanien, Portugal und Griechenland hingegen hatten bereits zum Zeitpunkt ihres Beitritts erhebliche Leistungsbilanzdefizite zu tragen. Obgleich die Rezession zu einer Verringerung der Unausgewogenheiten geführt hat, reichen zyklische Effekte allein für eine anhaltende Korrektur nicht aus.

Der letzte Indikator für die Beurteilung der Wettbewerbsfähigkeit ist die Entwicklung des Anteils am weltweiten Warenhandel. Die osteuropäischen Staaten Slowakei und Slowenien konnten ebenso wie Luxemburg ihren Anteil seit 2000 am meisten ausbauen. Obwohl ihr Handelsanteil in absoluten Zahlen gering ausfällt – die Exporte der Slowakei machen lediglich 0,44%, die von Slowenien 0,20% des weltweiten Warenhandels aus –, verzeichneten sie mit 140% bzw. 47% doch einen außerordentlichen Anstieg ihres Welthandelsanteils seit 2000. Malta, Finnland, Zypern sowie Irland und Frankreich mussten seit dem Jahr 2000 Verluste bei ihren Handelsanteilen hinnehmen. So ging Maltas Anteil am weltweiten Warenhandel sogar um bis zu 60% zurück, Finnlands um 37%.

Eine positive Entwicklung der Inlandsnachfrage ist nicht nur Grundvoraussetzung für Wachstum, sondern spiegelt auch Standortqualität wider. Beim mittelfristigen Binnenwachstum liegt die Slowakei in Führung. Die durchschnittliche jährliche Änderung der Inlandsnachfrage der Slowakei von 2005 bis 2010 beträgt rund 3%, verglichen mit einem EWU-Durchschnitt von nur 0,6%. Irland und Italien – zu Beginn des letzten Jahrzehnts noch mit positiven durchschnittlichen Jahresraten – bilden die Schlusslichter. Bemerkenswerterweise liegt Deutschland, das aufgrund seiner trägen Inlandsnachfrage oft beschuldigt wird, die Kluft zwischen den EWU-Ländern mit Defiziten und Überschüssen noch auszuweiten, in den Jahren 2005-2010 mit einer durchschnittlichen Jahresrate von 1,1% im Mittelfeld. Auch Frankreich zog mehr oder weniger mit seinem deutschen Nachbarn gleich, obwohl die französische Binnennachfrage von 2003 bis 2008 noch durchschnittlich um 2,4% gewachsen war.

Fazit und Ausblick

Um die Glaubwürdigkeit der gemeinsamen Währung zu gewährleisten, ist ein solides, ausgewogenes Wachstum in den einzelnen Mitgliedstaaten unerlässlich. Ein Indikatorensystem wie der EM hilft bei der Beurteilung, inwieweit ein Land zu einer stabilen Entwicklung des Euroraums und seiner Währung beitragen kann. Makroökonomische Ungleichgewichte haben sich als ein unterschätztes Gefahrenpotenzial für die gesamte EWU erwiesen.

Während es sicher notwendig ist, verschiedene Indikatoren zu überwachen, bleibt doch die Bewertung von Ungleichgewichten eine anspruchsvolle Aufgabe, die eine Reihe von delikaten Ermessensspielräumen beinhaltet:¹⁴

- Erstens können Ungleichgewichte durch den Konjunkturzyklus beeinflusst oder sogar verdeckt werden. In diesem Fall können sie zu spät aufgespürt werden – nicht rechtzeitig für eine frühzeitige Korrektur. Im EM begegnet die Mittelfristkomponente und die breite Auswahl an Indikatoren dieser Problematik.
- Zweitens stellt es eine Herausforderung dar, möglichst objektive Grenzwerte zu bestimmen, die der Politik anzeigen, wann ein Verfahren bei übermäßigem Ungleichgewicht einzuleiten wäre. Klarheit muss auch darüber herrschen, wie viele Indikatoren die willkür-

lich gesetzten Grenzwerte überschreiten müssen, damit ein Verfahren ausgelöst wird. Der vorgestellte EM basiert auf einer Gesamtbewertung aller Indikatoren – dennoch sollte das Gesamtrating durch eine spezifische Länderanalyse ergänzt werden.

- Drittens kann nicht ausgeschlossen werden, dass zukünftige Ungleichgewichte andersgeartet sind, so dass sie nicht von den einbezogenen Indikatoren angezeigt werden. Ein makroökonomisches Scoreboard unterliegt einem ständigen Trial-and-Error-Prozess. In diesem Kontext wäre auch über eine mögliche ökonomisch unterlegte Gewichtung der Einzelindikatoren im EM nachzudenken.

Die Herausforderungen verdeutlichen, weshalb es auf europäischer Ebene schwierig sein wird, sich auf einen Satz von Indikatoren zu einigen. Und dennoch bleibt ein Indikatorensystem nützlich und notwendig, um einigermaßen objektiv über wirtschaftspolitische Fehlentwicklungen zu diskutieren. In diesem Sinne wäre es wünschenswert, die Arbeit an dem Legislativpaket für einen neuen Rahmen zur makroökonomischen Überwachung zu beschleunigen.

Darüber hinaus wäre es zweckmäßig, wenn die Prävention und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte mit der Förderung der Finanzstabilität in der EWU einherginge. Eine Verknüpfung des Verfahrens übermäßiger Ungleichgewichte mit dem bei der EZB angesiedelten European Systemic Risk Board, das für die Identifizierung und Analyse von makroprudenziellen Risiken verantwortlich ist und im Jahr 2011 seine Arbeit aufnimmt, birgt sicher Synergieeffekte.

Die Weichenstellungen, die aktuell in der europäischen Wirtschaftspolitik vorgenommen werden, gehen in die richtige Richtung und werden den Euro langfristig stärken. Dennoch müssen wir uns vor Augen halten, dass neue Wachstumsquellen für das langfristige Überleben der Eurozone mindestens ebenso wichtig – wenn nicht noch wichtiger – sein werden. Die Politik darf nicht einfach voraussetzen, dass eine neue, verbesserte Governance-Struktur die alleinige Lösung der aktuellen Krise darstellt: Die unterschwelligsten Ungleichgewichte bedürfen resoluter Maßnahmen, einer starken politischen Führung und eines gemeinsamen Lösungswillens. Erfreulich sind die Fortschritte, die einzelne, stark in Bedrängnis geratene Länder in der schwierigen und unvermeidbaren Anpassung erzielt haben. Rückläufige Lohnstückkosten, geringere Defizite und steigende Produktivität trotz schwacher Konjunktur sind ein willkommener Beleg für eine sich bessernde Wettbewerbsfähigkeit der peripheren Volkswirtschaften. Das wird alsbald auch im EM deutlich werden.

¹⁴ Vgl. weiterführend etwa Daniel Gros: Statement on the Economic Governance Package, Directorate General for Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policies, Economic and Monetary Affairs, 17.11.2010, <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201011/20101123ATT98272/20101123ATT98272EN.pdf>, S. 9.