

## Die außenwirtschaftliche Position Deutschlands vor dem Hintergrund zunehmender wirtschaftspolitischer Überwachung

Als Reaktion auf die Finanz- und Wirtschaftskrise gibt es sowohl auf internationaler als auch auf europäischer Ebene Bestrebungen, die bestehende wirtschaftspolitische Koordinierung zu intensivieren. Im Rahmen der makroökonomischen Überwachung der EU („Economic Governance“), aber auch auf Ebene der G20 („Mutual Assessment Process“: MAP) sollen volkswirtschaftliche Entwicklungen auf ihre Tragfähigkeit hin untersucht werden. Ausgangspunkt des Überwachungsverfahrens auf europäischer Ebene wird ein Frühwarnsystem auf Basis ausgewählter Indikatoren sein. Der Aufsatz skizziert methodische Ansätze zur Bestimmung von Schwellenwerten („benchmarks“), die als Richtwerte für eine tragfähige außenwirtschaftliche Position herangezogen werden können. Wenn sich die Hinweise auf potenzielle oder bestehende Ungleichgewichte in einer detaillierten Länderanalyse bestätigen, sollen Empfehlungen ausgesprochen werden, die die betroffenen Volkswirtschaften zu wirtschaftspolitischen Reformen veranlassen. Eigene empirische Untersuchungen zeigen, dass sich die „hinter der Leistungsbilanz“ stehenden Spar- beziehungsweise Investitionsentscheidungen durch marktkonforme wirtschaftspolitische Maßnahmen jedoch nur moderat beeinflussen lassen. Zusätzlich erschweren Wirkungsverzögerungen eine klare Zuordnung der Effekte auf die Leistungsbilanz.

Mit Blick auf Deutschland steht mitunter der Überschuss der Leistungsbilanz in der Kritik. Diese Kritik könnte durch die Überwachungsverfahren zusätzlich verstärkt werden, wenn – wie es sich abzeichnet – auch positive Positionen der Leistungsbilanz als Hinweis auf mögliche Fehlentwicklungen angesehen werden. Dem ist entgegenzuhalten, dass sich aus der im internationalen Vergleich hohen deutschen Nettoersparnis – anders als im Falle von Leistungsbilanzdefiziten – keine Zahlungsverpflichtungen ergeben, deren Nichterfüllung Risiken für andere Länder oder die Stabilität der Währungsunion birgt.

Letztlich sind der Leistungsbilanzsaldo und die Auslandsposition keine eigenständigen wirtschaftspolitischen Zielgrößen, sondern das Ergebnis zahlreicher, überwiegend privatwirtschaftlicher Entscheidungen im Inland und im Ausland. Allerdings können diese in der Summe zu Fehlentwicklungen führen, die das Funktionieren der Europäischen Währungsunion beeinträchtigen und die Anfälligkeit der internationalen Kapitalmärkte erhöhen. Andererseits gilt es, angesichts der aufgezeigten Diagnoseprobleme sowie der eingeschränkten Wirksamkeit wirtschaftspolitischer Maßnahmen eine Balance zu finden zwischen berechtigten Eingriffen, um Stabilitätsrisiken für andere Volkswirtschaften oder den Euro-Raum als Ganzes abzuwenden, und einer zu vermeidenden Feinsteuerung wirtschaftlicher Entwicklungen.

## Einführung

*Durch die Finanzkrise sind die globalen Ungleichgewichte, ...*

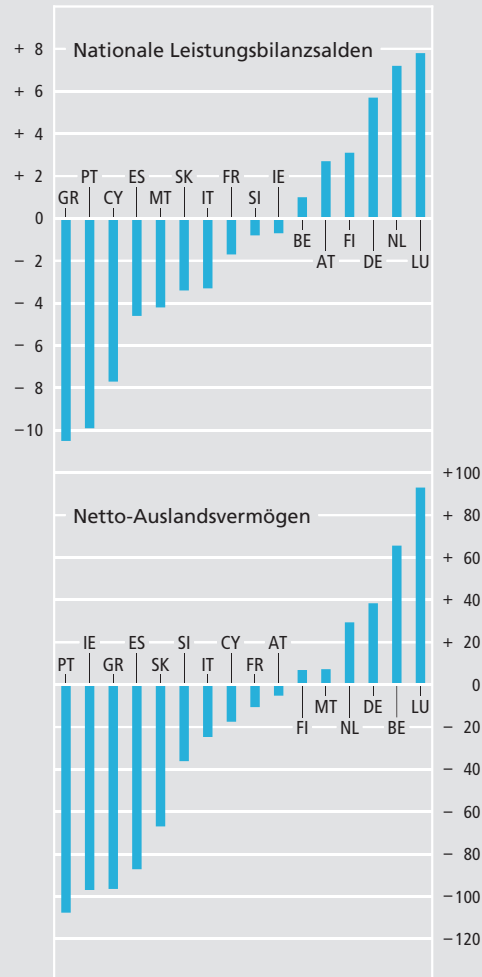
Durch die Finanzkrise sind die globalen Ungleichgewichte verstärkt in den Mittelpunkt der wirtschaftspolitischen Diskussion gerückt. Deuteten die ausgeprägten Unterschiede im Spar- und Investitionsverhalten verschiedener Volkswirtschaften bereits in den Jahren davor auf eine nicht tragfähige weltwirtschaftliche Entwicklung hin, wurde ihnen nach Ausbruch der Finanzkrise häufig sogar eine Mitverantwortung für diese zugesprochen.<sup>1)</sup>

*... aber auch die Divergenzen im Euro-Raum verstärkt in den Fokus gerückt*

Auch für den Euro-Raum wurden die hier bestehenden Ungleichgewichte kontrovers diskutiert.<sup>2)</sup> So lässt sich seit Mitte der neunziger Jahre eine persistente und zunehmende Abweichung der Leistungsbilanzpositionen der Mitgliedstaaten im heutigen Währungsgebiet feststellen. Während sich seit Beginn des Jahrtausends in Deutschland sowie Österreich, Belgien, Finnland, den Niederlanden und Luxemburg zum Teil wachsende Leistungsbilanzüberschüsse einstellten – Deutschland erreichte 2007 mit beinahe 7,5% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) einen nationalen Höchstwert, der von Luxemburg und den Niederlanden noch übertroffen wurde –,

### Außenwirtschaftliche Positionen der EWU-Länder

2010, in % des BIP



Quellen: Eurostat, IWF und eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

wiesen die Leistungsbilanzen der restlichen Euro-Länder zum Teil erheblich steigende Defizite auf.

Entsprechend ergaben sich beachtliche Verschiebungen in den Vermögenspositionen der Volkswirtschaften gegenüber dem Ausland. Im Falle Deutschlands stieg das Netto-Auslandsvermögen von 8,7% des BIP im Jahr 2001 auf 38,4% Ende 2010. Demgegenüber

1 Zwar hat der ausgeprägte Zufluss von Liquidität in die USA u. a. die Exzesse am dortigen Häusermarkt möglicherweise begünstigt. In erster Linie waren aber wohl regulatorische Mängel für den Zusammenbruch des US-Subprime-Markts verantwortlich. Vgl.: EZB, Prospects of real and financial imbalances and a global rebalancing, Monatsbericht, April 2010.

2 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Problematik makroökonomischer Ungleichgewichte im Euro-Raum, Monatsbericht, Juli 2010, S. 17–40; sowie: Europäische Kommission (2006), Focus: Widening Current Account Differences within the Euro Area, Quarterly Report on the Euro Area, Vol. 5, 4, S. 25–37; Europäische Kommission (2010), Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances, European Economy 1, Directorate General, Economic and Financial Affairs.

nahm zum Beispiel in Portugal, Griechenland und Spanien, aber auch in einigen jüngeren EWU-Mitgliedsländern Mittel- und Osteuropas die Nettoverschuldung gegenüber dem Ausland stark zu.

*Unterschiedliche makroökonomische Entwicklungen in einer Währungsunion nicht grundsätzlich problematisch, ...*

Unterschiedliche makroökonomische Entwicklungen sind auch in einer Währungsunion nicht per se ein Indiz für zunehmende Ungleichgewichte. So erscheint es grundsätzlich durchaus gerechtfertigt, dass Länder mit einer stärker alternden Bevölkerung und hohem Pro-Kopf-Einkommen eine höhere Sparquote aufweisen als Staaten mit wachsender Bevölkerung und weniger entwickelte Volkswirtschaften, die ihren Konsum und ihre Investitionen in Erwartung eines raschen und anhaltenden Konvergenzprozesses zum Teil im Ausland finanzieren.<sup>3)</sup>

Darüber hinaus kam es mit der verstärkten Integration der Finanzmärkte auch zu divergierenden Investitionsentwicklungen. Die Bereitstellung von Kapital dort, wo es gemäß den Erwartungen der Anleger den höchsten Grenzertrag liefert, und die damit einhergehende ausgeprägte Investitionstätigkeit in den Staaten Süd-, Mittel- und Osteuropas entsprechen grundsätzlich gängigen ökonomischen Vorstellungen.

*... doch sind die zugrunde liegenden Ursachen im Blick zu behalten*

Allerdings warf die Größenordnung der Leistungsbilanzdefizite zusammen mit der aufgelaufenen Netto-Auslandsverschuldung einiger Länder bereits vor Ausbruch der Finanzkrise die Frage auf, inwieweit die Salden tatsächlich im Einklang mit dem Finanzierungsbedarf des Aufholprozesses stehen und nachhaltig sind. Untersuchungen liefer-

ten Hinweise darauf, dass sich Verschiebungen in den Leistungsbilanzpositionen der EWU-Länder vollzogen, die teilweise weit über das hinausgingen, was allein durch realwirtschaftliche Konvergenz erklärt werden kann.<sup>4)</sup>

Die Finanzkrise legte diese Ungleichgewichte offen und zwang die betreffenden Länder zu teils erheblichen Anpassungen.<sup>5)</sup> Allerdings war der Rückgang der Leistungsbilanzdefizite zum Teil auch auf die konjunkturelle Abschwächung zurückzuführen; insoweit ist eine grundlegende und auf längere Frist angelegte Verminderung der Divergenzen noch nicht gesichert. Die Anpassungserfordernisse würden zudem erleichtert, wenn die unverzichtbare Einschränkung der heimischen Nachfrage durch eine Stärkung der Angebotsseite begleitet würde. Diesbezüglich ergibt sich ein gemischter Befund: Während in einigen Defizitländern bereits eine deutliche Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit zu verzeichnen ist, haben in anderen Mitgliedstaaten die Ursachen für die im Vorfeld der Finanzkrise bestehenden Verzerrungen nach wie vor Bestand. Ohne weitreichende strukturelle Reformen drohen dort die Ungleichgewichte bei zunehmender wirtschaftlicher Erholung erneut anzusteigen.

*Rückgang externer Ungleichgewichte infolge der Krise macht strukturelle Reformen nicht obsolet*

3 Vgl.: M. Ca'Zorzi, A. Chudik und A. Dieppe (2009), Current Account Benchmarks for Central and Eastern Europe – a Desperate Search?, Working Paper Series, 995, Europäische Zentralbank.

4 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Leistungsbilanzsalden und preisliche Wettbewerbsfähigkeit im Euro-Raum, Monatsbericht, Juni 2007, S. 35–56.

5 Vgl.: Europäische Kommission (2010), Special Issue: The Impact of the Global Crisis on Competitiveness and Current Account Divergences in the Euro Area, Quarterly Report on the Euro Area, Vol. 9, 1; P.R. Lane und G.M. Milesi-Ferretti (2011), External Adjustment and the Global Crisis, Working Paper, 197, Internationaler Währungsfonds.

## Verstärkte wirtschaftspolitische Überwachung auf europäischer und internationaler Ebene

*Zunehmende  
wirtschafts-  
politische Über-  
wachung auf  
europäischer  
und inter-  
nationaler  
Ebene*

Ein erneuter Aufbau von Ungleichgewichten muss – so besteht weitreichender politischer Konsens auf europäischer und globaler Ebene – im Rahmen einer verstärkten internationalen Politikkoordination verhindert werden. In diesem Sinne wurde im März 2010 vom Europäischen Rat die Van Rompuy Task Force ins Leben gerufen mit dem Ziel, ein europäisches Überwachungsverfahren auszuarbeiten, das makroökonomische Ungleichgewichte und Verschiebungen der Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der EU frühzeitig identifiziert und zu deren Korrektur beiträgt.<sup>6)</sup> Auf globaler Ebene hat die Ländergruppe der G20 im Rahmen des MAP Richtlinien entwickelt, die ebenfalls dazu dienen sollen, externe Ungleichgewichte zu erkennen und diese auf ein tragfähiges Niveau zurückzuführen.<sup>7)</sup>

Das Ziel beider Verfahren besteht darin, ein möglichst umfassendes Bild potenzieller Risiken zu ermitteln, gleichzeitig den Überwachungsmechanismus aber einfach und transparent zu gestalten. Auch im Vorgehen weisen die beiden Ansätze zahlreiche Gemeinsamkeiten auf. Allerdings sind der zugrunde liegende rechtliche Rahmen, aber auch die Kompetenzen der mit dem Aufbau und der Durchführung betrauten Instanzen nicht zu vergleichen. Da der EU-Prozess in seiner Zielsetzung weitaus ambitionierter ist und mit weitreichenderen Konsequenzen für Deutschland einhergehen dürfte, konzentriert sich der vorliegende Aufsatz auf das geplante europäische Überwachungsverfahren.

Auf europäischer Ebene wurde am 4. Oktober 2011 ein sechsteiliges Gesetzespaket, das sogenannte „Six Pack“, vom Rat bestätigt.<sup>8)</sup> Es sieht neben einer Überarbeitung des Stabilitäts- und Wachstumspakts auch eine stärkere Überwachung der nationalen Wirt-

*Gesetz-  
gebungs-  
verfahren in  
der EU nahezu  
abgeschlossen*

6 Vgl.: Schlussfolgerungen des Europäischen Rates vom 25./26. März 2010, 26. März 2010, EUCO 7/10, Europa 2020: Eine neue europäische Strategie für Beschäftigung und Wachstum.

7 Vgl.: IWF, G-20 Mutual Assessment Process – IMF Staff Assessment of G-20 Policies ([www.imf.org/external/np/exr/facts/g20map.htm](http://www.imf.org/external/np/exr/facts/g20map.htm)). Auf dem G20-Gipfel in Paris im Februar 2011 wurden Details des Frühwarnmechanismus, wie z. B. die Auswahl der Indikatoren, formuliert. So werden öffentliche Defizite und Staatsverschuldung, private Sparquote und Verschuldung des privaten Sektors sowie externe Ungleichgewichte auf Basis der Handelsbilanz und des Saldos der Erwerbs- und Vermögenseinkommen unter Berücksichtigung Wechselkurs-, fiskal- und geldpolitischer Aspekte untersucht. Bei der Auswahl des Länderkreises für eine detaillierte makroökonomische Tragfähigkeitsanalyse soll auch berücksichtigt werden, dass von großen Volkswirtschaften potenziell besonders starke Übertragungseffekte auf die Weltwirtschaft ausgehen. Als groß und somit „systemrelevant“ sind in diesem Zusammenhang jene Volkswirtschaften definiert, die (entweder auf Basis von Marktwechselkursen oder nach Kaufkraftstandards) mehr als 5% des BIP aller G20-Länder erwirtschaften. Im Rahmen des IWF-Frühjahrstreffens im April 2011 gelang es, sich auf die methodischen Ansätze zur Berechnung der Schwellenwerte für die Indikatoren des Frühwarnmechanismus zu einigen. Neben einem strukturellen, d. h. ökonomischen Ansatz sollen auch statistische Verfahren zur Anwendung kommen. Die Abstimmung weiterer Schritte, insbesondere die Tragfähigkeitsanalysen derjenigen Volkswirtschaften, die gemäß Frühwarnsystem auffällig geworden sind, sowie die Aktionspläne bzw. Politikzusagen für die wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Korrektur der Ungleichgewichte ist auf dem G20-Gipfel im November 2011 in Cannes zu erwarten. Vgl.: Communiqué, Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors, 14. und 15. April 2011, [www.G20.org/pub\\_communiques.aspx](http://www.G20.org/pub_communiques.aspx).

8 Die Texte werden am 8. November 2011 formell vom ECOFIN-Rat angenommen und danach veröffentlicht. Vgl.: Rat der Europäischen Union (2011), Council Confirms Agreement on Economic Governance; Europäische Kommission (2011), Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on the Prevention and Correction of Macroeconomic Imbalances, 2010/0281 (COD); Europäische Kommission (2011), Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on Enforcement Measures to Correct Excessive Macroeconomic Imbalances in the Euro Area, 2010/0279 (COD).

schaftspolitiken vor.<sup>9)</sup> Zuvor hatte bereits das Europäische Parlament dem Maßnahmenpaket zugestimmt. Die Beratungen über die Einzelheiten des Überwachungsverfahrens werden in den zuständigen Gremien weitergeführt.<sup>10)</sup>

*Frühwarnmechanismus liefert erste Hinweise auf Ungleichgewichte, ...*

Im Rahmen der wirtschaftspolitischen Steuerung der EU sollen in einem ersten Schritt die Volkswirtschaften anhand weniger makroökonomischer Größen auf den Prüfstand gestellt werden. Die Kommission beabsichtigt die Finalisierung eines sogenannten Indikatorenkatalogs in kurzer Frist gemäß den Vorgaben des verabschiedeten Regelwerks. Neben dem Leistungsbilanzsaldo, der Netto-Auslandsposition, dem realen effektiven Wechselkurs, den Exportmarktanteilen, Preis- und

9 Vgl.: Europäische Kommission (2011), EU Economic Governance „Six Pack“ – State of Play, MEMO/11/647; Europäische Kommission (2011), EU-Wirtschaftsregierung: ein großer Schritt in die richtige Richtung, MEMO/11/364.

10 Die makroökonomische Überwachung in der EU hat bereits von dem Einvernehmen des Rates „Wirtschaft und Finanzen“ über die Einführung des Europäischen Semesters in der ersten Hälfte des Jahres 2011 profitiert. Es handelt sich hierbei um wirtschaftspolitische Abstimmungen in den Bereichen Fiskal- und Makropolitik sowie bei strukturellen Reformen. Der Prozess wurde im März 2011 mit der Formulierung länderspezifischer Politikempfehlungen an die Mitglieder weitergeführt. Mit der Annahme der Europa-2020-Strategie im Juni 2010 durch den Europäischen Rat wurden die Möglichkeiten zur Überwachung der Haushalts- und Strukturpolitik der Mitgliedsländer ebenfalls erheblich gestärkt. Zusätzlich haben die Mitglieder des Euro-Raums sowie weitere sechs EU-Mitglieder im Euro-Plus-Pakt weitere Schritte vereinbart, um Wettbewerbsfähigkeit, Beschäftigung sowie fiskal- und finanzpolitische Nachhaltigkeit zu verbessern und Fortschritte auf dem Gebiet der Steuerpolitik zu machen. Im Regelfall wird die makroökonomische Überwachung dem Zeitplan des Europäischen Semesters folgen. Allerdings beinhaltet das neue Gesetzespaket eine spezielle Klausel, die es erlaubt, dass im Notfall der Prozess auch eigenständig aktiviert werden kann. Vgl.: Europäische Kommission, Communication from the Commission, Reinforcing Economic Policy Coordination, COM(2010) 250 final, 12. Mai 2010; Europäische Kommission (2010), Economic governance package (3): Chronology and Overview of the New Framework of Surveillance and Enforcement, MEMO/10/456.

## Das Makroökonomische Überwachungsverfahren der EU

vereinfachte Darstellung



1 Sanktionen können nur mit qualifizierter Mehrheit im Rat abgewehrt werden. Sie werden nur gegen Euro-Länder verhängt.

Deutsche Bundesbank

Kostenmaßen sowie Indikatoren der nicht preislichen Wettbewerbsfähigkeit sind auch Größen wie Hauspreise, private Kreditentwicklung, die Arbeitslosenquote sowie die Verschuldung des privaten und öffentlichen Sektors als Teil des Indikatorenkatalogs („Scoreboard“) vorgesehen, um neben den externen Divergenzen auch potenzielle interne Ungleichgewichte zu berücksichtigen. Längerfristig sind infolge regelmäßiger Über-

prüfungen Anpassungen des Indikatorenkatalogs möglich.<sup>11)</sup>

Darüber hinaus soll mittels sogenannter Schwellenwerte – die aber nicht als Politikziele zu verstehen sind – eine Vorauswahl von Ländern getroffen werden, bei denen Hinweise auf nicht tragfähige Entwicklungen bestehen. Abweichungen von den vorgegebenen Richtwerten werden jedoch nicht automatisch als Warnsignal interpretiert; erst in Kombination mit einer ökonomischen Bewertung („economic reading“) lassen sich gegebenenfalls Anzeichen für potenzielle Ungleichgewichte identifizieren.<sup>12)</sup>

*... muss aber durch detaillierte länderspezifische Analysen ergänzt werden*

In einem zweiten Schritt sieht die „Economic Governance“ der EU für diejenigen Länder, bei denen im Frühwarnsystem der ersten Stufe Hinweise auf mögliche Ungleichgewichte gefunden werden, eine eingehende Analyse der aktuellen makroökonomischen Entwicklung vor. Dies kann auch Entsendungen („missions“) in die betroffenen Länder implizieren. Beabsichtigt ist, dass auf dieser Ebene des Verfahrens länderspezifische Entwicklungen und charakteristische Gegebenheiten einzelner Volkswirtschaften in die Tragfähigkeitsanalyse einfließen. Auf diese Weise kann entschieden werden, ob die in der ersten Stufe identifizierten potenziellen Ungleichgewichte tatsächlich als problematisch betrachtet werden müssen.

Ergeben sich signifikante Hinweise auf künftige Ungleichgewichte, wird der Rat – auf Basis von Empfehlungen der EU-Kommission – an das jeweilige Land gerichtete wirtschaftspolitische Empfehlungen formulieren

(„preventive action“). Bestehen begründete Anhaltspunkte für das Vorliegen oder das Entstehen ernsthafter makroökonomischer Ungleichgewichte, einschließlich solcher, die das reibungslose Funktionieren der gesamten Wirtschafts- und Währungsunion gefährden, wird ein Verfahren bei übermäßigen Ungleichgewichten („excessive imbalances procedure“) eingeleitet. Als Folge dieses Prozesses müssen die betroffenen Volkswirtschaften innerhalb einer bestimmten Frist wirtschaftspolitische Maßnahmenpläne („corrective action plan“) ausarbeiten, deren Einhaltung auf Basis eines vereinbarten „Fahrplans“ überwacht wird.

Dieser korrektive Teil des Überwachungsverfahrens gilt für alle EU-Länder; die Nichteinhaltung vereinbarter Maßnahmen soll jedoch nur für Euro-Länder mit Sanktionen einhergehen. Es handelt sich dabei um einen zweistufigen Ansatz: Infolge einer ersten Verfehlung der vereinbarten Maßnahmen muss eine zinstragende Einlage geleistet werden. Nach einer zweiten Verfehlung kann die zinstragende Einlage in eine Geldbuße (bis zu 0,1% des BIP) umgewandelt werden. In diesem Zu-

---

11 Vgl.: Europäische Kommission, Report of the Task Force to the European Council – Strengthening Economic Governance in the EU, 21. Oktober 2010 ([www.european-council.europa.eu/the-president/taskforce.aspx](http://www.european-council.europa.eu/the-president/taskforce.aspx)); sowie: Why the Task Force Proposals Will Make the European Economies more Crisis Proof, Factsheet on the Surveillance procedures in the EU, 21. Oktober 2010. Vgl. zum vorgesehenen Überwachungsprozess auch: M. Buti, Europe in Crisis – Balancing Imbalances: Improving Economic Governance in the EU after the Crisis, CESifo Forum, 2/2011.

12 Auch die Stabilitäts- und Konvergenzprogramme sowie die nationalen Reformprogramme werden berücksichtigt. In diesem Zusammenhang spielt auch die Anpassungskapazität eines Landes eine Rolle, d. h., in welchem Maße die Volkswirtschaft in der Lage ist, durch Preis-, Lohn- und Arbeitsmarktflexibilität sowie Zahlungsbilanzanpassungen etc. zum Ausgleich bestehender Ungleichgewichte beizutragen.



sammenhang gilt das Abstimmungsverfahren mit umgekehrter qualifizierter Mehrheit („reverse qualified majority voting“), dem zufolge eine Empfehlung als erlassen gilt, wenn sie nicht von einer qualifizierten Mehrheit der Mitgliedstaaten abgelehnt wird.<sup>13)</sup>

*Asymmetrische Interpretation von Auslandsvermögen und Leistungsbilanz geboten*

In den Verhandlungen war es ein kontrovers diskutiertes Thema, inwiefern externe Überschüsse in gleicher Weise wie Defizite als Ungleichgewichte zu definieren sind. Leistungsbilanzüberschüsse führen zu einer Akkumulation von Auslandsvermögen. Im Gegensatz zu den Defiziten resultieren aus Forderungen gegenüber dem Ausland aber keine Zahlungsverpflichtungen. Somit verstärken sie nicht das Risiko eines Zahlungsausfalls oder einer nationalen Zahlungsbilanzkrise mit negativen Übertragungseffekten auf andere Länder. Nicht zuletzt aus diesem Grund erscheint das Kriterium Netto-Auslandsvermögen im Hinblick auf Deutschland derzeit unproblematisch und wird auch in der politischen Diskussion nicht thematisiert.

Dieselbe Argumentation gilt prinzipiell auch für Überschüsse in der Leistungsbilanz. Eine Ausnahme läge allerdings dann vor, wenn ihnen interne Verzerrungen zugrunde liegen, die ihrerseits auch andere Volkswirtschaften beeinträchtigen könnten. Negative Übertragungseffekte wären unter Umständen auch dann möglich, wenn sich die Kapitalexperte der Überschussländer auf wenige Länder verdichten und dort zu realwirtschaftlichen oder finanziellen Anspannungen führen. Dennoch sind die mit Überschüssen einhergehenden Risiken deutlich verschieden von denen im Falle von Leistungsbilanzdefiziten; somit

scheint eine unterschiedliche Behandlung der beiden Positionen im Rahmen eines Frühwarnsystems nicht nur gerechtfertigt, sondern notwendig.

Das nunmehr beschlossene Verfahren wird sich allerdings nicht auf Länder mit Leistungsbilanzdefiziten beschränken. Zwar ist das Frühwarnsystem in erster Linie darauf ausgerichtet, die Wettbewerbsfähigkeit zu stärken, und auch die Wahl der Indikatoren sowie der Schwellenwerte sollen diesem Ziel untergeordnet sein („conducive towards promoting competitiveness“). Andererseits hat das Europäische Parlament in den Verhandlungen darauf hingewirkt, dass auch Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen in Augenschein genommen werden, wenn es darum geht, die Quellen makroökonomischer Instabilität zu untersuchen.

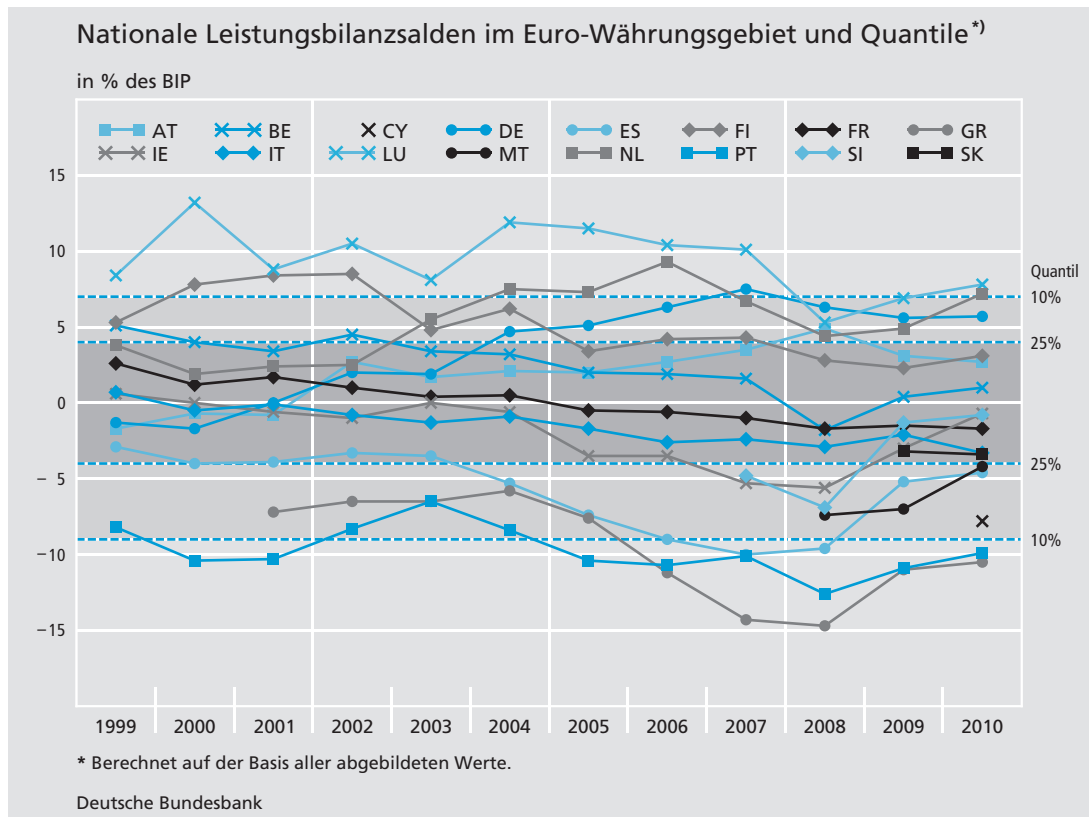
#### **Zur Tragfähigkeit externer Positionen: methodische Ansätze**

Konkret ist die Frage, ob die außenwirtschaftlichen Positionen einer Volkswirtschaft als tragfähig zu bezeichnen sind, schwer zu beantworten. Verschiedene empirische Verfahren können herangezogen werden, um tragfähige von nicht tragfähigen Entwicklungen

*Tragfähigkeit außenwirtschaftlicher Positionen schwer zu beurteilen*

---

<sup>13</sup> Derzeit wird die qualifizierte Mehrheit mit 255 von 345 gewichteten Stimmanteilen im Rat erreicht. Zusätzlich kann ein Mitgliedstaat beantragen, dass überprüft wird, ob die qualifizierte Mehrheit mindestens 62% der Gesamtbevölkerung der Union repräsentiert. Nach Ablauf einer Übergangsfrist wird spätestens ab dem 31. März 2017 ein anderes Kriterium gelten. Zum Erreichen einer qualifizierten Mehrheit muss ein Beschluss dann von mindestens 55% der Mitgliedstaaten unterstützt werden, und diese Mehrheit muss gleichzeitig mindestens 65% der Bevölkerung der Union repräsentieren.



zu unterscheiden. Keiner dieser Ansätze ist jedoch frei von methodischen Schwächen und damit von Kritik.

Anekdotische  
Erfahrungswerte, ...

Anekdotische Verfahren versuchen, eine Verbindung zwischen dem historischen Verlauf wirtschaftlicher Größen und der Existenz von Krisen aufzuzeigen. So hat sich zum Beispiel in Bezug auf die Leistungsbilanz gezeigt, dass Defizite in der Vergangenheit häufig mit einer Zahlungsbilanzkrise einhergingen, wenn sie über einen längeren Zeitraum Werte zwischen 4% und 6% des BIP überschritten.<sup>14)</sup> Allerdings gibt es auch zahlreiche Fälle, in denen derartige Entwicklungen nicht in Krisen mündeten.

... statistische  
Verfahren ...

Statistische Verfahren sind vergleichsweise einfach, transparent und basieren auf der his-

torischen Entwicklung von Daten. Grundsätzlich gehen sie davon aus, dass Ausprägungen einer bestimmten Kenngröße, die in der Nähe ihres (über die Zeit und über die betrachteten Volkswirtschaften hinweg berechneten) Durchschnitts liegen, zunächst einmal nicht zu beanstanden sind. Als auffällig werden dagegen Extremwerte angesehen, beispielsweise besonders hohe Leistungsbilanzdefizite oder eine deutlich überdurchschnittliche Auslandsverschuldung.

Als mögliche Abgrenzung für das Auslösen weiterer Untersuchungen könnte beispielsweise der Übergang der betrachteten Kenn-

14 Vgl.: L. H. Summers (1996), Commentary, in: R. Hausmann und L. Rojas-Suarez, *Volatile Capital Flows*, ed., S. 17–25; oder: C. M. Reinhart und K. S. Rogoff (2009), *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*.



größe in das untere beziehungsweise obere 10%-Quantil oder in das untere beziehungsweise obere Viertel aller Beobachtungen herangezogen werden. Auf Basis der nationalen Leistungsbilanzsalden der einzelnen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets, in seiner jeweiligen Zusammensetzung zwischen 1999 und 2010, ergäben sich daraus für Defizitländer je nach gewähltem Quantil Grenzwerte von – 9% (10%-Quantil) oder – 4% (25%-Quantil) des BIP.<sup>15</sup> Im Jahr 2010 wären demnach Griechenland (– 10,5%), Portugal (– 9,9%) sowie bei strenger Auslegung auch Zypern (– 7,7%), Spanien (– 4,6%) und Malta (– 4,2%) auffällig geworden. Für Leistungsbilanzüberschüsse lägen die entsprechenden Grenzwerte bei + 4% (25%-Quantil) beziehungsweise + 7% (10%-Quantil) des BIP. Damit wären Luxemburg (+ 7,8%), die Niederlande (+ 7,2%) und – bei strikter Anwendung – auch Deutschland (5,7%) im kritischen Bereich gewesen.

*... oder ökonomische Ansätze geben erste Hinweise auf Ungleichgewichte*

Ökonometrische Verfahren basieren auf geschätzten ökonomischen Zusammenhängen beispielsweise zwischen der Leistungsbilanzposition und bestimmten makroökonomischen Determinanten. Grundsätzlich besteht eine zentrale Schwierigkeit darin, die relevanten Fundamentalfaktoren zu identifizieren und darauf basierend eine angemessene beziehungsweise gewünschte Entwicklung dieser Größen festzulegen, um daraus tragfähige Werte von Leistungsbilanz und Netto-Auslandsposition ableiten zu können.

Zur Bestimmung international vergleichbarer Schätzwerte struktureller (nachhaltiger) Leistungsbilanzsalden werden häufig die Ergeb-

nisse von sogenannten Panel-Untersuchungen herangezogen; das heißt, es erfolgt eine gemeinsame Schätzung für alle einbezogenen Länder über einen bestimmten Zeitraum. Aus den geschätzten Koeffizienten ergeben sich nach Multiplikation mit den länderspezifischen Fundamentalfaktoren unterschiedliche Schwellenwerte. Hierin besteht ein wesentlicher Unterschied zu den oben behandelten statistischen Verfahren. Nicht durch die Regressionsgleichung erklärte Unterschiede zwischen den Merkmalsträgern schlagen sich entweder in sogenannten fixen, nicht näher bestimmten Effekten oder in den Residuen nieder. Ihre Interpretation bedarf in der Regel weiterer Analysen. Dennoch können die Ergebnisse von derartigen Schätzungen bereits wichtige Hinweise auf mögliche wirtschaftspolitische Stellschrauben geben. Dies ist ein weiterer Vorteil ökonometrischer Verfahren.

Weder die statistischen noch die ökonometrischen Verfahren erlauben Aussagen, in welchem Maße Abweichungen von den Schwellenwerten mit unkontrollierten Anpassungen einhergehen, sei es im Inland durch das Entstehen von Blasen oder zwischen Volkswirtschaften über abrupte und umfangreiche Kapitalflüsse und – im Falle von Ländern außerhalb der Währungsunion – Wechselkursschwankungen. Nichtlineare Prozesse könnten die Ursache dafür sein, dass nur Abweichungen, die ein gewisses Maß überschreiten, Verwerfungen implizieren, während geringere Abweichungen weitgehend folgenlos bleiben. Auch die Relevanz der ein-

*Alle Verfahren mit Schwächen behaftet und kritisierbar*

<sup>15</sup> Andere Untersuchungszeiträume und Länderabgrenzungen würden zu anderen Schwellenwerten führen.

zelenen Indikatoren lässt sich nur schwer gegeneinander abwägen. Folglich gewichten die geplanten Überwachungsverfahren in der Regel alle Indikatoren implizit gleich und unterwerfen sie einer ökonomischen Bewertung. Dabei sollte einfließen, dass ausschließlich ökonomisch bedeutsame Abweichungen mehrerer Indikatoren als Krisensignal zu interpretieren sind.

*Deshalb zusätzliche, länderspezifische Analyse notwendig*

Letztlich gibt es kein Verfahren, das eindeutige und unstrittige quantitative Vorgaben beziehungsweise Richtwerte zur Verfügung stellt. Alle Ergebnisse unterliegen einem hohen Maß an Unsicherheit. Die Schwierigkeit bei der Ableitung tragfähiger Schwellenwerte unterstreicht zum einen die Notwendigkeit, die beschriebenen Verfahren um tiefergehende makroökonomische Untersuchungen, die auf länderspezifische Charakteristika eingehen, zu ergänzen. Zum anderen legt die beträchtliche Unsicherheit es nahe, die Ergebnisse empirischer Untersuchungen nicht als Punktschätzungen zu verwenden, sondern eine Bandbreite tolerierbarer Werte zuzulassen. Bei der Interpretation empirischer Ergebnisse ist stets im Auge zu behalten, dass diese – auf der Basis vergangener Erfahrungen – zwar erste Anzeichen potenzieller Fehlentwicklungen aufzeigen können; eine verbindliche Sicherheit, dadurch zukünftig krisenhafte Entwicklungen in jeglicher Form zu verhindern, bieten sie jedoch nicht.

## Zur ökonometrischen Schätzung externer Positionen: ein Anwendungsbeispiel

Ungeachtet der dargestellten Schwächen ökonometrischer Analysen liefern empirische Schätzungen wichtige Informationen über die Bestimmungsfaktoren beispielsweise der Leistungsbilanzentwicklungen in der EU. Hierdurch kann ein besseres Verständnis für die zugrunde liegenden ökonomischen Zusammenhänge gewonnen werden.

Leistungsbilanzentwicklungen lassen sich nach dem „Macroeconomic Balance Approach“<sup>16)</sup> als gleichgewichtig klassifizieren, wenn sie durch eine nachhaltige Entwicklung der Fundamentaldaten bestimmt sind. Gemäß den Ergebnissen einer eigenen Panel-Schätzung gehen – nach einem zunächst gegenläufigen Zusammenhang in einem frühen Entwicklungsstadium – eine Zunahme des Pro-Kopf-Einkommens, eine im Vorfeld steigende Verschuldung gegenüber dem Ausland, ein höherer (geringerer) Anteil der nicht erwerbstätigen älteren (jüngeren) Bevölkerung, eine Senkung des öffentlichen Defizits sowie rückläufige private Investitionen tendenziell mit einem signifikanten Abbau bestehender Leistungsbilanzdefizite beziehungsweise dem Übergang zu Leistungs-

*Bestimmung wesentlicher Einflussfaktoren von Leistungsbilanzsalden durch ökonometrische Schätzungen*

---

<sup>16</sup> Der Ansatz schätzt die Entwicklung der Leistungsbilanz als eine Funktion fundamentaler makroökonomischer Größen. Dabei werden gemäß der intertemporalen Zahlungsbilanztheorie in jeder Volkswirtschaft zunächst unabhängige Spar- und Investitionsentscheidungen getroffen („internal equilibrium“). Ein daraus möglicherweise resultierender positiver oder negativer Saldo der Leistungsbilanz wird langfristig durch eine Anpassung des realen Wechselkurses zum Ausgleich gebracht („external equilibrium“).

bilanzüberschüssen einher (vgl. die Erläuterungen auf S. 52 f.).<sup>17)</sup>

Die Entwicklung der makroökonomischen Kenngrößen in Verbindung mit den geschätzten Koeffizienten kann genutzt werden, um für jedes Land eine individuelle Leistungsbilanznorm abzuleiten. Werden für die Determinanten der Leistungsbilanz längerfristige Datendurchschnitte zugrunde gelegt, lassen sich nationale Referenzwerte herleiten.<sup>18)</sup> Da die längerfristigen Durchschnitte der makroökonomischen Variablen nicht immer als gleichgewichtig klassifiziert werden können, sind alternativ auch normative Vorgaben möglich. Zu denken wäre etwa an die Richtwerte des Stabilitäts- und Wachstumspakts für den Budgetsaldo.

*Eigene Panel-Schätzung kann Hälfte des Anstiegs der deutschen Leistungs-bilanzposition seit 1999 erklären*

Mit Blick auf Deutschland sind die in das Modell einbezogenen Variablen in der Lage, ungefähr die Hälfte der Zunahme des deutschen Leistungsbilanzsaldos seit Beginn der Währungsunion von –1,2% des BIP im Jahr 1999 bis 5,7% des BIP im Jahr 2010 zu erklären.<sup>19)</sup> Die demographische Entwicklung sowie der Rückgang der privaten Investitionen leisten den größten Beitrag zur Veränderung des Leistungsbilanzsaldos.

*Weitere Faktoren spielen ebenfalls eine Rolle*

Offenbar spielen darüber hinaus eine Reihe anderer Faktoren ebenfalls eine wichtige Rolle.<sup>20)</sup> So hängt der deutsche Leistungsbilanzsaldo nicht nur von der Entwicklung in Deutschland selbst, sondern auch von Einflussfaktoren in anderen Ländern ab. Die Erholung der Weltkonjunktur ab dem Frühjahr 2009, die hohe Nachfrage nach Investitionsgütern – einer besonderen Stärke der deut-

lichen Wirtschaft –, die breite Angebotspalette und die Präsenz inländischer Unternehmen in den rasch wachsenden Regionen Mittel- und Osteuropas sowie Asiens begünstigten heimische Exporte. Hinzu kam ein sich über viele Jahre aufbauender Zugewinn an preislicher Wettbewerbsfähigkeit, der eine moderate Lohn- und Preisentwicklung in Deutschland ebenso widerspiegelt, wie erheblich ungünstigere Konstellationen insbesondere in einigen anderen EWU-Ländern.

---

**17** Der Einfluss der Öbilanz weist zwar das zu erwartende positive Vorzeichen auf, ist aber nicht signifikant. Dies gilt auch für die Wachstumsrate des BIP. Vgl. ähnliche Ansätze zur Schätzung struktureller Leistungsbilanzsalden wie z. B.: M. D. Chinn und E. S. Prasad (2003), Medium Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: an Empirical Exploration, *Journal of International Economics*, 59, S. 47–76; M. Bussiere, M. Fratzscher und G. J. Müller (2004), Current Account Dynamics in OECD and EU Acceding Countries – an Intertemporal Approach, *Journal of Economic Integration*, 21(3), S. 593–618; Ca'Zorzi, Chudik und Dieppe (2009) a. a. O.

**18** Werden für die Determinanten der Leistungsbilanzentwicklung die Datendurchschnitte von 1998 bis 2008 zugrunde gelegt, ergibt sich beispielsweise für Deutschland ein Referenzwert von rd. 4% des BIP. Unterschiede zwischen der tatsächlichen Leistungsbilanzentwicklung und der abgeleiteten Norm müssen gemäß der Theorie des Macroeconomic Balance Approach an sich mittelfristig durch Veränderungen des Wechselkurses beseitigt werden. Für Länder in der Währungsunion hängt die (nominale) Wechselkursentwicklung aber von den Gegebenheiten des Euro-Raums als Ganzem ab, sodass eine unmittelbare Beziehung zwischen den Abweichungen von der Norm und dem Wechselkurs nicht gegeben ist.

**19** Auch für Italien und Spanien kann die Schätzung einen erheblichen Teil der Veränderungen in den Leistungsbilanzsalden erklären (Italien die Hälfte, Spanien fast vollständig). Für Griechenland und Portugal, den Ländern mit den höchsten Leistungsbilanzdefiziten, ist der Anstieg während der betrachteten Zeitperiode hingegen nur in sehr geringem Umfang (weniger als 10%) auf die in die Panel-Analyse integrierten Fundamentaldaten zurückzuführen. Dies könnte als Hinweis auf eine ungleichgewichtige Entwicklung interpretiert werden.

**20** Im Rahmen einer ökonometrischen Schätzung ist es nicht möglich, alle relevanten Variablen zu berücksichtigen. Vielmehr geht es darum, das zugrunde liegende Modell so gut wie möglich zu spezifizieren; dennoch werden einige Aspekte nicht durch die zu schätzende Gleichung abgedeckt. Die aus der Panel-Analyse resultierenden Residuen, d. h. verbleibende nicht zu erklärende Schwankungen der Leistungsbilanzposition, weisen darauf hin, dass nicht alle Einflussgrößen in die ökonometrischen Untersuchungen einbezogen worden sind.

## Empirische Panel-Untersuchung zu fundamentalen Einflussfaktoren von Leistungsbilanzsalden

Im Folgenden werden im Rahmen eines Panel-Ansatzes wesentliche Einflussfaktoren von Leistungsbilanzsalden identifiziert. In Anlehnung an den Macroeconomic Balance Approach des IWF wird eine gleichgewichtige Beziehung zwischen der Leistungsbilanz und einer Reihe von Fundamentalvariablen unterstellt.<sup>1)</sup> Der zugrunde liegende Datensatz umfasst die 27 EU-Länder zwischen 1994 und 2009. Geschätzt wird die folgende Regressionsgleichung:<sup>2)</sup>

$$CA_{i,t} = \rho_0 + \rho_1 NFA_{i,t-1} + \rho_2 OIL_{i,t} + \rho_3 GRT_{i,t} + \rho_4 GDP_{i,t} + \rho_5 QGDP_{i,t} + \rho_6 DEP\_Y_{i,t} + \rho_7 DEP\_O_{i,t} + \rho_8 FISC_{i,t} + \rho_9 INV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

mit *CA* als dem Leistungsbilanzsaldo in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP), *NEA* der Netto-Auslandsposition in Prozent des BIP, *OIL* der Ölhandelsbilanz im Verhältnis zum BIP, *GRT* dem prozentualen jährlichen BIP-Wachstum (real); *(Q)GDP* dem (quadrierten) Pro-Kopf-Einkommen, *DEP\_Y* dem Anteil der wirtschaftlich inaktiven jüngeren Bevölkerung (< 15 Jahre), *DEP\_O* dem Anteil der wirtschaftlich inaktiven älteren Bevölkerung an der Gesamtbevölkerung (> 64 Jahre), *FISC* dem Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte und *INV* den privaten Investitionen.<sup>3)</sup> Die Subindizes *i* beziehungsweise *t* bezeichnen die Länder beziehungsweise das Beobachtungsjahr und  $\varepsilon$  den Fehlerterm.

Gemäß den Ergebnissen der empirischen Untersuchung<sup>4)</sup> ist der Zusammenhang zwischen der Netto-Auslandsposition (verzögert) und dem Leistungsbilanzsaldo signifikant negativ. Eine steigende externe Verschuldung geht demnach tendenziell mit einem Abbau bestehender Leistungsbilanzdefizite beziehungsweise dem Über-

## Determinanten der Leistungsbilanzquote

Position	Leistungsbilanz (in % des BIP)
<i>NEA</i> (t-1)	- 0,014*** (- 2,22)
<i>OIL</i>	0,008 (1,07)
<i>GRT</i>	0,042 (0,79)
<i>GDP</i>	- 0,531*** (- 4,18)
<i>QGDP</i>	0,002*** (3,95)
<i>DEP_Y</i>	- 0,520*** (- 3,33)
<i>DEP_O</i>	0,714*** (2,46)
<i>FISC</i>	0,119*** (2,60)
<i>INV</i>	- 0,840*** (- 11,54)
R <sup>2</sup>	0,96
Durbin-Watson	1,99

t-Werte in Klammern. — \*\*\* (\*\*) [\*] bezeichnen Signifikanz auf dem 1% (5%) [10%]-Niveau.

gang zu Leistungsbilanzüberschüssen einher, indem sie zu verstärkter interner Ersparnisbildung motiviert. Der direkte buchhalterische Effekt einer zunehmenden externen Verschuldung mit höheren Zinszahlungen und Gewinnausschüttungen wird offenbar überkompensiert. Auf längere Sicht scheint somit ein Abbau bestehender Ungleichgewichte empirisch durchaus bestätigt.

Der Einfluss der Ölbilanz weist zwar das zu erwartende Vorzeichen auf, ist aber nicht signifikant. Die Hypothese, dass Kapital vorwiegend in die stärker wachsenden Volkswirtschaften fließt, wird durch die empirische Untersuchung eben-

1 Zu einer kritischen Diskussion des Macroeconomic Balance Approach siehe: M. Ca'Zorzi, A. Chudik und A. Dieppe (2009), Current Account Benchmarks for Central and Eastern Europe – a Desperate Search?, Working Paper 995, Europäische Zentralbank. — 2 Die Investitionen werden in diesem Ansatz als exogen betrachtet, d.h. die übrigen in die Gleichung einbezogenen Variablen dienen der Erklärung der inländischen Ersparnis. Vgl.: S. Herrmann und A. Jochem (2005), Determinants of current account developments in the central and east European EU member states – consequences for the enlargement of the euro area, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 32/2005. — 3 Es werden an dieser Stelle nur die privaten Investitionen herangezogen, da die Variable *FISC* der Differenz von staatlichem Sparen und staat-

lichen Investitionen entspricht. Die meisten Variablen werden als Abweichung von einem Durchschnitt (Welt) berechnet. Dies gilt nicht für die Bilanz der öffentlichen Haushalte, für die keine globalen Werte verfügbar sind. Das Durchschnittseinkommen wird in Relation zum Pro-Kopf-Einkommen der EU gesetzt. — 4 Alle Schätzungen und Tests wurden mit EVIEWS 7.1 durchgeführt. Die Feasible-generalized-least-square-Schätzung (FGLS) weist robuste, panel-korrigierte Standardfehler aus. Die Panel-unit-root-Tests kommen für einzelne Variablen zu uneinheitlichen Ergebnissen, die Mehrzahl der Tests sprechen jedoch für eine Stationarität der Zeitreihen. Da der zu untersuchende Zeitraum relativ kurz ist und die Residuen stationär sind, wird eine mögliche Nicht-Stationarität an dieser Stelle nicht weiter berücksichtigt. Die Stationarität der Residuen wurde getestet

falls nicht gestützt. Dieses Ergebnis, das auch andere empirische Untersuchungen bestätigen, wird in der Literatur unter dem Stichwort Allocation Puzzle diskutiert.<sup>5)</sup>

Die Schätzungen unterstützen hingegen die „Stage-of-development-Theorie“ eines nicht-linearen Zusammenhangs zwischen Pro-Kopf-Einkommen und Leistungsbilanz: In wenig entwickelten Volkswirtschaften mit erschwertem Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten weitet sich der Zustrom an Kapital bei steigendem Einkommen zunächst aus. Im weiteren Verlauf des wirtschaftlichen Aufholprozesses kehrt sich die Beziehung – im Durchschnitt der betrachteten Länder – jedoch um, bis letztlich mit zunehmendem Einkommen sogar Leistungsbilanzüberschüsse erzielt werden, die der Tilgung der aufgebauten Verschuldung dienen.

Der Einfluss der Demographie ist abhängig von der betrachteten abhängigen Altersgruppe. Während die nationale Sparquote und somit der Leistungsbilanzsaldo mit steigendem Anteil der inaktiven jüngeren Bevölkerung an der Gesamtbevölkerung offenbar sinken, ergibt sich für das Abhängigkeitsverhältnis der inaktiven älteren Bevölkerung ein entgegengesetzter Zusammenhang.<sup>6)</sup> Dies ist insbesondere für Deutschland ein interessantes Ergebnis, bedeutet es doch, dass Pensionäre nicht in der erwarteten Weise entsparen; vielmehr dürfte ihr wachsender Anteil an der Gesamtbevölkerung zum deutschen Leistungsbilanzüberschuss der letzten Jahre beigetragen haben.

Der öffentliche Finanzierungssaldo ist ebenfalls ein signifikanter Einflussfaktor der Leistungs-

bilanz. So senkt ein Anstieg des öffentlichen Defizits um 1% des BIP die Leistungsbilanzquote den Schätzungen zufolge um 0,1 Prozentpunkte. Dies begünstigt das Entstehen sogenannter „Zwillingsdefizite“, das heißt gleichzeitiger Defizite von Leistungsbilanzsaldo und öffentlichem Finanzierungssaldo, und macht deutlich, dass entgegen der These der Ricardianischen Äquivalenz eine Ausweitung der öffentlichen Verschuldung offenbar nicht vollständig durch eine Anpassung der privaten Ersparnis kompensiert wird.<sup>7)</sup>

Der Einfluss der privaten Investitionen ist wie zu erwarten hoch signifikant. Ein Koeffizient von 0,8 impliziert zwar, dass ein Teil der (zu- oder abnehmenden) Investitionen über eine gleichgerichtete Änderung des Sparverhaltens kompensiert wird. Dieses sogenannte Feldstein-Horioka-Puzzle ist jedoch nicht ausgeprägt, was auf den hohen Grad an finanzieller Integration innerhalb der EU verweist.<sup>8)</sup>

Der Erklärungsgehalt der Schätzung ist mit einem  $R^2$  von 0,96 sehr hoch. Dies ist allerdings zum Teil auf fixe Ländereffekte zurückzuführen, die keine ökonomisch interpretierbare Erklärung für die abhängige Variable bereitstellen. So liegt der fixe Effekt für Deutschland bei 6,6% des BIP und somit sogar über dem tatsächlichen Wert der Leistungsbilanzquote im Jahr 2010 (5,7%). Darüber hinaus weisen die zur Korrektur der Autokorrelation erforderlichen AR-Terme auf eine Persistenz der Leistungsbilanzentwicklung hin, ohne die Ursachen hierfür genauer zu spezifizieren.<sup>9)</sup>

mit den Panel-Kointegrationstests von P. Pedroni (2004), Panel Cointegration, Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with an Application to the PPP Hypothesis, *Econometric Theory* 20, S. 597–625; sowie C. Kao (1999), Spurious Regression and Residual-Based Tests for Cointegration in Panel Data, *Journal of Econometrics* 90, S. 1–44. — 5 Vgl.: P.O. Gourinchas und O. Jeanne (2007), Capital Flows to Developing Countries: the Allocation Puzzle, NBER Working Paper 13602. — 6 Diese uneinheitlichen Auswirkungen der Abhängigkeitsraten werden auch in anderen empirischen Studien festgestellt. Vgl.: C. Cheung, D. Furceri und E. Rusticelli (2010), Structural and Cyclical Factors behind Current Account Balances, Working Paper, 775, OECD. — 7 Zum gleichen Ergebnis kommen

C. Nickel und I. Vansteenkiste (2008), Fiscal Policies, the Current Account and Ricardian Equivalence, Working Paper 935, Europäische Zentralbank; sowie M. Kumhof und D. Laxton (2009), Fiscal Deficits and Current Account Deficits, Working Paper 237, Internationaler Währungsfonds. — 8 Vgl.: M. Feldstein und C. Horioka (1980), Domestic Saving and International Capital Flows, *The Economic Journal*, 90, S. 314–329. — 9 Auch S. Barnes, J. Lawson und A. Radziwill (2010), Current Account Imbalances in the Euro Area, OECD Working Paper, 826 weisen darauf hin, dass Fundamentalfaktoren eine wichtige Rolle spielen bei der Bestimmung von Leistungsbilanzsalden, allerdings nicht in der Lage sind, die bestehenden Divergenzen insbesondere in den Jahren vor der Krise ausreichend zu erklären.



*Nationale Besonderheiten sind zu berücksichtigen*

Angesichts dessen ist die in den letzten Jahren zu beobachtende Überschussposition Deutschlands teilweise durch Sonderfaktoren beeinflusst gewesen; sie dürfte sich zukünftig weiter zurückbilden. Gleichwohl ist für die deutsche Volkswirtschaft ein struktureller Leistungsbilanzüberschuss nicht zuletzt wegen der absehbaren demographischen Entwicklung fundamental gerechtfertigt. Hinzu kommt, dass der Stand der deutschen Netto-Auslandsposition mit 38,4% des BIP zum Jahresende 2010 durchaus als tragfähig angesehen werden kann, sodass auch von dieser Seite ein anhaltender Überschuss der deutschen Leistungsbilanz nicht zu beanstanden ist.<sup>21)</sup>

Dieses Beispiel verdeutlicht die Notwendigkeit, den Ergebnissen formaler und standardisierter Verfahren eine tiefer gehende Analyse folgen zu lassen. Dies gilt umso mehr dann, wenn auf ihrer Basis wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen gezogen werden sollen.

#### **Wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Korrektur von Leistungsbilanzpositionen: Simulationsergebnisse**

*Wirtschaftspolitische Überwachung soll Divergenzen nicht nur identifizieren, sondern auch zu deren Abbau beitragen*

Werden in der ersten Stufe des Frühwarnsystems erhebliche Abweichungen der Indikatoren von den vorgegebenen Schwellenwerten identifiziert, so wird es in einem weiteren Schritt darum gehen, diesen Befund in einer vertieften Länderanalyse zu überprüfen. Werden Risiken für das Entstehen ernsthafter ungleichgewichtiger Prozesse erkannt, wären konkrete wirtschaftspolitische Maßnahmen

zu entwickeln, die tragfähige externe Positionen wiederherstellen.<sup>22)</sup>

Die vorangegangenen empirischen Untersuchungen haben gezeigt, dass in Deutschland demographische Faktoren sowie eine vergleichsweise schwache Investitionstätigkeit maßgeblich waren für einen Teil des gestiegenen Leistungsbilanzsaldos seit Beginn der Währungsunion. So ist im Zusammenhang mit der fortschreitenden Alterung der Gesellschaft das Erfordernis, durch private Vorsorge zur Wahrung des Lebensstandards im Alter beizutragen, in der vergangenen Dekade stärker ins Bewusstsein der Bevölkerung gerückt, was das Sparverhalten der Haushalte positiv beeinflusste. Die privaten Investitionen nahmen seit Mitte der neunziger Jahre im Trend nur relativ gemäßigt zu. Zum einen gab es im Wohnungsbau eine lang gestreckte Normalisierungsphase nach dem Wiedervereinigungsboom. Zum anderen kam es im gewerblichen Bereich zu Restrukturierungsprozessen mit dem Ziel, im Kontext zunehmender internationaler Konkurrenz die Wettbewerbsfähigkeit zu steigern und die Rentabilität von Investitionen am heimischen Standort zu erhöhen. Diese strukturellen Anpassungen dürften in ihrer Hauptwirkung zwar weitgehend abgeschlossen sein. Wenn von internationalen Gremien regelmäßig eine

*Wirtschaftspolitische Reformen auf Basis der Panel-Analyse ...*

21 Die Berechnungen basieren auf der Beziehung zwischen Auslandsposition und Leistungsbilanzsaldo gemäß G. M. Milesi-Ferretti und A. Razin (1996), Current-Account Sustainability, Princeton Studies in International Finance No. 81, S. 5.

22 Während alle EU-Mitglieder sich um den Abbau der Ungleichgewichte bemühen müssen, besteht eine verstärkte Dringlichkeit für die Teilnehmer des Euro-Raums, Anpassungen vorzunehmen, insbesondere im Falle ernsthafter Ungleichgewichte, die das einwandfreie Funktionieren der Währungsunion gefährden.



Stärkung des Investitionsklimas angeregt wird, so zielt diese Empfehlung insbesondere auf die gewerblichen Investitionen.<sup>23)</sup>

... lassen sich  
simulieren

Im Rahmen von Simulationen wurden wirtschaftspolitische Maßnahmen, die sich unmittelbar aus dem Befund eines hohen Leistungsbilanzüberschusses ableiten lassen oder als Reaktion darauf erfolgen könnten, in ihrer Wirkung auf die deutsche Leistungsbilanz untersucht (vgl. die Erläuterungen auf S. 56 f.).<sup>24)</sup> In erster Linie geht es darum abzuschätzen, ob die simulierten wirtschaftspolitischen Eingriffe grundsätzlich in der Lage wären, zu einem Abbau des bestehenden Überschusses in spürbarer Größenordnung beizutragen. Darüber hinaus sind auch mögliche Übertragungseffekte zu berücksichtigen, das heißt, es ist zu prüfen, wie sich Veränderungen der deutschen Leistungsbilanz auf die außenwirtschaftlichen Salden anderer Staaten übertragen beziehungsweise ob die Maßnahmen in Deutschland den Abbau von Ungleichgewichten anderenorts indirekt begünstigen.

Demo-  
graphische Ver-  
änderungen ...

Insgesamt schlagen sich Maßnahmen in Zusammenhang mit der demographischen Entwicklung zwar durchaus in der Leistungsbilanz nieder. Allerdings sind die erzielten Wirkungen meist moderat. Würde es zum Beispiel gelingen, durch eine Erhöhung des Renteneintrittsalters die Erwerbstätigkeit der Älteren um 1% zu erhöhen, würde der private Konsum lediglich vorübergehend und nur marginal um bis zu 0,05% ansteigen. Dafür würde die private Investitionsnachfrage nach einem anfänglichen Rückgang in der gleichen Größenordnung mittelfristig ansteigen. Im Ergebnis wäre die Reduktion des

Leistungsbilanzsaldos mit dauerhaft etwa 0,05% des BIP vernachlässigbar gering.

In der Wirkungsweise ähnlich, doch breiter angelegt und somit auch stärker spürbar, wäre ein genereller Anstieg der Erwerbsquote. Gelänge es, den Anteil der erwerbstätigen Bevölkerung um 1% zu erhöhen, würde die Investitionsnachfrage der Unternehmen den Simulationen zufolge um bis zu 1,4% anziehen. Eine Erhöhung des privaten Konsums würde sich hingegen auch hier nur vorübergehend einstellen, da das gestiegene Arbeitsangebot einen deutlichen Druck auf die Nominallöhne ausüben würde. Mit Blick auf die Außenwirtschaft wäre eine Reduzierung des Leistungsbilanzüberschusses um etwa 0,3% des BIP nach drei Jahren zu erwarten.

Die relativ schwache private Investitionstätigkeit Deutschlands in den letzten Jahren wird

---

23 Vgl. z. B.: IWF (2011), Germany: 2011 Article IV Consultation – Staff Report, Public Information Notice on the Executive Board Discussion; sowie: Statement by the Executive Director for Germany, Country Report No. 11/168.

24 Strukturpolitische Reformen, wie z. B. Deregulierungen von Kredit- und Produktmärkten sowie im Dienstleistungssektor, aber auch steuer- und arbeitsmarktpolitische Maßnahmen werden in der Regel nicht durchgeführt, um externe Ungleichgewichte zu reduzieren, sondern in erster Linie aus binnenwirtschaftlichen Erwägungen. Sie erscheinen dann vergleichsweise unproblematisch, wenn sie darauf abzielen, die Angebotsbedingungen der deutschen Wirtschaft nachhaltig zu verbessern. Dennoch können derartige Maßnahmen auch die Leistungsbilanzsalden beeinflussen. In dieser Hinsicht kommen empirische Untersuchungen allerdings zu uneinheitlichen Ergebnissen. Vgl. dazu: A. Ivanova (2011), Current account Imbalances: Can Structural Policies Make a Difference?, Working Paper, Internationaler Währungsfonds, forthcoming. L. Vogel (2011), Structural Reforms and External Rebalancing in the Euro Area: A Model-Based Analysis, European Economy, Economic Paper, 443, Europäische Kommission; OECD (2011), Tackling Current Account Imbalances: Is There A Role for Structural Policies?, Economic Policy Reforms 2011, Going for Growth, OECD.

## NiGEM-Simulationen zum Einfluss wirtschaftspolitischer Maßnahmen auf die Leistungsbilanz \*)

Der europäische Überwachungsmechanismus sieht bei Über- oder Unterschreitung bestimmter Schwellenwerte der Leistungsbilanz vor, den Befund in einer vertieften Länderanalyse zu überprüfen. Werden dabei Risiken für das Entstehen ungleichgewichtiger Prozesse festgestellt, sollen konkrete wirtschaftspolitische Maßnahmen empfohlen werden, die die tragfähige Entwicklung der externen Positionen wiederherstellen.

Grundsätzlich kann der Staat nicht alle infrage kommenden Maßnahmen unmittelbar beeinflussen, doch lassen sich durch staatliches Handeln bis zu einem gewissen Grad Rahmenbedingungen schaffen, die Anreize für die gewünschten Verhaltensänderungen setzen. Im Folgenden werden beispielhaft einige aus der aktuellen Diskussion sowie aus empirischen Zusammenhängen abgeleitete wirtschaftspolitische Eingriffe simuliert und auf ihre Wirkungsweise überprüft. Im Mittelpunkt des Interesses stehen das zeitliche Profil und das Ausmaß der Effekte auf die deutsche Leistungsbilanz. Darüber hinaus werden auch Übertragungseffekte auf die außenwirtschaftlichen Salden anderer Volkswirtschaften beleuchtet.

Konkret werden die Effekte einer Anhebung des Renteneintrittsalters beziehungsweise der Erwerbsquote und eine Senkung der Unternehmensbesteuerung auf das durchschnittliche Niveau im Euro-Raum<sup>1)</sup> untersucht.

Die Simulationen wurden mit NiGEM, Version 2.11, durchgeführt und basieren auf der Annahme rationaler Erwartungen in Bezug auf Löhne, Zinssätze, Wechselkurse, Aktienpreise und Inflation, adaptiver Erwartungsbildung der Konsumenten und einer (modellierten) Zwei-Säulen-Strategie des Eurosystems. Die Schockpe-

riode umfasst jeweils zehn Jahre, während derer die betroffenen Größen exogen beeinflusst werden. Dies bedeutet, dass von möglichen Rückwirkungen, die sich durch die Reaktion des wirtschaftlichen Umfelds ergeben, abgesehen wird. Erst nach Ablauf der simulierten Einflussnahme kommen die Marktkräfte wieder voll zum Tragen. Dabei kehrt die geschockte Einflussgröße in der Regel nicht wieder zu den Werten des von NiGEM unterstellten Basisszenarios zurück, sondern kann auch nach Ablauf des simulierten wirtschaftspolitischen Eingriffs durchaus dauerhaft von diesem abweichen.

Da für die Tarifverhandlungen ebenso wie für die Finanzmärkte rationale Erwartungen unterstellt werden, können jedoch auch Reaktionen, die erst nach Ablauf der eigentlichen Schockperiode stattfinden, die Wirkungsweise von Politikmaßnahmen beeinflussen. Bei der Berechnung der Simulationsergebnisse wird deshalb mit 18 Jahren ein Zeitraum zugrunde gelegt, der deutlich über die eigentliche Betrachtungsperiode hinausgeht.

Die Simulationen bestätigen im Wesentlichen die auf Seite 52 vorgestellten Ergebnisse der empirischen Panel-Analyse. So scheinen wirtschaftspolitische Maßnahmen, die mit der demographischen Entwicklung in Zusammenhang stehen beziehungsweise politische Reaktionen auf demographische Veränderungen darstellen, die Entwicklung der deutschen Leistungsbilanz langfristig zu beeinflussen. Reformen, die mit einer längeren Lebensarbeitszeit durch Erhöhung des Renteneintrittsalters oder einer höheren Erwerbsquote einhergehen, führen aufgrund einer steigenden Investitions- und Konsumnachfrage tendenziell zu einer Senkung des deutschen Leistungsbilanzüberschusses.

\* NiGEM (National Institute Global Econometric Model) ist ein vom National Institute of Economic and Social Research (NIESR) entwickeltes Simulationsprogramm. — 1 Es werden die in der Datenbank von

NiGEM bereitgestellten Werte verwendet. Die Angaben zur Unternehmensbesteuerung basieren auf den Berechnungen von M.P. Devereux, R. Griffith und A. Klemm (2002), Corporate Income Tax Re-

Darüber hinaus zeigt sich, dass auch Maßnahmen, die eine direkte Ankurbelung der privaten Investitionen anstreben, in gewissem Umfang greifen. Eine Senkung der gewinnabhängigen Unternehmensteuern auf den Durchschnitt des Euro-Raums ginge dank einer steigenden Investitionsnachfrage mit einer Reduzierung des Leistungsbilanzüberschusses einher.

Die im Zeitverlauf gleichmäßigsten Ergebnisse lassen sich offenbar durch eine Kombination der vorgestellten Maßnahmen erzielen, was auf eine Glättung der jeweiligen Wirkungsverzögerungen zurückzuführen ist. Eine in sich konsistente, in verschiedenen Bereichen ansetzende Wirtschaftspolitik wäre demnach prinzipiell am ehesten in der Lage, binnen- und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte abzubauen.

Die sich aus den untersuchten wirtschaftspolitischen Maßnahmen ergebenden Übertragungseffekte auf andere EWU-Länder sind äußerst moderat. Da sich diese in der Regel auf zahlreiche Volkswirtschaften verteilen, kann Deutschland nur bedingt zum Abbau von Ungleichgewichten in der EWU beziehungsweise auf internationaler Ebene beitragen. Die Ergebnisse unterstreichen somit vor allem die Eigenverantwortlichkeit der Defizitländer für den Abbau ihrer externen Ungleichgewichte.

Als Sensitivitätsanalyse der dargestellten Simulationsergebnisse dienen diverse Alternativszenarien, in denen veränderte Annahmen zugrunde gelegt wurden. So führt die Einführung adaptiver Erwartungsbildung der Wirtschaftsakteure anstelle der im Basisszenario unterstellten rationalen Erwartungen generell zu einer verzögerten Reaktion der meisten Variablen auf die simulierten Politikmaßnahmen. Die grundsätz-

liche Wirkungsweise ist aber durchaus vergleichbar, und auch die Größenordnung der Effekte wird in den durchgeführten NiGEM-Simulationen nur unwesentlich beeinflusst.

Schließlich ist zu beachten, dass die für Deutschland aus den Projektionen gewonnenen Ergebnisse nicht ohne Weiteres auf andere Länder übertragbar sind. So werden alle OECD-Länder (mit Ausnahme der Türkei, Islands, Luxemburgs und Chiles) separat mit 60 bis 130 Einzelgleichungen modelliert, und die Parameter für jedes Land werden einzeln geschätzt. Außerdem kann eine unterschiedliche Ausgangslage, zum Beispiel in Bezug auf die Staatsverschuldung, die Beschäftigungssituation oder das Zinsniveau, die Wirkung der Politikmaßnahmen verändern.

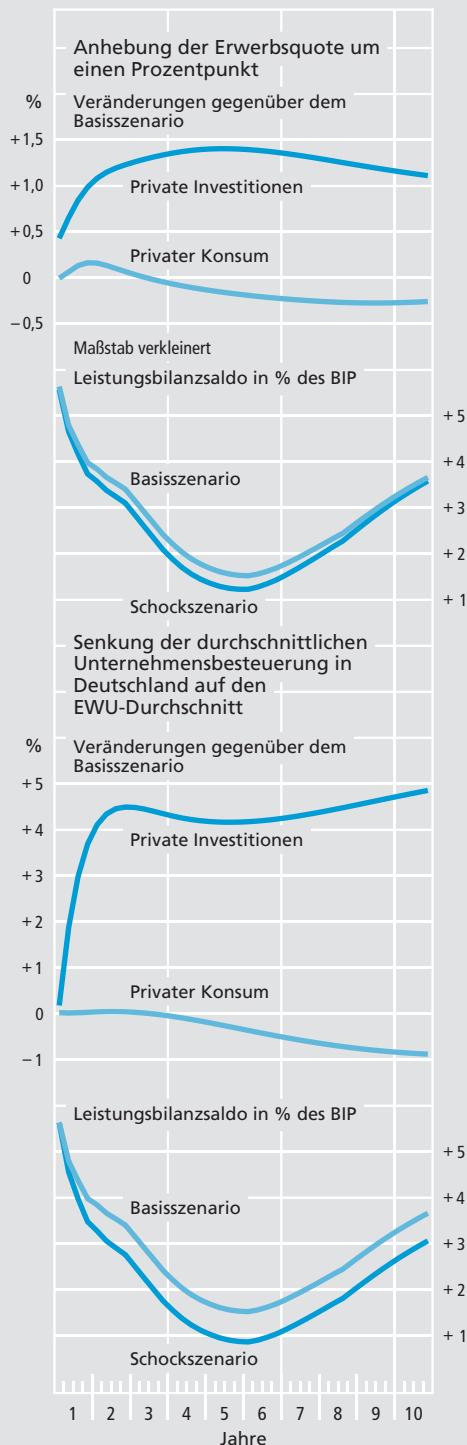
Die NiGEM-Simulationsergebnisse sind ebenso wie die empirischen Schätzungen mit der speziellen Problematik wirtschaftspolitischer Empfehlungen zur Korrektur von Leistungsbilanzsalden behaftet. So sind erhebliche zeitliche Verzögerungen oder sich im Zeitverlauf umkehrende Auswirkungen auf binnen- und außenwirtschaftliche Größen zu beobachten.

Insofern ist es schwierig abzuschätzen, in welchem zyklischen Umfeld die Wirkungen auftreten und inwiefern die Maßnahmen als effizient zu bezeichnen sind. Grundsätzlich stellt die Leistungsbilanz eher eine Residualgröße dar als eine durch staatliches Handeln zu beeinflussende Politikvariable. Darüber hinaus gibt auch das geringe Ausmaß der erzielten Wirkungen Anlass, eine mögliche Beeinflussung von Leistungsbilanzentwicklungen durch wirtschaftspolitische Maßnahmen kritisch zu bewerten.

forms and International Tax Competition, Economic Policy 35, S. 451–495; sowie M. P. Devereux und R. Griffith (2003), Evaluating Tax

Policy Decisions, International Tax and Public Finance 10, S. 107–126. Vgl. hierzu auch: [www.ifs.org.uk/publications/3210](http://www.ifs.org.uk/publications/3210), Tabelle A12.

### NiGEM-Simulationen ausgewählter Politikmaßnahmen



Deutsche Bundesbank

von internationalen Organisationen vielfach als eine Schlüsselgröße der deutschen Leistungsbilanzentwicklung angeführt.<sup>25)</sup> Im Einklang mit deren wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen wird der Effekt einer Reduzierung der gewinnabhängigen Unternehmenssteuern analysiert, zum Beispiel eine Senkung der steuerlichen Belastung der Unternehmensgewinne von derzeit etwa 26% auf den durchschnittlichen Satz des Euro-Gebiets von 21,8%. Im Rahmen der durchgeführten Simulationen ergäbe sich hieraus eine beträchtliche Erhöhung der privaten Investitionen um bis zu 5%; die damit einhergehende Senkung des Leistungsbilanzsaldos läge während des Simulationszeitraums relativ konstant bei 0,6% des BIP.

... oder Reformen in der Unternehmensbesteuerung ...

Die im Zeitverlauf gleichmäßigsten Effekte lassen sich den Simulationen zufolge durch eine Kombination der vorgestellten Maßnahmen erzielen, da sich die zeitlichen Differenzen in der Wirkungsweise der Einzelmechanismen so teilweise aufheben. Sie gingen mit einer nachhaltigen Reduzierung des deutschen Leistungsbilanzsaldos um annähernd 1% des BIP einher. Insbesondere die private Investitionsnachfrage würde von einem solchen Maßnahmenbündel profitieren. Insgesamt sind die auf Basis der Simulationen quantifizierbaren Effekte mit Blick auf Deutschland jedoch als moderat zu bezeichnen.

... sind in begrenztem Maße in der Lage, die Leistungsbilanzposition zu beeinflussen

Außerdem machen die Simulationen deutlich, dass sich diese ohnehin bescheidenen Effekte der vorgestellten wirtschaftspoliti-

25 IWF (2011), Germany: 2011 Article IV Consultation – Staff Report, a. a. O.

schen Maßnahmen auf die deutsche Leistungsbilanz nur in geringem Maße in den außenwirtschaftlichen Salden anderer europäischer Volkswirtschaften niederschlagen würden: So sind die Übertragungseffekte infolge der eingeleiteten wirtschaftspolitischen Maßnahmen vom Volumen her – abgesehen von einigen kurzfristigen Ausschlägen – nahezu vernachlässigbar. Dies bestätigt aktuelle Untersuchungen des IWF-Stabes und ist angesichts der hohen regionalen wie auch sektoralen Diversifikation der deutschen Außenbeziehungen nicht weiter überraschend.<sup>26)</sup>

*Maßnahmen sind aber nicht als konkrete Politikempfehlungen zu interpretieren*

Schließlich ist darauf hinzuweisen, dass die untersuchten Maßnahmen nicht als konkrete wirtschaftspolitische Reformvorschläge zu interpretieren sind, da es sich zumindest teilweise um Bereiche handelt, die nicht direkt von der Wirtschaftspolitik beeinflusst werden können. In der Regel können die politischen Instanzen diese allenfalls längerfristig über Anpassungen im Anreizsystem begünstigen. Zudem ist zu beachten, dass die vorgestellten Korrekturen nicht isoliert umgesetzt werden können. So dürfen zum Beispiel wirtschaftspolitische Entscheidungsträger bei einer fiskalisch relevanten Maßnahme die Auswirkungen auf den Staatshaushalt nicht aus den Augen verlieren.

*Letztlich bleibt die Leistungs-bilanzposition eine Residualgröße*

Letztlich gilt, dass es sich bei der Leistungsbilanz um eine Indikatorgröße handelt und nicht um eine Politikvariable, die beliebig durch staatliches Handeln gesteuert werden kann. Vielmehr ist sie ganz wesentlich das Resultat individueller Entscheidungen von Akteuren sowohl im Inland als auch im Ausland. Insofern geben die ermittelten Abwei-

chungen von den Schwellenwerten lediglich Hinweise darauf, dass strukturelle Fehlentwicklungen vorliegen könnten. Wirtschaftspolitische Maßnahmen müssen sich an „dahinterstehenden“ Variablen orientieren und nicht an der Leistungsbilanz selbst, die letztlich eine Residualgröße darstellt. Allerdings impliziert die hohe Unsicherheit bezüglich der die Leistungsbilanzentwicklung treibenden Faktoren, dass eine makroökonomische Feinsteuerung nicht zielführend sein kann und folglich zu vermeiden ist.

## Fazit

Die Bestrebungen einer verstärkten wirtschaftspolitischen Überwachung innerhalb der EU sowie im Rahmen der G20 erfordern eine intensive Analyse tragfähiger externer Positionen. Richtwerte für gleichgewichtige Leistungsbilanzsalden werden voraussichtlich in beiden Prozessen eine wichtige Rolle spielen. So ist vorgesehen, Volkswirtschaften im Rahmen eines Frühwarnsystems anhand weniger makroökonomischer Größen auf den Prüfstand zu stellen, um potenzielle interne Ungleichgewichte, insbesondere aber externe Divergenzen, aufzuzeigen.

Statistische und ökonometrische Verfahren leisten einen Beitrag, um im Rahmen eines Frühwarnmechanismus erste Anzeichen für

26 Vgl.: IWF (2011), Germany: 2011 Article IV Consultation – Staff Report, a. a. O. In den „Spillover-Reports“ des IWF betont dieser zwar die Notwendigkeit der internationalen Zusammenarbeit, die berechneten Übertragungseffekte sind aber oft nur gering. Insbesondere scheint die Bedeutung von Handelsverflechtungen gegenüber finanziellen Verbindungen stark in den Hintergrund getreten zu sein ([www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2011/CAR090211B.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2011/CAR090211B.htm)).

Ungleichgewichte zu identifizieren, bedürfen aber einer ökonomischen Interpretation. Ergeben sich dabei Hinweise auf einen eventuellen Anpassungsbedarf, sind diese im Rahmen einer detaillierten länderspezifischen Analyse eingehender zu untersuchen. Über die Bestandsaufnahme möglicher Ungleichgewichte hinaus ist es Ziel der internationalen Bemühungen, bei Vorliegen signifikanter Risiken wirtschaftspolitische Empfehlungen für die betroffenen Volkswirtschaften auszusprechen und auf deren Einhaltung hinzuwirken.

Diesem Ziel ist angesichts der gravierenden grenzüberschreitenden Verwerfungen, die makroökonomische Ungleichgewichte auslösen können, grundsätzlich zuzustimmen. Gleichwohl legen die vorliegenden Überlegungen eine behutsame Anwendung des Konzeptes der wirtschaftspolitischen Überwachung nahe. So lässt sich die Tragfähigkeit externer Positionen nur bedingt durch empirisch bestimmte Schwellenwerte erfassen. Untersuchungen auf Basis vergangener Erfahrungen bieten schlussendlich keine Gewähr, über zukünftige Gefahren verlässlich Auskunft geben zu können. Darüber hinaus kann auch die Rückführung identifizierter Ungleichgewichte mit Problemen behaftet sein. Dies zeigt ein Anwendungsbeispiel für

Deutschland. Zwar können hier geeignete wirtschaftspolitische Reformen durchaus die Spar- oder Investitionsentscheidungen beeinflussen, allerdings sind die Auswirkungen auf die Leistungsbilanz meist moderat und detaillierte Wirkungseffekte schwer zu prognostizieren. Dies gilt auch für die mit den Maßnahmen einhergehenden Übertragungseffekte auf andere europäische Länder.

Letztlich zeigt sich, dass der Leistungsbilanzsaldo keine eigenständige wirtschaftspolitische Zielgröße, sondern das Ergebnis zahlreicher, überwiegend privatwirtschaftlicher Entscheidungen im In- und Ausland ist. Daher bleibt er der direkten Kontrolle der Wirtschaftspolitik weitgehend entzogen. Vor diesem Hintergrund ist darauf zu achten, dass wirtschaftliche Eingriffe nur dann erfolgen, wenn gravierende Fehlentwicklungen vorliegen, die zudem bedeutende Auswirkungen auf andere Volkswirtschaften haben. Hier sind in erster Linie übermäßige Verschuldungspositionen zu nennen. Eine makroökonomische Feinsteuerung ist dagegen wegen der hohen Diagnoseunsicherheit, der eingeschränkten Beeinflussbarkeit außenwirtschaftlicher Positionen und der variablen Wirkungsverzögerungen von Politikmaßnahmen zu vermeiden.