

Kamps, Christophe; Meier, Carsten-Patrick; Scheide, Joachim

**Article — Digitized Version**

## **Euroland: kräftiger Aufschwung, zunehmende Stabilitätsrisiken**

Die Weltwirtschaft

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Kamps, Christophe; Meier, Carsten-Patrick; Scheide, Joachim (2000) : Euroland: kräftiger Aufschwung, zunehmende Stabilitätsrisiken, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 63-88

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/2401>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

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

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

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

**Terms of use:**

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

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

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

# **Euroland: Kräftiger Aufschwung, zunehmende Stabilitätsrisiken**

Von **Christophe Kamps, Carsten-Patrick Meier und Joachim Scheide**

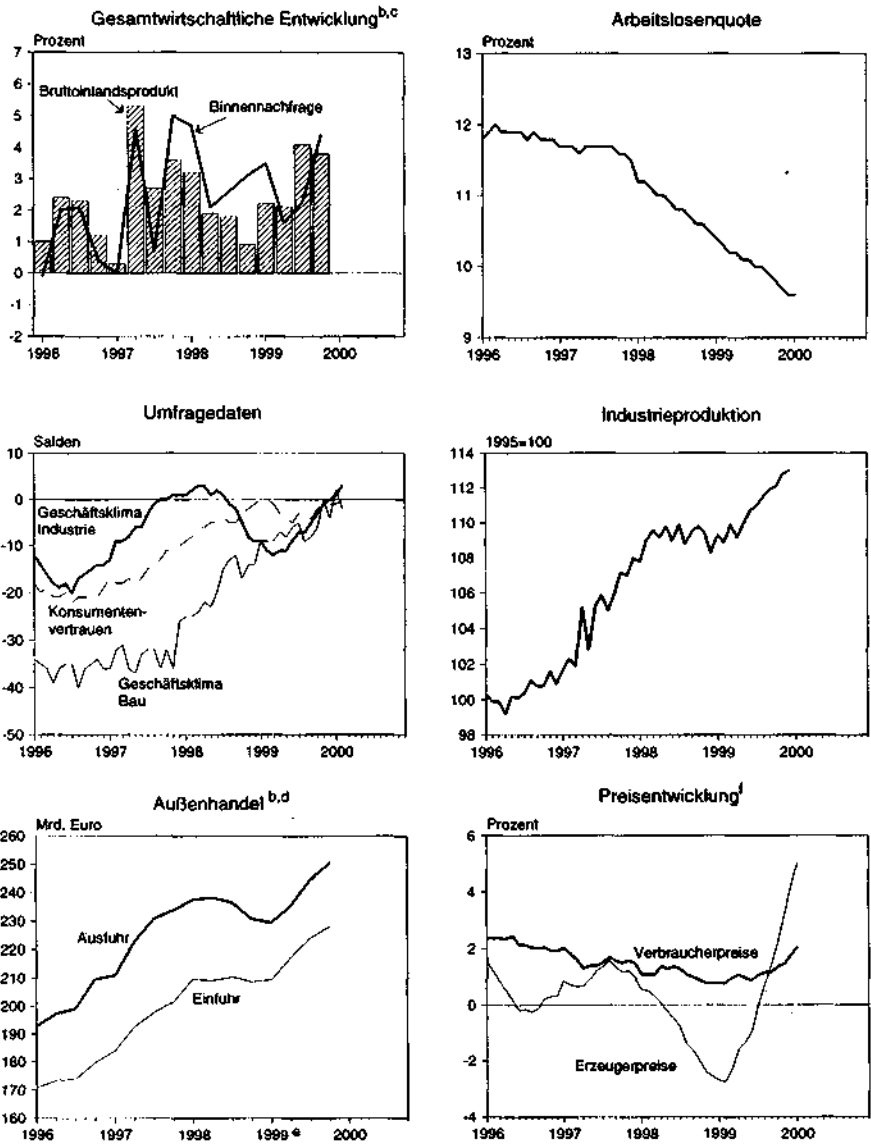
Die Wirtschaft Eurolands befindet sich in einem kräftigen Aufschwung. Trotz der Exporteinbußen, die sich als Folge der Krisen in verschiedenen Ländern der Welt ergeben hatten, stieg das reale Bruttoinlandsprodukt im vergangenen Jahr mit einer Rate, die in etwa dem Potentialwachstum entspricht. Dies deutet darauf hin, dass die Impulse von der Geldpolitik beträchtlich waren. Mit der Festigung der Konjunktur ist die Europäische Zentralbank dazu übergegangen, die Zügel zu straffen. Gleichwohl wirkt der monetäre Kurs auch nach den Zinserhöhungen noch immer konjunkturanregend. Im Jahr 2000 wird die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum voraussichtlich den höchsten Zuwachs seit zehn Jahren aufweisen.

Seit rund einem Jahr hat sich der Preisauftrieb erheblich verstärkt. Dies ist allerdings im Wesentlichen auf die Verteuerung der Importe zurückzuführen. Wegen der seit geraumer Zeit starken Expansion der Geldmenge und der zunehmenden Auslastung der Kapazitäten wächst aber die Gefahr, dass das Stabilitätsziel verletzt wird. Um diese Risiken zu mindern, wird die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen weiter anheben und auf einen in etwa konjunkturneutralen Kurs einschwenken. Damit werden die geldpolitischen Impulse in nächster Zeit nachlassen. Auch von der außenwirtschaftlichen Seite erhält die Konjunktur weniger Anstöße. So wird sich das Expansionstempo des Welthandels im weiteren Verlauf dieses Jahres und 2001 etwas vermindern; ferner laufen die Anregungen, die durch die Schwäche des Euro ausgelöst wurden, allmählich aus. Insoweit ist mit einer Verlangsamung des Produktionsanstiegs im kommenden Jahr zu rechnen. Allerdings bahnt sich in der Finanzpolitik ein Kurswechsel in expansive Richtung an: Nachdem auf dem Weg zur Währungsunion die Budgetdefizite auch durch Erhöhungen der Steuern und Abgaben verringert wurden, gehen nun mehr und mehr Regierungen dazu über, die Steuern zu senken und gleichzeitig die Staatsausgaben weiter zu begrenzen. Setzt sich diese Tendenz fort, wird das Produktionspotential im Euroraum rascher wachsen als in den vergangenen Jahren.

## **Schwungvoll in das neue Jahrtausend**

Nach verhaltenem Start belebte sich die Konjunktur im Verlauf des Jahres 1999 deutlich. Maßgeblich hierfür war der Umschwung in der außenwirtschaftlichen Entwicklung. Zudem verstärkte sich die Dynamik der Inlandsnachfrage zum Jahresende hin leicht. In der zweiten Hälfte des Jahres 1999 expandierte das reale Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von rund 3,5 Prozent (Schaubild 1) und damit erheblich schneller als das Produktionspotential. Die Frühindikatoren deuten auf ein anhaltend hohes konjunkturelles Fahrttempo im ersten

Schaubild 1: Indikatoren<sup>a</sup> zur Konjunktur in Euroland



<sup>a</sup>Saisonbereinigt. - <sup>b</sup>Real. - <sup>c</sup>Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate in Prozent. - <sup>d</sup>Handel mit Drittländern. - <sup>e</sup>Teilweise geschätzt. - <sup>f</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quartal 2000 hin; die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung hat wohl inzwischen wieder ihr Normalniveau erreicht. Im verarbeitenden Gewerbe lag die Kapazitätsauslastung den Befragungen der EU-Kommission zufolge im Januar dieses Jahres mit 82,9 Prozent bereits über ihrem langjährigen Durchschnitt.

Waren die Ausfuhren im Winter 1998/99 noch rückläufig gewesen, so haben sie sich mit der Überwindung der Krisen in den „emerging markets“ und gestützt durch die niedrigere Bewertung des Euro kräftig erholt. Der reale effektive Außenwert des Euro sank im Verlauf des Jahres 1999 um 12,8 Prozent, so dass sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen im Euroraum deutlich verbesserte. Impulse erhielt der Export zudem von der rascheren Ausweitung der Industrieproduktion in den wichtigsten Absatzmärkten. Besonders stark zog die Nachfrage aus den südostasiatischen Schwellenländern an. Aber auch die Lieferungen in die mittel- und osteuropäischen Reformländer und in die Vereinigten Staaten nahmen im Jahresverlauf beschleunigt zu. Von der Erholung der Ausfuhren profitierten Italien und Deutschland überdurchschnittlich; in der Folge verringerte sich das Konjunkturgefälle zwischen den Volkswirtschaften Eurolands in der zweiten Hälfte des Jahres 1999 spürbar.

Die Inlandsnachfrage erwies sich angesichts der kräftigen geldpolitischen Impulse im vergangenen Jahr als robust. Insbesondere führte die vorübergehende konjunkturelle Abschwächung offenbar nicht zu einer Revision der Investitionspläne. Die Bruttoanlageinvestitionen nahmen 1999 angeregt durch die günstigen Finanzierungsbedingungen mit 4,5 Prozent ebenso kräftig zu wie 1998 und damit spürbar stärker als im Durchschnitt der neunziger Jahre. Die privaten Haushalte weiteten ihre Konsumausgaben 1999 nur unwesentlich langsamer aus als im Vorjahr; die Zunahme der verfügbaren Einkommen fiel bei nur wenig schwächerem Beschäftigungszuwachs und etwas höheren Lohnabschlüssen weiterhin deutlich aus. Hingegen verringerte sich der Lageraufbau, worin sich auch die in der zweiten Jahreshälfte unerwartet starke Expansion der Endnachfrage widerspiegeln dürfte.

Bemerkenswert war die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt. Trotz der konjunkturellen Eintrübung zu Jahresbeginn nahm die Zahl der Beschäftigten 1999 in Euroland mit 1,4 Prozent nur wenig langsamer als im Vorjahr zu (EZB 2000: 43). Allerdings waren die Unterschiede zwischen den Ländern erheblich: Während die Erwerbstätigkeit in Deutschland und in Italien bis weit in das Jahr hinein zurückging, nahm sie in den anderen Ländern des Euroraums zum Teil sehr kräftig zu. Diese Diskrepanz ist wohl vor allem darauf zurückzuführen, dass die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung sich in Deutschland und in Italien in der ersten Jahreshälfte noch verringerte, während sie in den anderen Ländern konstant blieb oder sogar stieg. Überraschend deutlich fiel die Beschäftigungszunahme in Frankreich mit einer Rate von rund 2 Prozent aus; die Arbeitslosenquote sank auf 11 Prozent. Hier scheint sich die seit 1993 verfolgte Strategie der Abgabenreduzierung im Niedriglohnbereich auszuzahlen (IMF 1999b: 18). Fraglich ist hingegen, ob die im Februar 2000 verbindlich eingeführte 35-Stunden-Woche zu zusätzlicher Beschäftigung führen wird. Zwar sieht das entsprechende Gesetz eine Flexibilisierung der Arbeitszeiten vor, jedoch ist zu erwarten, dass der Anstieg der Arbeitskosten eine Verlangsamung des Beschäftigungsaufbaus bewirken

wird. Ohne weitergehende Arbeitsmarktreformen wird es wohl nicht gelingen, die strukturell bedingte Arbeitslosigkeit spürbar zu reduzieren.<sup>1</sup>

Der Preisauftrieb beschleunigte sich in Euroland im Verlauf des vergangenen Jahres merklich; ausschlaggebend hierfür war der rasante Anstieg der Notierungen für Energierohstoffe. Seit dem Frühjahr 1999 liegen die saisonbereinigten Steigerungsraten des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) in der Tendenz zwischen 1,5 und 2 Prozent und damit am oberen Rand der von der EZB mittelfristig als tolerierbar erachteten Teuerung. Allerdings betrug die so genannte Kerninflationsrate, in der Energiepreise nicht berücksichtigt sind, im Dezember lediglich 1,1 Prozent. Dämpfend auf die Inflation wirkte die Verlangsamung des Preisauftriebs im Dienstleistungssektor, die im Wesentlichen auf die Deregulierung der Telekommunikationsmärkte zurückzuführen ist. Stark gestiegen sind im vergangenen Jahr hingegen die Erzeugerpreise, nachdem sich importierte Vorprodukte – auch infolge der Abwertung des Euro – massiv verteuert hatten. Die höheren Preise auf der Erzeugerstufe dürften im Laufe dieses Jahres angesichts der guten Konjunkturlage teilweise auf die Verbraucherpreise überwältigt werden. Daher rechnen wir mit einem Anziehen der Kerninflationsrate.

### Kurskorrektur in der Geldpolitik

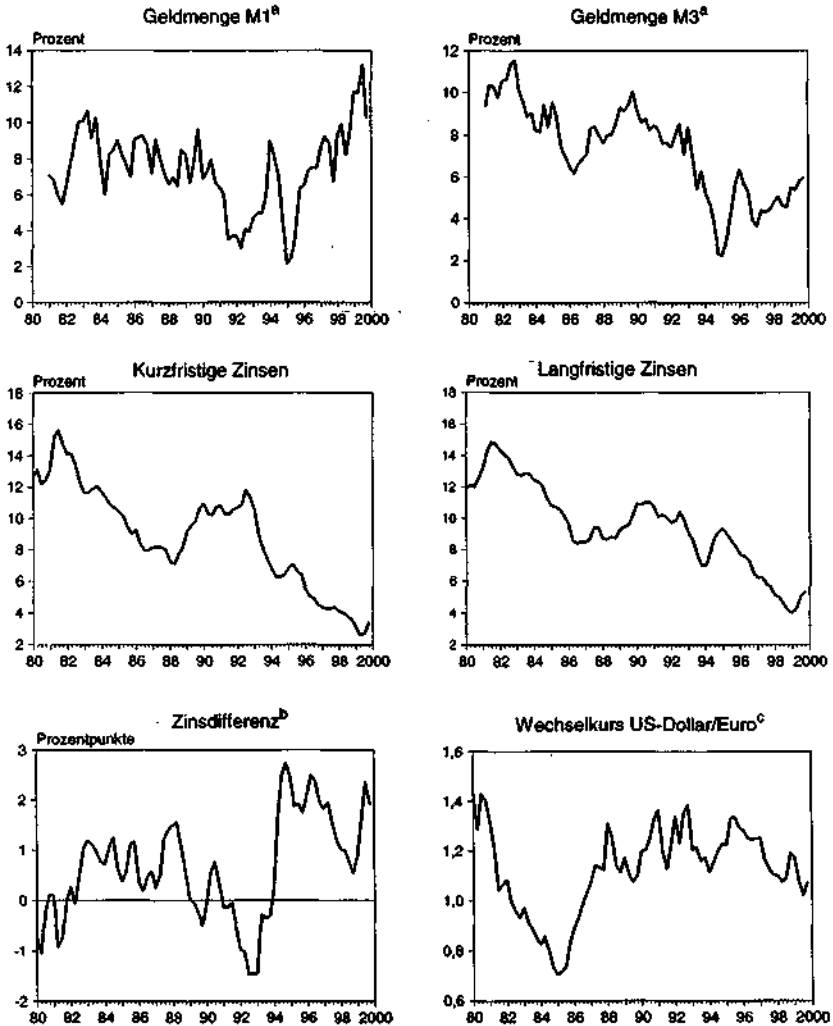
Die Europäische Zentralbank hat ihre Leitzinsen seit dem Herbst des vergangenen Jahres in drei Schritten um insgesamt 100 Basispunkte erhöht. Damit wurden in den Ländern des Euroraums die geldpolitischen Zügel erstmals seit Herbst 1997 wieder gestrafft. Der Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte beträgt seit Anfang März dieses Jahres 3,50 Prozent, die Sätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität belaufen sich auf 4,50 bzw. 2,50 Prozent. Das Dreimonatsgeld verteuerte sich gegenüber dem Stand vom September 1999 um rund 90 Basispunkte.<sup>2</sup> Auch die langfristigen Zinsen stiegen in jüngster Zeit, wenn auch nicht so rasch wie bis zum Herbst des vergangenen Jahres (Schaubild 2).

Die Entwicklung der Zinsen deutet für sich genommen darauf hin, dass sich die monetären Bedingungen im Euroraum seit dem Herbst 1999 verschlechtert haben. Zwar steht dem Anstieg der kurzfristigen Nominalzinsen eine ebenso starke Zunahme der Inflationsrate gegenüber. Doch geht ein großer Teil des Preisanstiegs auf das temporär stärkere Anziehen der Importpreise zurück und hat somit keinen dauerhaften Einfluss auf die Inflationserwartungen; der kurzfristige Realzins dürfte also gestiegen sein. Gleichwohl bedeutet dies nicht, dass die Geldpolitik nun schon restriktiv geworden ist. Berechnet man die kurzfristigen Realzinsen auf Basis der Kerninflationsrate, so liegen sie bei rund 2,5 Prozent, also

<sup>1</sup> Der französische Arbeitsmarkt gehört unter den Industriestaaten zu den am stärksten regulierten (OECD 1999a: 156 ff.). Die Quote der strukturellen Arbeitslosigkeit wird von der OECD (1999b: 56) auf etwa 10 Prozent geschätzt.

<sup>2</sup> Zwar lag der Zins für Dreimonatsgeld mit 3,7 Prozent zuletzt nur geringfügig über dem Wert unmittelbar vor dem ersten Zinsschritt im November 1999; doch war er damals von der besonders großen Nachfrage, die aus der Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Jahrtausendwechsel resultierte, beeinflusst.

Schaubild 2: Ausgewählte monetäre Indikatoren in Euroland



<sup>a</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr. – <sup>b</sup>Langfristige minus kurzfristige Zinsen. – <sup>c</sup>Vor 1999: Wechselkurs US-Dollar/ECU.

noch unter dem langjährigen Durchschnitt. Die langfristigen Realzinsen – sie betragen derzeit rund 4,5 Prozent – sind etwas höher als in der Vergangenheit.<sup>3</sup>

Die Entwicklung der Geldmenge M3 zeigt an, dass die Geldpolitik immer noch expansiv ausgerichtet ist. Nach der Beschleunigung der Expansion in der ersten

<sup>3</sup> Als Referenz werden die Durchschnitte für Deutschland herangezogen. In vielen anderen Ländern des Euroraums lagen die Durchschnittswerte jedoch deutlich höher.

Jahreshälfte 1999 verlangsamte sich zwar die Zunahme der Geldmenge M3; in den vergangenen Monaten nahm sie nur noch mit einer laufenden Jahresrate von knapp 5 Prozent zu. Doch wurde der Referenzwert von 4,5 Prozent für das Jahr 1999 deutlich überschritten. Auch die Kreditvergabe wurde in hohem Tempo ausgeweitet.

Durch die nochmalige Abwertung des Euro haben sich die monetären Bedingungen verbessert. Der Euro gab nicht nur gegenüber dem US-Dollar, sondern auch gegenüber dem Pfund Sterling und dem japanischen Yen nach. Real effektiv hat sich der Außenwert des Euro seit Jahresbeginn 1999 um rund 13 Prozent verringert, im Februar 2000 war er um etwa 7 Prozent niedriger als ein halbes Jahr zuvor.

Alles in allem gehen nach unserer Einschätzung von den monetären Rahmenbedingungen weiterhin Impulse für die Konjunktur aus. Da die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten im Euroraum sogar zunehmen wird, würden die Risiken für die Preisniveaustabilität steigen, wenn es bei der expansiven Ausrichtung der Geldpolitik bliebe. Deshalb rechnen wir damit, dass die EZB die Leitzinsen nochmals anheben wird.

#### *Zum Referenzpfad für das Jahr 2000*

Anfang Dezember 1999 hat die Europäische Zentralbank den Referenzpfad für das Jahr 2000 festgelegt; danach soll die Geldmenge M3, wie es auch für das vergangene Jahr vorgesehen war, um 4,5 Prozent zunehmen. Die EZB begründete dieses Ziel damit, dass die zugrunde liegenden Schätzungen bezüglich der Wachstumsrate des Produktionspotentials im Euroraum (2 bis 2,5 Prozent) und des trendmäßigen Rückgangs der Umlaufgeschwindigkeit (0,5 bis 1 Prozent) gegenüber 1999 unverändert geblieben seien (EZB 1999b: 10 f.). Dem von verschiedenen Seiten gemachten Vorschlag, die Rate etwas höher – nämlich bei 5 Prozent – anzusetzen, ist sie somit nicht gefolgt. Dieser Vorschlag war damit begründet worden, dass der trendmäßige Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit eher bei 1 bis 1,5 Prozent liegt (Arbeitsgemeinschaft 1999: 36). Der Zeitraum, für den der Trend der Umlaufgeschwindigkeit zu bestimmen ist, lässt sich nicht eindeutig festlegen. Für die Einschätzung der EZB spricht die Entwicklung im Zeitraum 1992–1999; hier zeigt sich tatsächlich, dass die Umlaufgeschwindigkeit etwas verlangsamt zurückgeht (EZB 1999b:11). Die Entscheidung der EZB ist somit vertretbar, und sie ändert nichts an der zugrunde liegenden Preisnorm. Da zudem für die jüngste Zeit keine konkreten Hinweise vorliegen, dass der Übergang in die Währungsunion mit einer Instabilität der Geldnachfrage verbunden war, bestand für die EZB kein Grund, ihren Referenzwert zu ändern.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Selbst bei einem stärkeren Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit hätte man den Referenzwert von 4,5 Prozent beibehalten können. Dies wäre gleichbedeutend damit, dass man die im Referenzwert enthaltene Norm für die Inflationsrate von bislang 1,5 auf 1 Prozent verringert hätte. Ein solcher Schritt wäre angesichts der Spanne von 0 bis 2 Prozent, welche die EZB offenbar einhalten will, sogar sinnvoll, würde doch damit die Mitte des Bandes angestrebt. Allerdings hätte ein solcher Wechsel der Öffentlichkeit entsprechend erklärt werden müssen.

Gleichwohl sind auch andere Motive für die Entscheidung, den Referenzpfad nicht heraufzusetzen, denkbar. Möglicherweise befürchtete die EZB, das könnte als Lockerung der Geldpolitik missverstanden werden. Ein solcher Eindruck hätte jedoch durch eine nachvollziehbare Begründung vermieden werden können. Gewichtiger war vermutlich die Tatsache, dass der Referenzwert für das Jahr 1999 deutlich, nämlich um 1,5 Prozentpunkte, überschritten wurde. Dem Konzept der Potentialorientierung hätte es entsprochen, dieses Überschießen zu korrigieren.<sup>5</sup> Die EZB hätte also den Referenzwert für dieses Jahr etwas niedriger als den Potentialpfad ansetzen müssen. Dies hat die EZB aber nicht getan, sie hat lediglich darauf verwiesen, dass die „großzügige Liquiditätsversorgung im Jahr 1999 bei der Beurteilung des Informationsgehalts der zukünftigen Geldmengenentwicklung im Auge behalten werden“ müsse (EZB 1999b:11). Die EZB sollte – vorausgesetzt, es ändert sich an den zugrunde liegenden Schätzungen des Trends nichts – eine nochmalige Überschreitung des Referenzwertes unbedingt vermeiden.

Die zinspolitischen Entscheidungen in jüngster Zeit müssen vor diesem Hintergrund beurteilt werden. Im Zuge des Aufschwungs und bei der Verschlechterung des Preisklimas im Euroraum war eine stärkere Zunahme der Geldnachfrage wahrscheinlich. Sollte dies nicht zu einer Beschleunigung der monetären Expansion führen, mussten die Zinsen angehoben werden. Dies folgt eindeutig aus der Geldmengenstrategie. Die vielfach geäußerte Kritik an den jüngsten Zinserhöhungen kann daher nur bedeuten, dass das Geldmengenkonzept in Frage gestellt wird. Auch wenn die EZB dieses Konzept keineswegs als mechanistische Regel interpretiert, waren die Zinserhöhungen konsequent. Allerdings ist dies in den Begründungen durch die EZB nicht deutlich genug geworden.

Für die erste Säule der geldpolitischen Strategie kommt es in diesem Jahr zu einem wichtigen Test. Die EZB sollte es nicht zulassen, dass der Referenzpfad nochmals deutlich überschritten wird; andernfalls würde ihre Glaubwürdigkeit leiden. Die EZB hat wiederholt betont, dass die Inflation letztlich ein monetäres Phänomen sei (EZB 1999a: 39). Die Basis für das Geldmengenkonzept, nämlich die Stabilität der Geldnachfrage, ist offenbar gegeben (Coenen und Vega 1999), und sie ist durch die Entwicklung in jüngster Zeit nicht erschüttert worden (EZB 1999b). Insofern ist auch die zweite Säule der EZB-Strategie betroffen, denn die Geldmenge geht als eine wichtige Variable in die Inflationsprognose ein. Vor dem Hintergrund der weiter kräftigen Konjunktur und des starken Preisauftriebs erwarten wir, dass die EZB die Leitzinsen bis zum Sommer dieses Jahres nochmals erhöht, und zwar um insgesamt einen halben Prozentpunkt. Entsprechend werden die Geldmarktzinsen anziehen.

---

<sup>5</sup> Die EZB folgt in ihrer Argumentation und in der Ableitung des Referenzwertes für die Geldmenge im Wesentlichen der von der Deutschen Bundesbank in den Vorjahren verfolgten Strategie der Potentialorientierung. Ziel dieses mittelfristigen Konzepts ist es, die Preiserwartungen zu stabilisieren. Dies wird nur erreicht, indem die Geldmengenerweiterung auf dem Potentialpfad gehalten wird; das Preisniveau ist dann trendstationär. Werden Abweichungen vom Referenzwert nicht korrigiert (base drift), wird das Preisniveau nichtstationär, d.h., es enthält dann eine „random walk“-Komponente. Entsprechend wären die Inflationserwartungen nicht – wie gewünscht – stabil. Dies bedeutet, dass der Referenzpfad für das Jahr 2000 bei dem für Ende 1999 angestrebten und nicht bei dem tatsächlich erreichten Niveau der Geldmenge hätte ansetzen müssen.

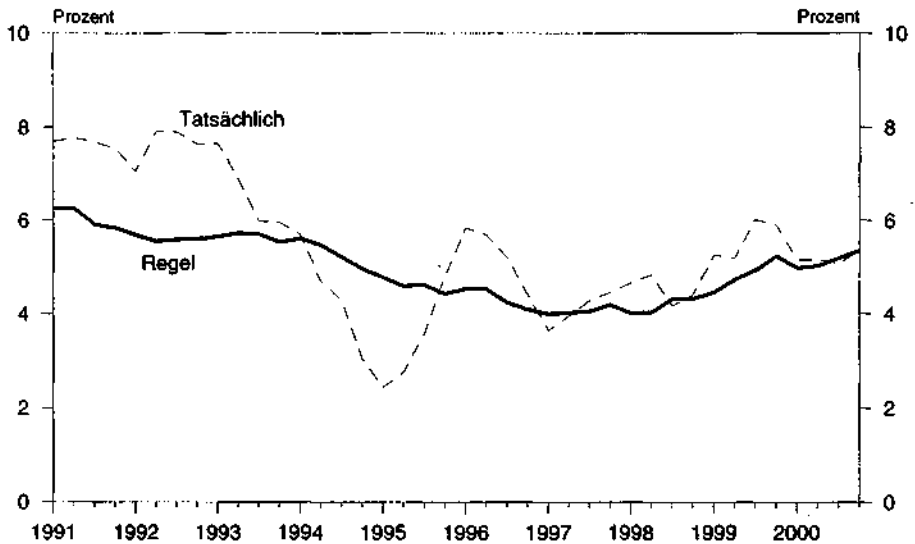


### Regeln für die Geldpolitik signalisieren weiteren Handlungsbedarf

Nach der ersten Säule der geldpolitischen Strategie soll der Anstieg der Geldmenge so begrenzt werden, dass kein Liquiditätsüberhang entsteht. Operationalisieren lässt sich die Strategie beispielsweise durch die Geldmengenregel nach McCallum. In dieser Regel ist die Zuwachsrates von M3 so zu bemessen, dass das vorgegebene Inflationsziel – unterstellt sind 1,5 Prozent – erreicht wird; dabei werden die trendmäßige Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts sowie die trendmäßige Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit berücksichtigt.<sup>6</sup>

Zu Beginn der neunziger Jahre nahm die Geldmenge rascher zu, als es mit dem (hypothetischen) Inflationsziel vereinbar gewesen wäre (Schaubild 3). Tatsächlich war der Preisanstieg im Euroraum eine Zeit lang höher als 1,5 Prozent; er verringerte sich erst im Zuge einer deutlichen Verlangsamung der Geldmengenexpansion. Von kurzfristigen Schwankungen abgesehen, entwickelte sich die Geldmenge in der Tendenz so, dass auch der Beginn der Währungsunion durch ein ruhiges Preisklima gekennzeichnet war. Seit Anfang des vergangenen Jahres hat

Schaubild 3: Geldmengenexpansion in Euroland<sup>a</sup>: Tatsächliche Werte und Werte nach der McCallum-Regel



<sup>a</sup>Veränderungen der Geldmenge M3 gegenüber dem Vorjahr in Prozent. Ab 2000 I: Prognose.

<sup>6</sup> Zur Berechnung vgl. Gern et al. (1999: 324). In der von McCallum (z. B. 1999) vorgeschlagenen Regel werden die Trendgrößen als einfache Durchschnitte für die vergangenen vier Jahre ermittelt. Mit dieser Regel kann das „monetary targeting“ entgegen vielfach geäußelter Meinung auch dann angewendet werden, wenn die Geldnachfrage instabil ist; daraus resultierende Unstetigkeiten in der Umlaufgeschwindigkeit werden durch die Durchschnittsbildung aufgefangen.

sich allerdings die Geldmengenexpansion über das stabilitätsgerechte Tempo hinaus beschleunigt; dies gilt auch, wenn man berücksichtigt, dass die mit dem Inflationsziel kompatible Rate nach der McCallum-Regel etwas zugenommen hat.

In der Vergangenheit hat es immer wieder Abweichungen von der zielgerechten Geldmenge gegeben, gleichwohl wurde nicht automatisch das Ziel der Preisniveaustabilität verletzt. Entscheidend ist jedoch, dass die Vorgabe nicht für längere Zeit überschritten wird. Setzte sich beispielsweise der im vergangenen Jahr beobachtete Zuwachs fort, wäre nach der McCallum-Regel mit einer Beschleunigung der Inflationsrate auf über 2 Prozent zu rechnen. Insbesondere vor dem Hintergrund des kräftigen Konjunkturaufschwungs im Euroraum ergäbe sich im Verlauf dieses Jahres eine deutliche Zunahme der Geldnachfrage. Damit dies nicht zu einer zu raschen Erhöhung der Geldmenge führt, müssen im Rahmen des Geldmengenkonzepts – sei es in der McCallum-Variante oder nach der Vorstellung der EZB – die Leitzinsen angehoben werden. Bei den von uns erwarteten Zinsschritten wird sich der Geldmengenüberhang wieder verringern.<sup>7</sup>

Leitzinsanhebungen lassen sich in der derzeitigen Situation auch mit der Taylor-Regel rechtfertigen.<sup>8</sup> Hierbei bestimmt sich der von der Notenbank kontrollierte Zins (z. B. für Dreimonatsgeld) nach der konjunkturellen Lage und nach der Höhe der aktuellen Inflation im Vergleich zum Inflationsziel.<sup>9</sup> Nach der Taylor-Regel hätte die Leitzinssenkung im April 1999 nicht erfolgen dürfen (Schaubild 4). Vielmehr ergab sich im Verlauf des vergangenen Jahres ein Anstieg des Taylor-Zinses, da sich die Konjunktur im Euroraum rasch gefangen hat und auch die Inflation wieder anzog. Zu Beginn des Jahres 2000 sollte der kurzfristige Zins nach der Taylor-Regel bei 4,5 Prozent liegen. Dieser Wert ergibt sich bei einem unterstellten gleichgewichtigen Realzins von 3 Prozent,<sup>10</sup> da die Kapazitätsauslastung annähernd ihr Normalniveau erreicht hat<sup>11</sup> und die aktuelle Inflations-

<sup>7</sup> Bei der Interpretation der Geldmengendaten gibt es ein Problem: Die EZB bereinigt die Zeitreihe u. a. um Wechselkursbewegungen (EZB 2000: 15\*), ohne dies ausführlich zu begründen. Lässt man diese Korrekturen unberücksichtigt, hat die Geldmenge stärker zugenommen. Beispielsweise ergibt sich für den Dezember 1999 ein Anstieg im Vorjahresvergleich von 7,6 Prozent statt der „korrigierten“ 6,4 Prozent.

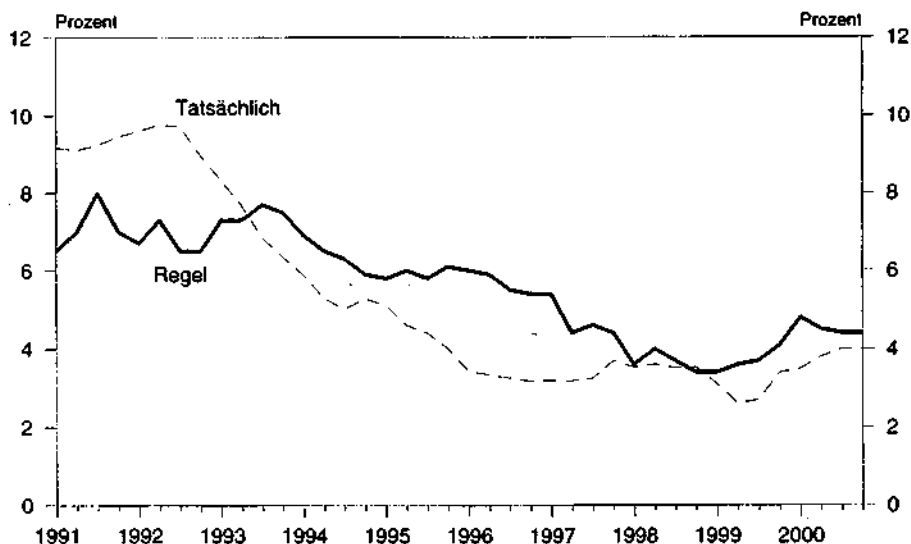
<sup>8</sup> Zur Berechnung vgl. Gern et al. (1999: 324).

<sup>9</sup> Für die Zeit vor Beginn der Währungsunion lässt sich für die Länder des Euroraums ein durchschnittlicher Zins, der als Maßstab für die Geldpolitik herangezogen werden könnte, nicht sinnvoll bestimmen. In Schaubild 4 ist daher für die Zeit bis Ende 1998 der Dreimonatsgeldsatz für Deutschland dargestellt, der Taylor-Zins ist auf Basis der Daten für Euroland berechnet; folglich kommt es zeitweise zu einer ungewöhnlich großen Differenz zwischen den beiden Reihen. Zu Kritik an dem Konzept der Taylor-Regel vgl. Deutsche Bundesbank (1999) und Scheide (1998).

<sup>10</sup> Dieser Wert von 3 Prozent liegt etwas unterhalb des Niveaus, das sich im langjährigen Durchschnitt für Deutschland ergibt. Zur Problematik der Bestimmung des Gleichgewichtszinses vgl. Scheide (1998:10).

<sup>11</sup> Für die Berechnung des Produktionspotentials wurden die Daten der OECD (1999b) zugrunde gelegt. Dabei wurden die Angaben über den Output Gap mit den aktualisierten Daten für 1999 korrigiert. Die Jahreswerte wurden durch Interpolation in Vierteljahreswerte umgerechnet. Aufgrund des kräftigen Anstiegs des realen Bruttoinlandsprodukts im zweiten Halbjahr 1999 verminderte sich die so bestimmte Produktionslücke bereits erheblich. Zu einem ähnlichen Urteil über die derzeitige Höhe der Kapazitätsauslastung kommt man, wenn man den Hodrick-Prescott-Filter verwendet.

Schaubild 4: Kurzfristiger Zins in Euroland: Tatsächliche Werte und Werte nach der Taylor-Regel<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Zinssatz für Dreimonatsgeld. Ab 2000 I: Prognose.

rate in etwa bei dem Ziel von 1,5 Prozent liegt. Der tatsächliche Dreimonatsgeldzins liegt aber um etwa einen Prozentpunkt unter dem Taylor-Zins (Schaubild 4). Zu einem niedrigeren Wert für den Taylor-Zins – und damit zu einem geringeren Expansionsgrad der Geldpolitik – kommt man, wenn man bei der Inflation nicht auf die tatsächlich ausgewiesene Rate abstellt, sondern auf eine Kerninflation, bei der die Ölpreise herausgerechnet sind. Gleichwohl steigt auch bei dieser Betrachtung der Taylor-Zins im Verlauf dieses Jahres, denn nach unserer Prognose wird sich die Kapazitätsauslastung weiter erhöhen, und die Kerninflation wird etwas anziehen.

#### *Soll sich die EZB am Eurokurs orientieren?*

Die Äußerungen der EZB zur Rolle des Wechselkurses für die Geldpolitik sind nicht immer eindeutig gewesen. Dies mag an den Märkten zu Irritationen geführt haben. Entgegen der vielfach getroffenen Aussage, der Wechselkurs sei kein Grund zum Handeln, wurden die geldpolitischen Entscheidungen von der Euroschwäche beeinflusst. In einem Interview (*Süddeutsche Zeitung* 2000) erklärte der Präsident der EZB, dass die Zinserhöhung um 0,25 Prozentpunkte, „die in jedem Fall gekommen wäre, wegen der Euroschwäche in der zweiten Januarhälfte nun schon Anfang Februar vorgenommen“ wurde. So können Wechselkursänderungen offenbar zumindest das Timing von Zinsentscheidungen bestimmen.

Im Wechselkurs spiegelt sich eine Vielzahl von Einflüssen wider. Dabei spielt die Geldpolitik im In- und Ausland eine wichtige Rolle. Hinzu kommen andere Maßnahmen der Wirtschaftspolitik, die wirtschaftlichen Aussichten und möglicherweise politische Ereignisse. Ob die Notenbank auf eine Änderung des Wechselkurses reagieren soll, hängt nicht zuletzt von der Einschätzung der Ursachen ab. Die geldpolitische Strategie der EZB beruht auf zwei Säulen, und diese sollten für ihre Maßnahmen allein ausschlaggebend sein. Das Geldmengenkonzept ist von Wechselkursänderungen nicht direkt betroffen. Allerdings spielt der Wechselkurs für die zweite Säule, die Perspektiven für die Inflation, eine Rolle. Aber unter den Indikatoren, welche die EZB für die Prognose des Preisanstiegs heranzieht, ist er nur einer von vielen. Ferner ist zu berücksichtigen, dass einmalige Wechselkursänderungen weder die Inflationsrate noch die Inflationserwartungen nachhaltig beeinflussen, sondern lediglich einen einmaligen Sprung im Preisniveau bewirken.

Für solche Änderungen im Niveau des Wechselkurses mag es verschiedene Gründe geben. So kann der Euro auch deshalb schwach sein, weil die Märkte zu dem Urteil gekommen sind, dass die strukturellen Reformen im Euroraum zu wenig vorankommen. Der niedrige Eurokurs resultiert dann aus den Wachstumsbedingungen, die für Europa schlechter eingeschätzt werden als etwa für die Vereinigten Staaten. Damit hätte sich der Wechselkurs einmalig geändert, und eine Reaktion der EZB hierauf wäre nicht zu rechtfertigen. Auch ist es nicht sinnvoll, dass die EZB die Zinsen nur deshalb erhöht, weil es möglicherweise politische Unsicherheiten in einzelnen Ländern gibt oder die politische Situation von den Marktteilnehmern mit Misstrauen betrachtet wird. Der Wechselkurs kann sich aus diesen Gründen vorübergehend abschwächen; die EZB sollte aber deshalb nicht die Konjunktur im Euroraum dämpfen.

Aus der Entwicklung des Wechselkurses kann man jedoch insoweit auf einen Handlungsbedarf schließen, als sie eine zu expansive Geldpolitik anzeigt, durch die das Ziel der Preisniveaustabilität gefährdet ist. Doch ergibt sich ein solcher Korrekturbedarf für die Notenbank nicht aus der Abwertung an sich, sondern aus der zu lockeren Geldpolitik; der Wechselkurs ist nur ein Indikator für diese Fehlentwicklung. Wie groß der Teil der Euro-Abwertung ist, der allein hieraus resultiert, ist wohl nicht zu bestimmen. Dies ist für die geldpolitische Reaktion aber auch unerheblich, denn die EZB verfügt über Maßstäbe, die angeben, wie der geldpolitische Kurs stabilitätsgerecht gefahren werden kann. In der Strategie der EZB ist der Geldmenge M3 eine prominente Rolle zugewiesen, und aus der wiederholten Betonung des Referenzpfads folgt, dass die Geldmengenexpansion niedriger sein muss als im vergangenen Jahr. Bei der derzeitigen und absehbaren wirtschaftlichen Entwicklung sind Erhöhungen der Leitzinsen notwendig, um den angekündigten Pfad zu erreichen.

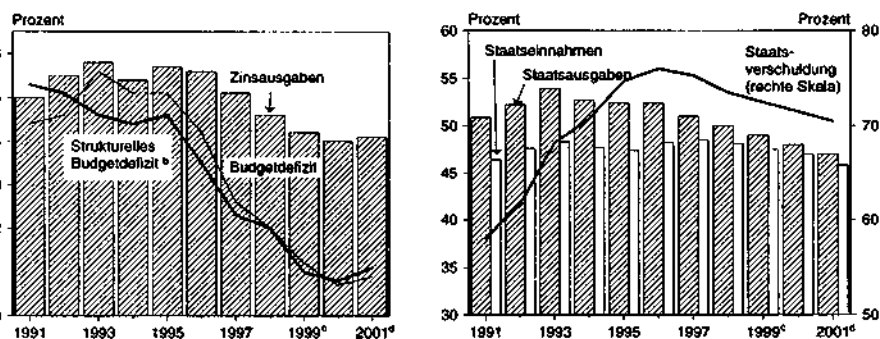
Generell wäre die EZB gut beraten, ihre Zinsentscheidungen unabhängig von Markteinschätzungen und von der öffentlichen Debatte vorzunehmen. Die Notenbank muss den Ton angeben, und sie darf sich dabei nicht von Spekulationen an den Finanz- und Devisenmärkten zum Handeln oder Nicht-Handeln leiten lassen. Wenn die EZB – entweder wegen eines Überschreitens des Referenzpfads für die Geldmenge (erste Säule) oder wegen eines prognostizierten Anstiegs der

Inflation (zweite Säule) – Zinsanhebungen für erforderlich hält, soll sie sie auch vornehmen. Die EZB kann sich in ihrer Handlungsfreiheit nicht durch Überlegungen einschränken lassen, ob sie Spekulationen möglicherweise rechtfertigt oder enttäuscht. Ferner sollte die Politik unabhängig von Aktionen anderer Notenbanken sein; so ist es unerheblich, ob die EZB die Zinsen vor, nach oder gleichzeitig mit den Aktionen etwa der Fed ändert. Ausschlaggebend können nur die binnenwirtschaftlichen Ziele sein. Nur durch eine konsequente Politik kann die EZB ihre Reputation stärken.

### Kräftige Steuersenkungen regen Konjunktur und Wachstum an

Euroland ist im vergangenen Jahr etwas näher an das im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgeschriebene Ziel eines mittelfristig ausgeglichenen Staatshaushalts gerückt. Das Budgetdefizit der öffentlichen Haushalte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt fiel mit 1,2 Prozent niedriger aus als 1998 (2 Prozent). Angesichts des Rückgangs der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung im Jahresdurchschnitt nahm das konjunkturbereinigte Budgetdefizit sogar noch etwas stärker ab (Schaubild 5). Dennoch kann man für das Jahr 1999 nur bedingt von einem restriktiven Kurs der Finanzpolitik sprechen. So stiegen in Deutschland und Italien – anders als aufgrund der deutlichen Abnahme der Kapazitätsauslastung in diesen Ländern zu erwarten gewesen wäre – die Steuereinnahmen kräftig, doch ist dies großenteils auf Sondereffekte zurückzuführen.<sup>12</sup> Zudem ging die von den Regierungen kurzfristig nicht beeinflussbare Zinsausgabenquote (in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) im vergangenen Jahr in Euroland weiter

Schaubild 5: Indikatoren zur Situation der öffentlichen Haushalte in Euroland<sup>a</sup>



<sup>a</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts. – <sup>b</sup>Auf der Basis des mit Hilfe eines Hodrick- Prescott-Filters ermittelten Produktionspotentials. Zur Methode vgl. Döpke et al. (1998: 281 f.). – <sup>c</sup>Schätzung. – <sup>d</sup>2000 und 2001: Prognose.

<sup>12</sup> In Deutschland fielen erhebliche Nachzahlungen bei den Veranlagungssteuern für in Vorjahren erzielte Gewinne an. Italien verbuchte im vergangenen Jahr Erfolge bei der Eindämmung der Steuerhinterziehung.

zurück. Folglich war – wie schon im Vorjahr – keine nennenswerte Verbesserung des konjunkturbereinigten Primärsaldos (struktureller Budgetsaldo ohne Zinsausgaben) zu verzeichnen (EZB 1999b: 49). Demnach dürfte die Finanzpolitik 1999 in etwa neutral auf die Konjunktur gewirkt haben.

Für das Jahr 2000 rechnen wir in Euroland mit einem Rückgang des Budgetdefizits auf 0,7 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, der im Wesentlichen auf die günstige Konjunkturlage zurückzuführen ist. Das strukturelle Defizit wird nur wenig niedriger als im Vorjahr ausfallen; die Verringerung beruht vor allem auf den weiter sinkenden Zinsausgaben in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Die Finanzpolitik wird im Großen und Ganzen neutral auf die Konjunktur wirken.

Im kommenden Jahr wird die Ausrichtung der Finanzpolitik ganz im Zeichen der geplanten Steuersenkungen stehen. Insbesondere die großen Länder werden Erleichterungen bei der Einkommen- und bei den Unternehmensteuern vornehmen. Die bei weitem größte Entlastung geht dabei von der Steuerreform in Deutschland aus; da hier keine entsprechenden Ausgabenkürzungen vorgesehen sind, ist der konjunkturelle Impuls beträchtlich. In Euroland wird die Defizitquote im kommenden Jahr leicht auf 0,9 Prozent steigen. Bei einer weiterhin das Trendwachstum übertreffenden Produktionsausweitung wird das strukturelle Defizit etwas stärker zunehmen, so dass die Finanzpolitik im kommenden Jahr expansiv ausgerichtet sein wird.

### **Ehrgeizige finanzpolitische Pläne für die mittlere Frist**

In den vergangenen Monaten haben die EWU-Mitgliedstaaten dem ECOFIN-Rat und der EU-Kommission die aktualisierten Fassungen der Stabilitäts- und Wachstumsprogramme vorgelegt,<sup>13</sup> in denen sie über die aktuelle Haushaltslage und über die finanzpolitische Planung bis zum Jahr 2003 berichten. Kern dieser Programme soll nach Maßgabe des Stabilitäts- und Wachstumspakts die Dokumentation der anvisierten Maßnahmen zur Erreichung eines mittelfristig ausgeglichenen Haushalts sein. Der Europäische Rat hat in den im vergangenen Jahr verabschiedeten „Grundsätzen der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft“ angesichts der wenig ehrgeizigen Konsolidierungsbemühungen in einigen Ländern des Euroraums nochmals zur Einhaltung dieses Ziels aufgerufen. Insbesondere sollten die günstigen Konjunkturperspektiven dazu genutzt werden, die „in Aussicht genommenen Haushaltsanpassungsmaßnahmen ab dem Jahr 2000 vorzuziehen“. Dabei dient die schnelle Erreichung einer ausgeglichenen Budgetposition nicht nur der Einhaltung eines angemessenen Sicherheitsabstands zur 3-Prozent-Marke, die im Stabilitäts- und Wachstumspakt als Ziel genannt ist. Vielmehr muss Euroland sich für die finanziellen Belastungen wappnen, die sich in den nächsten Jahrzehnten angesichts einer alternden Bevölkerung ergeben. Weiterhin forderte der Rat die EWU-Mitgliedstaaten zu einer Verringe-

---

<sup>13</sup> Zum Redaktionsschluss dieses Artikels lagen die Stabilitätsprogramme von Österreich und Portugal noch nicht vor.

Tabelle 1: Kennzahlen der Stabilitäts- und Wachstumsprogramme der EWU-Länder<sup>a</sup>

	Anstieg des Bruttoinlandsprodukts <sup>b</sup>		Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>c</sup>		Bruttoschuldenstand <sup>c</sup>		Ausgaben <sup>c,d</sup>		Einnahmen <sup>c,d</sup>	
	1996–1999	2000–2003	1999 <sup>e</sup>	2003	1999 <sup>e</sup>	2003	1999 <sup>e</sup>	2003	1999 <sup>e</sup>	2003
Deutschland	1,5	2,5	-1,2	-0,5	61,0	58,5	48,5	45,0	47,3	44,5
Frankreich	2,3	2,6	-2,1	-0,3	60,3	57,2	53,9	51,1	51,8	50,8
Italien	1,3	2,6	-2,0	-0,1	114,7	100,0	48,7	45,0	46,7	44,9
Spanien	3,5	3,4	-1,3	0,2	63,5	55,8	41,3	39,5	40,1	39,8
Niederlande <sup>f,g</sup>	3,5	2,8	-0,6	-0,3	64,3	59,8	40,1	38,7	39,2	37,3
Belgien	2,3	2,4	-1,1	0,4	114,9	101,2	47,4	44,8	46,4	45,2
Finnland	5,9	3,0	3,1	4,7	46,6	35,2	50,5	47,1	51,2	49,3
Irland <sup>f</sup>	9,0	6,5	3,2	2,9	52,0	36,0	32,3	29,0	35,5	33,6
Luxemburg	4,8	5,1	2,3	3,1	4,3	-	44,1	39,3	46,4	42,4
Euroland <sup>h</sup>	2,1	2,7	-1,4	-0,1	73,1	66,9	48,4	45,3	47,0	45,2

<sup>a</sup> In einigen Stabilitäts- und Wachstumsprogrammen werden mehrere Szenarien bezüglich der Wirtschaftsentwicklung betrachtet. In dieser Tabelle ist jeweils das Basis-Szenario berücksichtigt worden. – <sup>b</sup> Durchschnittliche jährliche Veränderungsrate in Prozent. – <sup>c</sup> In Prozent des Bruttoinlandsprodukts. – <sup>d</sup> Angaben aus den Stabilitäts- und Wachstumsprogrammen, teilweise um konzeptionelle Unterschiede bereinigt. – <sup>e</sup> Werte für 1999 sind den Stabilitäts- und Wachstumsprogrammen entnommen. – <sup>f</sup> Projektionszeitraum nur bis 2002. – <sup>g</sup> Nur Zentralregierung. – <sup>h</sup> Durchschnitt für die oben genannten Länder.

Quelle: OECD (1999b), nationale Stabilitäts- und Wachstumsprogramme, eigene Berechnungen und Schätzungen

zung der gesamtwirtschaftlichen Abgabenbelastung – sofern mit den Vorgaben des Stabilitätspakts vereinbar – und zu einer weitergehenden Liberalisierung bisher geschützter Sektoren auf.

Vor diesem Hintergrund sind die vor kurzem vorgelegten Stabilitäts- und Wachstumsprogramme zu sehen (Tabelle 1). Zunächst ist festzuhalten, dass Finnland, Irland und Luxemburg – wie übrigens auch die Nichtmitgliedstaaten Dänemark und das Vereinigte Königreich – Haushaltsüberschüsse verzeichnen und zudem eine Schuldenstandquote von weniger als 60 Prozent aufweisen. In diesen Ländern besteht insofern kein akuter finanzpolitischer Handlungsbedarf. In den anderen EWU-Mitgliedstaaten gab es 1999 hingegen Haushaltsdefizite, die teilweise zu nahe am Referenzwert des Maastrichter Vertrages lagen. Diese Länder planen weitere Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung, wobei jedoch lediglich Spanien und Belgien bereits für das Jahr 2003 einen ausgeglichenen Haushalt anstreben. Obwohl damit das Konsolidierungstempo weiterhin gering ausfallen wird, ist doch eine bemerkenswerte Entwicklung zu beobachten: Wurden die Defizite im Vorfeld der Einführung der Währungsunion auch durch Ein-

nahmenerhöhungen vermindert, so wollen die europäischen Regierungen in den kommenden drei Jahren die Einnahmenquote deutlich verringern. Die Ausgabenquote soll sogar noch stärker sinken, so dass das Budgetdefizit in Euroland weiter zurückgehen dürfte.

Diese Absichten der europäischen Regierungen sind zu begrüßen. Empirischen Untersuchungen zufolge ist der Rückgang der Trendwachstumsrate in den vergangenen 30 Jahren zum Teil auf die starke Zunahme der Staatsquote zurückzuführen.<sup>14</sup> Dabei musste das kräftige Ausgabenwachstum durch deutliche Abgabenerhöhungen und steigende Budgetdefizite finanziert werden. Vor diesem Hintergrund ist die Strategie einer gleichzeitigen Abgaben- und Defizitreduzierung für den Euroraum insgesamt angemessen. Deutschland, Frankreich, Italien und Österreich sollten jedoch zusätzliche Maßnahmen zur Ausgabenbegrenzung ergreifen.<sup>15</sup> Ansonsten droht in diesen Ländern bei einem adversen Schock ein Überschreiten der 3-Prozent-Marke (Dalsgaard und de Serres 1999). Deshalb sollten die Regierungen angesichts der günstigen Konjunkturlage zusätzliche Konsolidierungsmaßnahmen ergreifen, um eine den neunziger Jahren ähnliche Entwicklung zu vermeiden. Damals wurden die Budgetdefizite in Aufschwungjahren nicht konsequent zurückgeführt. Um ein Ausufern der Defizite zu vermeiden, musste den automatischen Stabilisatoren in Konjunkturabschwüngen entgegen gewirkt werden, so dass die Finanzpolitik über weite Teile des vergangenen Jahrzehnts prozyklisch wirkte (OECD 1999b: 142).

### **Ausblick: Konjunktur schwenkt 2001 auf Potentialpfad ein**

Die wirtschaftliche Aktivität dürfte in den kommenden Monaten weiterhin kräftig expandieren; darauf deuten die Frühindikatoren hin. So hat das Vertrauen in der Industrie bis zuletzt weiter zugenommen, wobei insbesondere die verbesserte Einschätzung der Auftragslage für einen unverändert lebhaften Produktionsanstieg spricht. Währenddessen hat sich das Verbrauchervertrauen zuletzt auf einem sehr hohen Niveau stabilisiert. Die positive Grundtendenz findet ihren Ausdruck in dem Gesamtindikator für die konjunkturelle Einschätzung, der am Jahresanfang ein Niveau erreichte, das zuletzt während des Booms im Zuge der deutschen Vereinigung beobachtet worden war.

Für den weiteren Verlauf dieses Jahres und für das Jahr 2001 rechnen wir allerdings mit einer leichten Abschwächung der Auftriebskräfte (Tabelle 2). Das ge-

---

<sup>14</sup> Barro und Sala-i-Martin (1999: 434) finden in einer 87 Länder umfassenden Querschnittsanalyse für den Zeitraum 1965 bis 1985, dass ein Anstieg der Staatsquote um einen Prozentpunkt mit einer um reichlich 0,1 Prozentpunkte niedrigeren Trendwachstumsrate verbunden war. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt Heitger (1998: 113) in einer die OECD-Länder umfassenden Studie. Dabei muss man sich vor Augen führen, dass die Staatsquote in den meisten Ländern des Euroraums seit den sechziger Jahren um etwa 20 Prozentpunkte gestiegen ist.

<sup>15</sup> Alesina und Perotti (1997) weisen darauf hin, dass Konsolidierungserfolge in der Vergangenheit dann nachhaltig gewesen sind, wenn sie an der Ausgabenseite des Staatshaushalts angesetzt haben. Dabei sollten Kürzungen der konsumtiven Staatsausgaben vorgenommen werden und nicht – wie im Vorfeld der Europäischen Währungsunion vielfach geschehen – Verringerungen der öffentlichen Investitionen.



Tabelle 2: Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Euroland 1999–2001

	1999				2000				2001			
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q. <sup>a</sup>	2. Q. <sup>a</sup>	3. Q. <sup>a</sup>	4. Q. <sup>a</sup>	1. Q. <sup>a</sup>	2. Q. <sup>a</sup>	3. Q. <sup>a</sup>	4. Q. <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,2	2,1	4,1	3,8	3,3	2,8	2,7	2,7	3,0	2,8	2,5	2,4
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	3,5	1,6	2,3	4,4	3,2	2,7	2,7	2,8	3,2	3,2	2,9	2,8
Privater Verbrauch <sup>b</sup>	3,0	1,2	3,0	3,2	2,8	2,7	2,7	2,8	3,2	3,2	2,8	2,8
Staatsverbrauch <sup>b</sup>	3,4	-0,3	1,0	1,2	2,4	1,2	1,3	1,2	1,4	1,6	1,2	1,0
Anlageinvestitionen <sup>b</sup>	6,7	2,9	7,0	2,0	5,9	4,8	4,9	4,6	4,4	4,4	4,4	4,4
Vorratsveränderungen <sup>c</sup>	-0,3	0,4	-1,0	1,8	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Außenbeitrag <sup>c</sup>	-1,2	0,5	1,8	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,3	-0,3
Exporte <sup>b,d</sup>	1,7	9,8	13,9	5,7	8,9	8,9	7,9	7,2	6,6	5,8	5,5	5,2
Importe <sup>b,d</sup>	5,6	8,5	8,7	7,3	9,1	9,1	8,1	7,7	7,4	7,2	6,5	6,3
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	10,3	10,1	10,0	9,7	9,4	9,2	9,0	8,8	8,6	8,5	8,4	8,3
Konsumentenpreise (HVP) <sup>f</sup>	0,7	2,0	1,5	2,0	2,3	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7
Geldmenge M3 <sup>b</sup>	8,2	5,5	5,9	4,7	4,9	5,5	5,5	5,5	5,2	5,0	5,0	5,0
Zinssatz für Dreimonatsgeld	3,1	2,6	2,7	3,4	3,5	3,8	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Zinssatz für Staatsanleihen (10 Jahre)	1,1	1,1	1,1	1,0	5,6	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8	5,7	5,5
Wechselkurs gegenüber dem Dollar <sup>g</sup>	1,12	1,06	1,05	1,04	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Realer effektiver Wechselkurs <sup>h</sup>	100,0	96,0	94,7	92,2	89,7	89,7	89,7	89,7	89,7	89,7	89,7	89,7

<sup>a</sup> Prognose. – <sup>b</sup> Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet, in Prozent. – <sup>c</sup> Beitrag zur Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts. – <sup>d</sup> Waren und Dienstleistungen einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euroraums. – <sup>e</sup> In Prozent der Erwerbsspersonen, harmonisiert nach dem ILO-Konzept. – <sup>f</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. – <sup>g</sup> US-\$/Euro. – <sup>h</sup> Index 1991 I = 100.

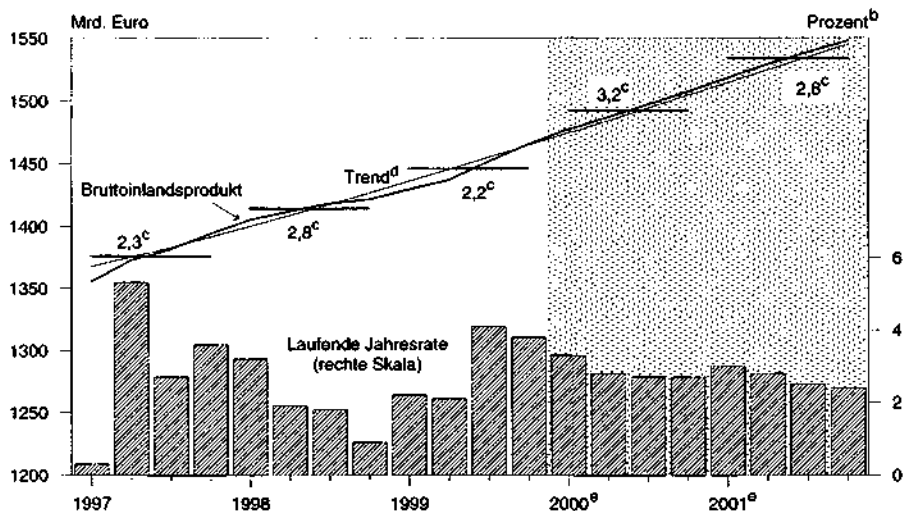
Quelle: Eurostat (2000), EZB (2000), OECD (2000), eigene Berechnungen und Schätzungen.

samtwirtschaftliche Expansionstempo wird am Ende des Prognosezeitraums in der Nähe des Potentialwachstums liegen (Schaubild 6).

Die Verlangsamung der Konjunktur ist dabei in erster Linie auf außenwirtschaftliche Einflüsse zurückzuführen (Schaubild 7). So erwarten wir, dass sich der Nachfrageanstieg auf den wichtigsten Exportmärkten – insbesondere in den Vereinigten Staaten – merklich abflachen wird. Zudem werden die von der Abwertung des Euro ausgehenden Impulse allmählich auslaufen. Nach der dynamischen Entwicklung im Winterhalbjahr werden die Zuwächse bei den Ausfuhren deutlich geringer ausfallen. Die Einfuhren werden angesichts der anhaltend kräftigen Binnenkonjunktur nur wenig verlangsamt expandieren, so dass sich der Exportüberschuss im kommenden Jahr verringern dürfte.

Hingegen wird sich die Expansion der Binnennachfrage in hohem Tempo fortsetzen. Zwar werden die monetären Rahmenbedingungen nicht mehr so günstig sein wie zuletzt, doch geht von der Finanzpolitik im kommenden Jahr ein expansiver Impuls aus. Die zunehmende Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten dürfte eine weiterhin rege Investitionstätigkeit nach sich ziehen. Fallen die Tarifabschlüsse – wie von uns bei der Prognose unterstellt – moderat aus, so ist mit einem kräftigen Beschäftigungszuwachs zu rechnen. Die Arbeitslosigkeit wird dann nochmals deutlich zurückgehen; im kommenden Jahr wird voraussichtlich die Marke von 9 Prozent erstmals seit 1992 wieder unterschritten. Bei dieser Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt wird sich das Konsumklima nochmals verbessern, und die privaten Haushalte dürften ihre Ausgaben im Prognosezeit-

Schaubild 6: Reales Bruttoinlandsprodukt<sup>a</sup> in Euroland

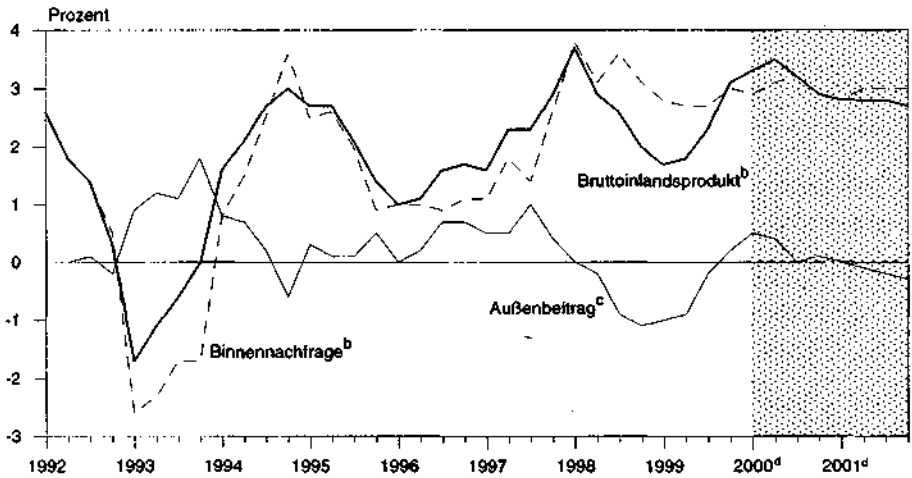


<sup>a</sup>Saison- und arbeitstägig bereinigt. – <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

– <sup>c</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. – <sup>d</sup>Berechnet mit Hilfe eines Hodrick-Prescott-Filters. – <sup>e</sup>Ab

2000 I: Prognose.

Schaubild 7: Bruttoinlandsprodukt, Binnennachfrage und Außenbeitrag in Euro-land<sup>a</sup>



<sup>a</sup>In konstanten Preisen. – <sup>b</sup>Veränderungsrate gegenüber Vorjahr. – <sup>c</sup>Veränderung des Außenbeitrags gegenüber Vorjahr in Relation zum Bruttoinlandsprodukt des Vorjahresquartals. – <sup>d</sup>Ab 2000 I: Prognose.

raum – auch angesichts der steuerlichen Entlastungen – zügig ausweiten. Nach einem Anstieg um 3,2 Prozent in diesem Jahr erwarten wir für das Jahr 2001 eine Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um 2,8 Prozent (Tabelle 3).

Der Anstieg der Verbraucherpreise wird im Prognosezeitraum mit knapp 2 Prozent deutlich höher als 1999 ausfallen. Dabei dürfte die Teuerungsrate in Euro-land im Frühjahr aufgrund von Basiseffekten die Marke von 2 Prozent sogar überschreiten. Nach der Jahresmitte werden die Wirkungen des rasanten Anstiegs der Rohölpreise allerdings allmählich auslaufen. Mit der dynamischen Konjunktur nehmen jedoch auch die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen zu, so dass die Kerninflation im Euroraum spürbar anziehen dürfte.

Das größte Risiko für die konjunkturelle Entwicklung in nächster Zeit besteht in einem möglichen Einbruch in den Vereinigten Staaten. Käme es dort zu einer harten Landung der Konjunktur, würden auch die Länder des Euroraums betroffen.<sup>16</sup> Es wäre dann mit einem Rückschlag in der Exportdynamik zu rechnen, zumal es in der Folge auch zu einer markanten Abwertung des US-Dollar kommen dürfte.

### Asymmetrische konjunkturelle Wirkungen der Euro-Schwäche?

Angesichts der ausgeprägten und anhaltenden Schwäche des Euro gegenüber dem US-Dollar stellt sich die Frage, wie gleichmäßig die gesamtwirtschaftliche Akti-

<sup>16</sup> Zu einer ausführlichen Diskussion dieses Risikoszenarios vgl. Gern et al. (2000).

Tabelle 3: Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Euroland 1998–2001

	Gewicht in Prozent <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>				Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>				Arbeitslosenquote <sup>d</sup> in Prozent			
		1998	1999	2000 <sup>e</sup>	2001 <sup>e</sup>	1998	1999	2000 <sup>e</sup>	2001 <sup>e</sup>	1998	1999	2000 <sup>e</sup>	2001 <sup>e</sup>
Deutschland	33,0	2,2	1,5	2,7	2,6	0,6	0,7	1,4	1,4	9,4	9,1	8,4	7,6
Frankreich	22,2	3,4	2,7	3,4	3,0	1,4	1,5	1,6	1,5	11,7	11,0	9,4	8,9
Italien	18,1	1,3	1,4	2,5	2,3	2,0	1,6	2,1	1,8	11,9	11,3	10,7	10,3
Spanien	8,6	4,0	3,7	4,0	3,4	1,8	2,2	2,6	2,5	18,8	15,8	14,3	13,2
Niederlande	5,8	3,7	3,5	3,7	3,2	1,9	2,0	2,1	3,0	4,0	3,1	2,8	3,0
Belgien	3,9	2,7	2,3	3,1	2,8	0,9	1,2	2,0	1,8	9,5	9,0	8,2	7,7
Österreich	3,3	2,9	2,2	3,3	2,7	0,8	0,5	1,9	1,7	4,7	4,3	4,1	4,2
Finnland	1,9	5,0	3,5	4,0	3,6	1,4	1,5	2,0	2,3	11,4	10,3	9,2	8,6
Portugal	1,6	3,5	3,0	4,0	3,5	2,2	2,2	2,1	2,5	5,1	4,5	4,2	4,4
Irland	1,3	8,1	7,3	7,5	6,5	2,2	2,5	4,0	3,0	7,7	6,5	5,6	5,0
Luxemburg	0,3	5,0	4,9	5,0	4,0	0,9	1,1	2,2	1,9	2,8	2,8	2,6	2,8
Euroland	100,0	2,8	2,2	3,2	2,8	1,1	1,1	1,9	1,8	10,9 <sup>f</sup>	10,0 <sup>f</sup>	9,1 <sup>f</sup>	8,5 <sup>f</sup>

<sup>a</sup> Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 1998. – <sup>b</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). – <sup>c</sup> Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). – <sup>d</sup> Standardisierte Arbeitslosenquote nach dem ILO-Konzept. – <sup>e</sup> Prognose. – <sup>f</sup> Auf der Grundlage der Erwerbspersonen von 1997.

Quelle: EZB (2000), OECD (2000), eigene Berechnungen und Schätzungen.

viät im Euroraum durch die Abwertung angeregt wird. Dies ist zum einen für die Konjunkturprognose für die einzelnen EWU-Länder relevant. Das Thema hat zum anderen aber auch einen Bezug zu der aktuellen Diskussion der Frage, ob sich die Geldpolitik der EZB symmetrisch auf die Teilnehmerländer der Währungsunion auswirkt (vgl. z. B. Dornbusch et al. 1998), denn der Wechselkurs stellt neben den Zinsen und der Kreditvergabeentscheidung der Geschäftsbanken einen wesentlichen Transmissionskanal geldpolitischer Impulse dar. Unterschiedliche konjunkturelle Wirkungen von Wechselkursänderungen implizieren, dass die einzelnen Länder zumindest über diesen Kanal in unterschiedlicher Weise von geldpolitischen Maßnahmen der EZB betroffen wären.

Wie stark Änderungen des Wechselkurses des Euro gegenüber dem US-Dollar auf den Außenhandel eines EWU-Landes wirken, hängt unter anderem davon ab, wie hoch der Anteil der Importe aus den Vereinigten Staaten an den gesamten Importen des EWU-Landes ist; auf der Ausführeseite kann die Wirkung analog durch den Anteil der Vereinigten Staaten an den gesamten Exporten des EWU-Landes ermittelt werden. Doch wird dadurch nur die direkte preisliche Konkurrenz zwischen Exporteuren aus dem EWU-Land und amerikanischen Produzenten auf dem US-Markt erfasst, nicht aber der Wettbewerb zwischen Produzenten aus Euroland und den Vereinigten Staaten auf Drittmärkten. Dieser wird durch sogenannte erweiterte Exportgewichte gemessen, wie sie etwa die Deutsche Bundesbank ihren Berechnungen des effektiven Außenwerts der D-Mark zugrunde legt. Die Deutsche Bundesbank (1998) hat diese erweiterten Exportgewichte für Deutschlands 38 wichtigste Handelspartner ermittelt. Da unter diesen 38 Ländern (zuzüglich Deutschland) auch die wesentlichen Handelspartner der übrigen EWU-Länder sein dürften, lassen sich auf der Basis der Ergebnisse der Bundesbank auch die erweiterten Exportgewichte für die übrigen Länder des Euroraums berechnen.<sup>17</sup> Mit Hilfe dieser Angaben kann der kombinierte außenwirtschaftliche Effekt einer Änderung des Euro/Dollar-Kurses auf das Bruttoinlandsprodukt bestimmt werden.

Die Ergebnisse dieser Berechnungen zeigt Tabelle 4. Sie weist für jedes EWU-Land das erweiterte Exportgewicht und den Importanteil der Vereinigten Staaten aus. Im (ungewichteten) Durchschnitt über alle EWU-Länder konkurrieren die Vereinigten Staaten direkt oder indirekt mit 9,3 Prozent der Exporte; ihr Anteil an den Importen beträgt im EWU-Durchschnitt 7,1 Prozent. Die Standardabweichung von diesen Durchschnittswerten beträgt 1,7 bzw. 3,9 Prozent-

---

<sup>17</sup> Die erweiterten Exportgewichte eines EWU-Landes beschreiben den Anteil, den andere Länder am gesamten (weltweiten) Exportmarkt dieses EWU-Landes haben. Für die Berechnung wird zunächst für jeden der 38 Exportmärkte (Empfängerländer) dieses EWU-Landes das Angebot der Produzenten aus dem Empfängerland selbst sowie das der Produzenten aus den übrigen Ländern, die auf diesem Markt anbieten, ermittelt. Setzt man nun für jeden Exportmarkt das Angebot aus dem EWU-Land in Beziehung zur Summe aller Angebote, so erhält man den „Marktanteil“ des EWU-Landes. Sein erweitertes Exportgewicht ergibt sich als gewichteter Mittelwert der Marktanteile dieses Landes auf allen 38 Exportmärkten, wobei die Gewichte die Anteile der jeweiligen Exportmärkte am gesamten Export des EWU-Landes sind. Die Berechnungen basieren auf Zahlen für den Außenhandel der OECD-Länder mit Industriegütern (SITC 5-8) mit 38 Industrie- und Schwellenländern für den Durchschnitt der Jahre 1993 bis 1995. Vgl. Deutsche Bundesbank (1998).

Tabelle 4: Wirkungen einer Änderung des Dollar/Euro-Kurses auf das reale Bruttoinlandsprodukt der EWU-Länder<sup>a</sup>

	USA (1)	Südost- asien <sup>b</sup> (2)	(1)+(2)	Offen- heits- grad <sup>c</sup>	USA (3)	Südost- asien <sup>b</sup> (4)	(3)+(4)	BIP- Wir- kung <sup>d</sup>
	<i>Erweiterte Exportgewichte</i>				<i>BIP-Gewichte<sup>e</sup></i>			
Belgien und Luxemburg	8,3	7,6	15,9	71,1	5,9	5,4	11,3	0,9
Deutschland	11,4	11,1	22,5	25,2	2,9	2,8	5,7	0,4
Finnland	10,4	8,9	19,3	33,4	3,5	3,0	6,4	0,5
Frankreich	10,0	8,0	18,0	21,0	2,1	1,7	3,8	0,3
Irland	11,6	6,6	18,2	75,8	8,8	5,0	13,8	1,4
Italien	11,1	8,0	19,1	20,7	2,3	1,7	3,9	0,3
Niederlande	7,6	6,4	14,0	53,1	4,0	3,4	7,4	0,8
Österreich	6,6	5,8	12,4	29,5	1,9	1,7	3,7	0,3
Portugal	8,0	5,4	13,4	22,6	1,8	1,2	3,0	0,3
Spanien	8,4	6,3	14,7	19,7	1,7	1,2	2,9	0,3
Durchschnitt	9,3	7,4	16,8		3,5	2,7	6,2	0,5
Standardabweichung	1,7	1,6	3,0		2,2	1,4	3,5	0,4
Durchschnitt <sup>f</sup>								0,3
Standardabweichung <sup>f</sup>								0,1
	<i>Importanteile</i>				<i>BIP-Gewichte<sup>e</sup></i>			
Belgien und Luxemburg	5,6	3,5	9,1	64,9	3,6	2,3	5,9	
Deutschland	6,6	8,0	14,6	21,9	1,4	1,8	3,2	
Finnland	7,2	5,4	12,6	25,1	1,8	1,4	3,2	
Frankreich	7,8	6,0	13,8	19,7	1,5	1,2	2,7	
Irland	17,7	10,4	28,1	52,4	9,3	5,5	14,7	
Italien	4,8	5,3	10,1	18,4	0,9	1,0	1,9	
Niederlande	8,4	7,6	16,0	49,5	4,2	3,8	7,9	
Österreich	3,1	2,6	5,7	32,1	1,0	0,8	1,8	
Portugal	3,3	3,7	7,0	34,5	1,1	1,3	2,4	
Spanien	6,5	6,0	12,5	24,0	1,6	1,4	3,0	
Durchschnitt	7,1	5,9	13,0		2,6	2,0	4,7	
Standardabweichung	3,9	2,2	5,9		2,4	1,4	3,8	

<sup>a</sup> In Prozent. – <sup>b</sup> China, Hongkong, Taiwan, Indien, Indonesien, Südkorea, Malaysia, Singapur, Thailand. – <sup>c</sup> Exporte bzw. Importe 1998 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. – <sup>d</sup> Prozentuale Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts infolge einer Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar um 10 Prozent unter der Annahme identischer nationaler Wechselkurselastizitäten der Export- bzw. der Importnachfrage in Höhe von 0,5 bzw. -0,5; ohne Multiplikatoreffekte. – <sup>e</sup> Exportgewicht bzw. Importgewicht multipliziert mit dem Offenheitsgrad. – <sup>f</sup> Ohne Belgien und Luxemburg, Niederlande und Irland.

Quelle: Deutsche Bundesbank (1998), OECD (1998), IMF (1999a), eigene Berechnungen.

punkte. Stellt man allerdings speziell auf Wechselkurseffekte ab, so ist zu berücksichtigen, dass eine Reihe von asiatischen Ländern in der Vergangenheit bestrebt waren, die Paritäten ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar konstant zu halten, und es ist anzunehmen, dass sie dies auch in Zukunft versuchen werden.

Die Wirkung einer Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar wird daher zutreffender durch die Summe der Einfuhranteile bzw. der Exportgewichte der Vereinigten Staaten und der ostasiatischen Länder gemessen. Wie Tabelle 4 zeigt, erhöht sich dadurch nicht nur die Bedeutung des US-Dollar für den Außenhandel der EWU-Länder, sondern es nehmen auch die Unterschiede zwischen den EWU-Ländern zu; das spiegelt die ausgeprägten Divergenzen in den Handelsverflechtungen mit den asiatischen Ländern wider. Neben dem Außenhandel Irlands ist auch der eines der größeren EWU-Länder, nämlich Deutschlands, überdurchschnittlich betroffen: Immerhin knapp 23 Prozent der deutschen Ausfuhren konkurrieren direkt oder indirekt mit Waren aus dem US-Dollar-Raum, während es im Euroraum-Durchschnitt nur knapp 17 Prozent sind. Spürbar weniger als der Durchschnitt werden dagegen der Außenhandel Österreichs und der Portugals von einer Kursänderung des Euro gegenüber dem US-Dollar berührt.

Entscheidend für die konjunkturellen Wirkungen der Abwertung des Euro ist allerdings weniger der isolierte Effekt auf den Außenhandel als vielmehr deren gesamtwirtschaftlicher Effekt. Um diesen zu ermitteln, werden die Exportgewichte bzw. die Importanteile jeweils mit dem Anteil der Exporte bzw. Importe am Bruttoinlandsprodukt des Landes (Offenheitsgrad) multipliziert. Für den Durchschnitt dieser „BIP-Gewichte“ ergibt sich, dass über die Exporte 6,2 Prozent und über die Importe 4,7 Prozent des Bruttoinlandsprodukts im Wettbewerb mit Produkten stehen, die durch eine Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar teurer werden.

Die Wirkung einer Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar auf das reale Bruttoinlandsprodukt der einzelnen EWU-Länder lässt sich berechnen, wenn man annimmt, die Handelsbilanzen aller EWU-Länder seien ausgeglichen (das Niveau der Exporte entspricht also überall genau dem der Importe) und die absoluten Wechselkurselastizitäten der Export- und der Importnachfrage betragen jeweils 0,5.<sup>18</sup> In diesem Fall würde eine Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar um 10 Prozent<sup>19</sup> zu einem Anstieg der Exporte in den Dollar-Raum und einem Rückgang der Importe aus diesem Raum um jeweils 5 Prozent führen. Die Wirkung auf das Bruttoinlandsprodukt eines EWU-Landes ergibt sich, indem man diese Veränderung mit der Summe für dieses Land geltenden BIP-Gewichte der Exporte in den und der Importe aus dem Dollar-Raum multipliziert. Im Euroland-Mittel erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt infolge der Abwer-

<sup>18</sup> Eine Elastizität in dieser Größenordnung weisen z. B. die Exporte Deutschlands auf (vgl. Boss et al. 2000). Lapp et al. (1995: 11) berechnen für die Exportnachfrage Frankreichs und Italiens Wechselkurselastizitäten von 0,8 bzw. 0,9. Strauß (1998: 16) schätzt für Euroland insgesamt eine Wechselkurselastizität der Exporte von 0,6.

<sup>19</sup> Der Euro lag im Februar 13 Prozent unter seinem Vorjahresniveau. Wechselkursschwankungen dieser Größenordnung wurden in der Vergangenheit häufiger beobachtet. Im langjährigen Durchschnitt ist die Wechselkursvolatilität gleichwohl etwas geringer. So betrug die mittlere absolute jährliche Änderung des realen Wechselkurses der D-Mark gegenüber dem US-Dollar über den Zeitraum von 1973 bis 1998 nur 7,4 Prozent, über den Zeitraum von 1988 bis 1998 waren es sogar nur 6,2 Prozent.

tung direkt (d.h. ohne weitere Multiplikatoreffekte) um  $(6,2+4,7) \cdot 0,05 = 0,55$  Prozent. Für Deutschland ergäbe sich eine Zunahme um 0,4 Prozent, für Frankreich eine um 0,3 Prozent. Deutlich stärkere Wirkungen hätten Irland (1,4) sowie Belgien/Luxemburg (0,9) und die Niederlande (0,8) zu verzeichnen. Die mittlere Abweichung vom Durchschnitt liegt bei  $\pm 0,4$  Prozentpunkten, d.h., im Mittel würden sich nach der Abwertung des Euro Divergenzen in den jährlichen Zuwachsraten zwischen einzelnen Ländern von 0,8 Prozentpunkten ergeben, was angesichts durchschnittlicher jährlicher Zuwachsraten beim realen Bruttoinlandsprodukt von 2 bis 2,5 Prozent durchaus erheblich ist.

Es ist allerdings zu bedenken, dass die Ausfuhr- und Einfuhrquoten Belgiens und der Niederlande möglicherweise überhöht ausgewiesen werden, denn der belgische und der niederländische Außenhandel enthält Transitlieferungen anderer EWU-Länder über belgische und holländische Häfen. Nimmt man diese beiden Länder sowie Irland, das einen krassen Ausreißer darstellt und den Durchschnitt gemessen an seiner geringen Größe zu stark verzerrt, von der Berechnung der Durchschnittswerte aus, so zeichnet sich ein deutlich homogeneres Bild. Die mittlere Schwankung in den Zuwächsen beim realen Bruttoinlandsprodukt um den nun etwas geringeren Durchschnittswert von 0,3 Prozent beträgt dann nur noch  $\pm 0,08$  Prozentpunkte. Differenzen in dieser Größenordnung dürften ökonomisch kaum ins Gewicht fallen. Insgesamt kann somit der Schluss gezogen werden, dass eine Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar nur sehr begrenzt zu asymmetrischen Effekten führt.

## Summary

### **Euroland: Strong Upswing, Risks to Price Stability**

The Euroland economy is in a strong upswing. Last year, real GDP increased at a rate roughly equal to that of potential output in spite of the export losses in the wake of the crises in various countries of the world. This means that there have been considerable impulses from monetary policy. Because of the strength of the economy, the ECB has started to tighten its course somewhat. Nevertheless, monetary conditions in the euro area are still favorable. In 2000, real GDP is likely to increase by 3.2 percent; this is the highest rate in the past ten years.

### *With Strong Momentum into the New Millennium*

After a weak start, the economy gained considerable momentum in the course of 1999. While the strong export performance was responsible for the turnaround, domestic demand growth also accelerated somewhat. In the second half of 1999, real GDP increased at an annual rate of 3.5 percent and capacity utilization should have reached its normal level by now.

Inflation picked up considerably in the course of 1999 with rates between 1.5 and 2.0 percent thus coming close to the upper limit of the target range tolerated by the ECB. The driving force so far were higher import prices.



### *Correction of Monetary Policy*

Since November, the ECB has raised key interest rates by 100 basis points to 3.50 percent. This is the first tightening of monetary policy since the fall of 1997. The expansion of M3, however, indicates that monetary policy continues to be expansionary. The reference value for money growth was exceeded considerably last year.

The interest rate hikes must be seen against this background. It had to be expected that in the course of the strong upswing money demand would increase considerably. If this was not to translate into higher money growth, interest rates had to be raised. This is the logical consequence in the concept of monetary targeting. Critics of the ECB decisions apparently question this concept as such. However, even though the ECB does not interpret the strategy mechanically, the rate increases were justified.

This also follows from rules for monetary policy. The McCallum Rule pertains to the growth rate of the money stock M3 that is compatible with the inflation target (assumed to be 1.5 percent) and the trend changes of output and velocity. Since early 1999, money growth has been higher than the rate according to the rule. If this tendency continued, inflation would exceed 2 percent. In order to avoid this, interest rates have to go up. Similarly, the Taylor Rule suggests that interest rates need to be higher because capacity utilization is roughly at its normal level and inflation exceeds the target.

### *Tax Cuts Stimulate Economic Growth*

The countries in the euro area have come closer to the target of the Stability and Growth Pact as budget deficits have declined further. Next year, fiscal policy will be characterized by tax cuts in a number of countries. The strongest impulse will come from the tax reform in Germany. For Euroland as a whole, the stance of fiscal policy will thus become expansionary.

There appears to be a shift in the strategy of fiscal policy: While deficits were reduced on the road to EMU also by increases of taxes and contributions, the share of revenues will decline in the coming three years according to the plans of governments. Spending is supposed to decline even more so that deficits will shrink. Such a strategy can be highly recommended. According to empirical estimates, fiscal policy has contributed to the decline of the potential growth rate in the past 30 years by expanding the share of government spending.

### *Outlook: Moderate Slowdown in 2001*

While leading indicators point to a strong expansion of economic activity in the near future, several factors will lead to a moderate slowdown of the upswing later this year and in 2001. First of all, the recovery in the world economy will lose some momentum and the effect of the weaker euro will gradually fade. Second, the ECB will raise interest rates further; we expect money market rates to go up to 4 percent, so that the stance of monetary policy will be more or less neutral.

An impulse for the upswing, however, will result from the turnaround of fiscal policy.

All in all, real GDP growth will amount to 3.2 percent this year and will go down to 2.8 percent in 2001. The unemployment rate will – assuming moderate wage increases – continue to fall; next year, it will drop to below 9 percent for the first time since 1992.

Consumer prices will rise a lot faster than in 1999. Although the inflation rate will go down somewhat in the course of this year because of the declining impact of import prices, the core rate of inflation will go up due to the marked increase of capacity utilization. The Harmonized Index of Consumer Prices will increase by 1.9 percent this year and by 1.8 percent next year.

### Literaturverzeichnis

- Alesina, A., und R. Perotti (1997). Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects. *IMF Staff Papers* 44 (2): 210–248.
- Arbeitsgemeinschaft Deutscher Wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute (Hrsg.) (1999). *Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 1999*. Essen.
- Barro, R. J., und X. Sala-i-Martin (1999). *Economic Growth*. Cambridge, Mass.
- Boss, A., K. Gerling, J. Gottschalk, C.-P. Meier, J. Scheide, R. Schmidt und H. Strauß (2000). Finanzpolitische Impulse für Konjunktur und Wachstum in Deutschland. *Die Weltwirtschaft*, in diesem Heft.
- Coenen, G., und J.-L. Vega (1999). The Demand for M3 in the Euro Area. European Central Bank Working Paper 6. Frankfurt am Main.
- Dalsgaard, T., und A. de Serres (1999). Estimating Prudent Budgetary Margins for 11 EU Countries: A Simulated SVAR Model Approach. OECD Economics Department Working Paper 216. Paris.
- Deutsche Bundesbank (1998). Aktualisierung der Außenwertberechnung und Anpassung an die Bedingungen der Europäischen Währungsunion. *Monatsberichte*. November. Frankfurt am Main: 57–71.
- (1999). Taylor-Zins und Monetary Conditions Index. *Monatsberichte*. April. Frankfurt am Main: 47–63.
- Döpke, J., K.-J. Gern, J. Gottschalk, E. Langfeldt, J. Scheide, M. Schlie und H. Strauß (1998). Euroland: Neue Rahmenbedingungen für die Wirtschaftspolitik. *Die Weltwirtschaft* (3): 258–293.
- Dornbusch, R., C. Favero und F. Giavazzi (1998). Immediate Challenges for the European Central Bank. *Economic Policy* 26: 17–64.
- Eurostat (2000). *Völkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (1999a). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- (1999b). *Monatsbericht*. Dezember. Frankfurt am Main.
- (2000). *Monatsbericht*. März. Frankfurt am Main.
- Gern, K.-J., C.-P. Meier, J. Scheide und M. Schlie (1999). Euroland: Geldpolitik regt Konjunktur an. *Die Weltwirtschaft* (3): 318–344.
- Gern, K.-J., J. Gottschalk, C. Kamps, B. Sander, J. Scheide und H. Strauß (2000). Weltwirtschaftliche Dynamik auf dem Höhepunkt. *Die Weltwirtschaft*, in diesem Heft.

- Heitger, B. (1998). *Wachstums- und Beschäftigungseffekte einer Rückführung öffentlicher Ausgaben: eine empirische Analyse für die OECD-Länder*. Kieler Studien 291. Tübingen.
- IMF (International Monetary Fund) (1999a). *International Financial Statistics*. Washington, D.C.
- (1999b). France: Staff Report for the 1999 Article IV Consultation. IMF Staff Country Report No. 99/127. Washington, D.C.
- Lapp, S., J. Scheide und R. Solveen (1995). Determinants of Exports in the G7-Countries. Kieler Arbeitspapier 707. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- McCallum, B. T. (1999). Recent Developments in the Analysis of Monetary Policy Rules. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 81 (6): 3–11.
- OECD (1998). *Statistical Compendium*. CD-Rom. Paris.
- OECD (1999a). *Economic Outlook*. June 1999. Paris.
- (1999b). *Economic Outlook*. December 1999. Paris.
- (2000). *Main Economic Indicators*. February 2000. Paris.
- Scheide, J. (1998). Central Banks: No Reason to Ignore Money. Kieler Diskussionsbeitrag 316. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Strauß, H. (1998). Euroland's Trade with the Rest of the World: An SNA-based Estimation. Kieler Arbeitspapier 888. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Süddeutsche Zeitung* (2000). SZ-Interview mit Wim Duisenberg. 11. Februar: 25.