

Gern, Klaus-Jürgen

Article — Digitized Version

Euroland: Konjunktur überschreitet Höhepunkt: wenig Anzeichen für eine New Economy

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Gern, Klaus-Jürgen (2000) : Euroland: Konjunktur überschreitet Höhepunkt: wenig Anzeichen für eine New Economy, *Die Weltwirtschaft*, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 3, pp. 289-316

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/2501>

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: Konjunktur überschreitet Höhepunkt – wenig Anzeichen für eine New Economy

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

Der Aufschwung in Euroland hat sich im Sommer 2000 in hohem Tempo fortgesetzt. Für das Jahr insgesamt zeichnet sich ein Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts von 3,4 Prozent ab. Während diese Rate geringfügig größer ist als von uns zuletzt prognostiziert, erwarten wir nach wie vor, dass der konjunkturelle Höhepunkt im zweiten Halbjahr überschritten wird. Darauf deutet eine Reihe von Frühindikatoren hin; insbesondere hat sich das Geschäftsklima leicht eingetrübt.

Die erwartete konjunkturelle Verlangsamung erklärt sich aus dem Nachlassen wichtiger Impulse. So hat die Geldpolitik ihren expansiven Kurs korrigiert, nachdem die Inflationsgefahren im Euroraum zugenommen hatten. Damit sind die monetären Rahmenbedingungen ungünstiger geworden; dies wird die Binnennachfrage dämpfen. Ferner sind Haushalte und Unternehmen belastet, weil sich die Terms of Trade verschlechtert haben; allein die höhere Ölrechnung für das laufende Jahr macht für sich genommen nahezu ein Prozent des Bruttoinlandsprodukts aus. Der daraus resultierende Verlust an Realeinkommen wirkt ebenfalls dämpfend auf die Konjunktur. Darüber hinaus werden die Anregungen aus dem Ausland, die dem Aufschwung im Euroraum seit reichlich einem Jahr seine Schubkraft verliehen haben, allmählich geringer. Neben der sich etwas verlangsamen den Weltkonjunktur spielt dabei auch eine Rolle, dass die stimulierenden Wirkungen der Euroschwäche abklingen. Ein erneuter Kursrückgang des Euro in nächster Zeit ist wenig wahrscheinlich; dies ergibt sich aus dem später vorgestellten Modell, das den Wechselkurs im Zeitablauf recht gut erklärt.

All diese Faktoren führen dazu, dass die konjunkturelle Expansion im Prognosezeitraum an Fahrt verliert und in der Grundtendenz auf die Potentialrate einschwenkt; lediglich von der Finanzpolitik im kommenden Jahr expansive Impulse aus. Ein konjunktureller Abschwung ist dagegen wenig wahrscheinlich. Dazu käme es nur, wenn sich die inflationären Tendenzen unerwartet verstärkten und die Europäische Zentralbank (EZB) deshalb einen restriktiven Kurs verfolgte.

Abgesehen von den rein konjunkturellen Einflüssen ist zu überprüfen, ob sich das Potentialwachstum beschleunigt. Bislang ist die Evidenz für eine New Economy im Euroraum noch gering. Deshalb ist aus heutiger Sicht nicht damit zu rechnen, dass das reale Bruttoinlandsprodukt über längere Zeit um mehr als 2,5 Prozent zunehmen kann.

Nochmals beschleunigter Aufschwung

Die Konjunktur in Euroland war im ersten Halbjahr 2000 kräftig aufwärts gerichtet. Die gesamtwirtschaftliche Produktion expandierte wie bereits im Halb-

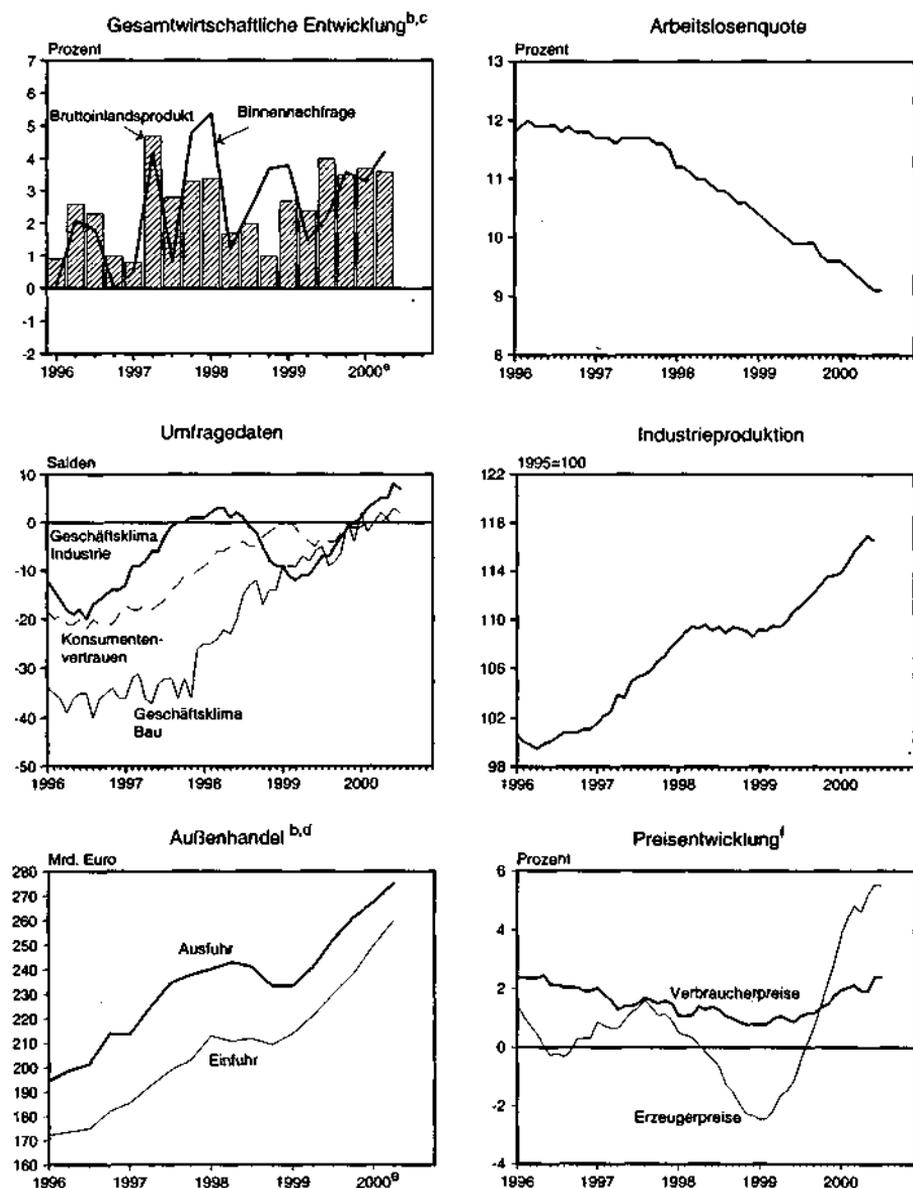
jahr zuvor mit einer laufenden Jahresrate von mehr als 3,5 Prozent (Schaubild 1). Damit ging die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts in den vergangenen zwölf Monaten erheblich über das Wachstum des Produktionspotentials hinaus, dessen Zuwachsrate wir auf etwa 2,5 Prozent schätzen. Der Output Gap, der sich im Zuge der Krisen in den Emerging Markets vergrößert hatte, dürfte inzwischen geschlossen worden sein. Umfragen der Europäischen Kommission zufolge ist die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe zuletzt nochmals gestiegen; sie liegt mittlerweile deutlich über ihrem langjährigen Durchschnitt. Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass das konjunkturelle Fahrttempo auch im dritten Quartal hoch geblieben ist, wenngleich sich eine leichte Verlangsamung ergeben haben dürfte.

Die Exporte, deren starke Expansion dem Aufschwung im vergangenen Jahr zum Durchbruch verholfen hatte, haben sich auch in diesem Jahr dynamisch entwickelt (Schaubild 2). Deutliche Impulse gingen dabei von der Abwertung des Euro aus: Nachdem sein realer effektiver Wechselkurs bereits im Laufe des vergangenen Jahres um 11 Prozent gesunken war, hat er zwischen Dezember und Juli nochmals um knapp 3 Prozent nachgegeben. Neben der verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit profitierten die Exportunternehmen von der günstigen Konjunktur in den wichtigsten Absatzmärkten. Mit der Erholung der Produktion in den südostasiatischen Schwellenländern sowie in den mittel- und osteuropäischen Reformländern zog die Nachfrage nach europäischen Gütern auch aus diesen Regionen stark an. Die Lieferungen in die Vereinigten Staaten und in das Vereinigte Königreich nahmen schwungvoll zu, da sich die Konjunktur in beiden Ländern noch nicht abschwächte. Der Ausfuhrboom dürfte sich im dritten Quartal unvermindert fortgesetzt haben; die Exporterwartungen im Euroraum erreichten im Juli einen historischen Höchststand. Angesichts der kräftigen Binnenkonjunktur sind die Einfuhren seit vergangenem Herbst sogar noch schneller als die Exporte gestiegen, so dass der Außenbeitrag seitdem rein rechnerisch nicht mehr zum Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts beigetragen hat.

Unterdessen hat sich die Expansion der Binnennachfrage im Laufe des ersten Halbjahrs nochmals beschleunigt. Insbesondere die Konsumausgaben der privaten Haushalte zogen angeregt durch die positive Arbeitsmarktentwicklung spürbar an. Nach Schätzungen der EZB (2000: 26) hat die Zahl der Beschäftigten seit der Jahreswende mit einer laufenden Jahresrate von 2 Prozent zugenommen. Die Arbeitslosenquote nach ILO-Definition betrug im Juli 9,0 Prozent, der niedrigste Stand seit Frühjahr 1992. Angesichts bis zuletzt günstiger Finanzierungsbedingungen und hervorragender Absatz- und Ertragsersparungen weiteten die Unternehmen im Euroraum ihre Investitionen kräftig aus. Die überdurchschnittlich hohe und weiter zunehmende Kapazitätsauslastung deutet darauf hin, dass die Investitionsdynamik und die Nachfrage nach Arbeitskräften in den kommenden Monaten stark bleiben werden. Der ungedämpfte Optimismus der Konsumenten signalisiert, dass auch der private Verbrauch in hohem Tempo expandieren wird, wenngleich angesichts der Einbußen an Kaufkraft durch den Ölpreisanstieg keine Beschleunigung zu erwarten ist.

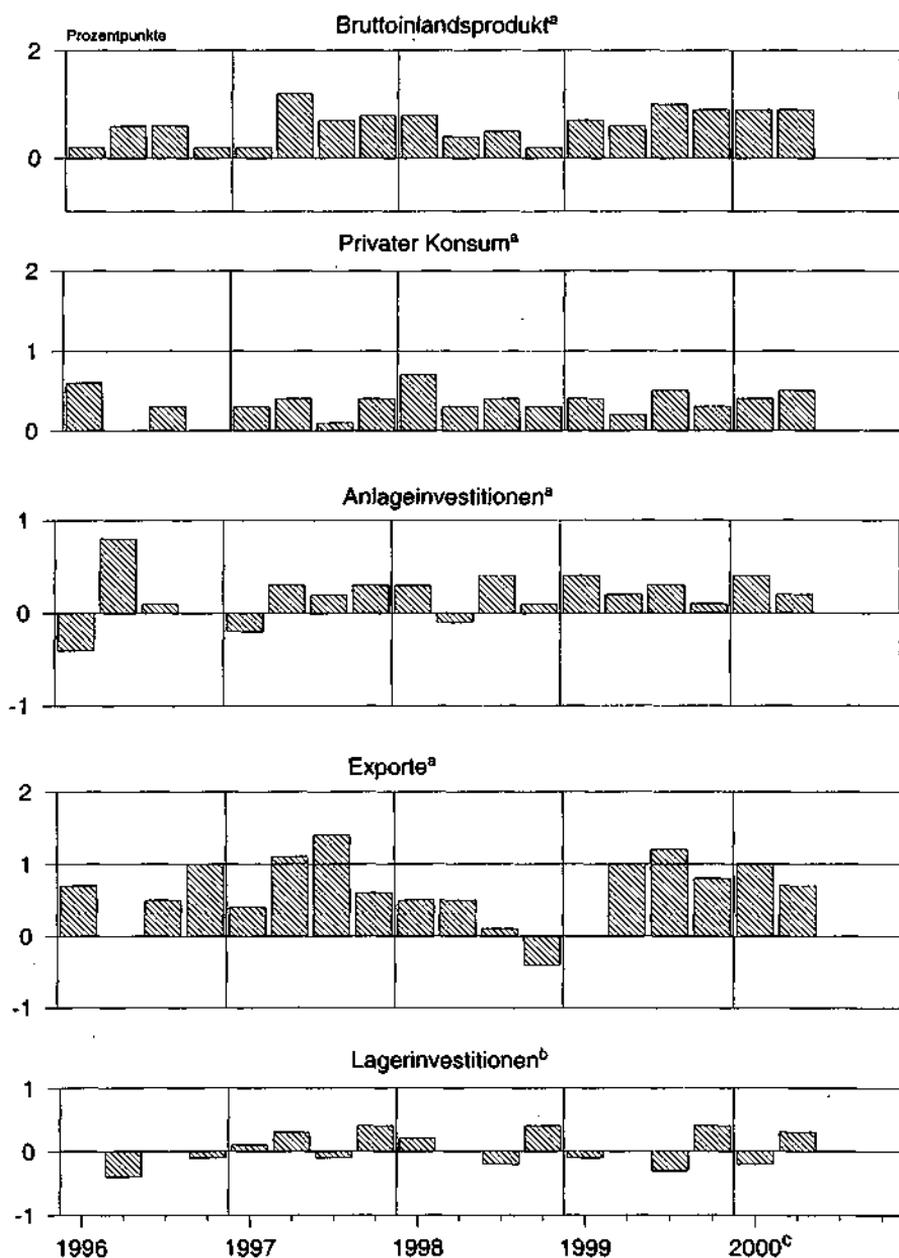
Eingetrübt wird das positive Bild durch den verstärkten Anstieg der Konsumentenpreise. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) zog von De-

Schaubild 1: Indikatoren¹ zur Konjunktur in Euroland



^aSaisonbereinigt. - ^bReal. - ^cVeränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate in Prozent.
 - ^dHandel mit Drittländern. - ^eTeilweise geschätzt. - ^fVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Schaubild 2: Beitrag der einzelnen Nachfragekomponenten zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts in Euroland (Lundberg-Komponenten)



^aVeränderung gegenüber Vorquartal in Prozent. – ^bVeränderung der Lagerinvestitionen in Prozent des Bruttoinlandsprodukts des Vorquartals. – ^cTeilweise geschätzt.

zember bis Juli saisonbereinigt mit einer laufenden Jahresrate von gut 2 Prozent an. Zuletzt übertraf er sein Vorjahresniveau um 2,4 Prozent, mithin um eine Rate, die deutlich über die von der Europäischen Zentralbank mittelfristig tolerierten Teuerung hinausgeht. Allerdings ist infolge nochmals höherer Notierungen am Rohölmarkt in erster Linie die Energiekomponente des Index gestiegen, während die Kerninflationsrate (HVPI ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak) sich in den vergangenen Monaten nur leicht nach oben bewegt hat. Jedoch steht zu erwarten, dass die Unternehmen im Euroraum die sich angesichts der weiterhin kräftigen Konjunktur ergebenden Preiserhöhungsspielräume zunehmend ausschöpfen werden.

Finanzpolitik: „windfall gains“ und Steuersenkungen

Auf den ersten Blick ist die Lage der öffentlichen Haushalte im Euroraum hervorragend. Im Jahr 2000 wird das zusammengefasste Budget in den Ländern des Währungsraums erstmals seit den sechziger Jahren einen Überschuss aufweisen; er wird in Relation zum Bruttoinlandsprodukt 0,3 Prozent betragen. Auch wird es bei der Staatsschuldenquote einen großen Schritt in Richtung auf den im Maastrichter Vertrag niedergelegten Referenzwert von 60 Prozent geben (Tabelle 1). Befinden sich die europäischen Regierungen also verstärkt auf Konsolidierungskurs? Zweifellos hat die Finanzpolitik seit 1990, als die strukturelle Defizitquote ihren Höchststand von mehr als 5 Prozent erreichte, beachtliche Fortschritte auf dem Weg zu einem mittelfristig ausgeglichenen Staatshaushalt er-

Tabelle 1: Indikatoren zur Situation der öffentlichen Haushalte in Euroland 1998–2001

	Bruttoschulden ^a				Finanzierungssaldo ^a			
	1998	1999	2000 ^b	2001 ^b	1998	1999	2000 ^b	2001 ^b
Deutschland	60,7	61,1	59,4	57,6	-2,1	-1,4	1,3	-1,6
Frankreich	59,7	58,9	57,5	56,0	-2,7	-1,8	-1,2	-0,2
Italien	116,2	115,1	109,5	106,0	-2,8	-1,9	0,2	-1,1
Spanien	65,1	63,7	61,5	60,0	-2,6	-1,1	-0,4	0,0
Niederlande	66,6	62,9	60,0	57,0	-0,7	1,0	1,5	1,2
Belgien	119,6	116,1	110,0	105,0	-0,9	-0,7	0,2	-0,2
Österreich	64,0	65,2	63,5	62,0	-2,3	-2,1	-1,7	-0,7
Finnland	48,7	46,6	41,0	37,0	1,3	1,9	4,5	3,5
Portugal	55,7	55,8	55,0	54,0	-2,3	-2,0	-1,7	-1,2
Irland	55,0	50,1	45,0	41,0	2,1	1,9	4,0	3,0
Luxemburg	6,4	6,0	6,0	6,0	3,7	4,4	4,0	3,5
Euroland	73,5	72,2	69,4	67,2	-2,1	-1,3	0,3	-0,6

^a In Prozent des Bruttoinlandsprodukts; gemäß Abgrenzung nach dem Vertrag von Maastricht.
^b Prognose.

Quelle: EZB (2000), eigene Berechnungen und Prognosen.

zielt. Jedoch waren die Konsolidierungsbemühungen zuletzt merklich erlahmt. Bei näherem Hinschauen zeigt sich, dass der in diesem Jahr anfallende Haushaltsüberschuss vor allem auf einmaligen Einnahmen beruht. Da die „windfall gains“ im kommenden Jahr erheblich kleiner ausfallen werden, wird es im Staatsbudget wieder zu einem Defizit kommen.

In diesem und im nächsten Jahr werden einige Länder des Euroraums beträchtliche Einnahmen infolge der Vergabe von Mobilfunklizenzen (UMTS) erzielen (Tabelle 2). Das Statistische Amt der Europäischen Gemeinschaften (Eurostat 2000b) hat entschieden, dass die Einnahmen im Regelfall in voller Höhe im Jahr der Lizenzzuteilung gebucht werden müssen, und zwar unabhängig von den Modalitäten der Zahlungsabwicklung. Damit werden die Lizenzeinnahmen unmittelbar saldenwirksam. Diese Tatsache verringert die Aussagekraft von finanzpolitischen Indikatoren wie des strukturellen Budgetdefizits. Letzteres vermindert sich um den Betrag der Sondereinnahmen, da diese nicht konjunkturbedingt sind. Der fiskalische Restriktionsgrad verstärkt sich dadurch jedoch nicht. So wird die Gewinnbelastung bei den lizenznehmenden Unternehmen wohl kaum zu einer verringerten Investitionstätigkeit im Telekommunikationssektor führen. Nach Äußerungen dieser Unternehmen ist sogar damit zu rechnen, dass der Aufbau des UMTS-Netzes in den kommenden Jahren beschleunigt wird. Im Übrigen können die Lizenzausgaben steuerlich geltend gemacht werden. Alles in allem dürfte von den Lizenzausgaben kein dämpfender Effekt auf die Konjunktur ausgehen.

Zu begrüßen ist die Absicht der europäischen Regierungen, den größten Teil der Lizenzeinnahmen zur Tilgung von Staatsschulden zu verwenden. Jedoch wäre es ratsam, die in der Folge anfallenden Einsparungen bei den Zinsausgaben – an-

Tabelle 2: Diskretionäre Einnahmenveränderungen in ausgewählten Ländern des Euroraums 2000–2001

	Mehreinnahmen aus der Vergabe von Mobilfunklizenzen				Mindereinnahmen infolge von Steuersenkungen im Jahr 2001	
	2000		2001		Mrd. Euro	in Prozent des BIP
	Mrd. Euro	in Prozent des BIP	Mrd. Euro	in Prozent des BIP		
Deutschland	50,8	2,5	–	–	23,2	1,1
Frankreich	–	–	19,8	1,4	8,7	0,6
Italien	20,0	1,7	–	–	7,5	0,6
Spanien	0,5	0,1	–	–	.	.
Niederlande	2,7	0,7	–	–	3,0	0,7
Insgesamt	74,0	1,2 ^a	19,8	0,3 ^a	42,4	0,6 ^a

^a In Prozent des Bruttoinlandsprodukts Eurolands.

Quelle: OECD (2000a), nationale Quellen, eigene Schätzungen und Prognosen.

ders als geplant – nicht für neue Ausgaben einzusetzen. Eine dauerhafte Konsolidierung der Staatsfinanzen setzt voraus, dass die Staatsausgaben über längere Zeit weniger stark steigen als das Bruttoinlandsprodukt. Um auch gerade auf die Herausforderungen vorbereitet zu sein, die sich aus einer alternden Bevölkerung ergeben, sollten die Regierungen in Euroland nicht von dem Kurs der strikten Ausgabendisziplin abweichen. Die Begrenzung des Ausgabenniveaus schließt eine effizienzsteigernde Änderung der Struktur der Staatsausgaben natürlich nicht aus – im Gegenteil ist eine Umorientierung von Mitteln aus den Transfersystemen hin zu den öffentlichen Investitionen oder hin zur verstärkten Förderung der Humankapitalbildung erforderlich.

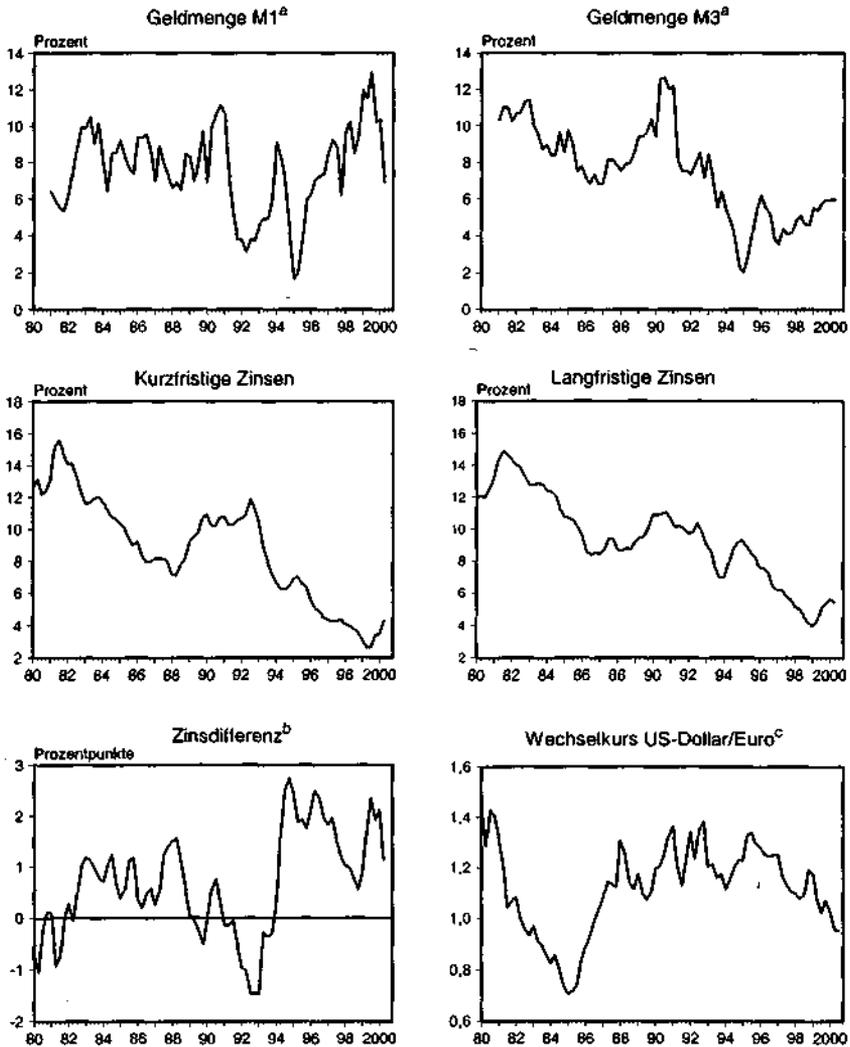
Ein Festhalten an der Ausgabendisziplin ist auch deshalb vonnöten, um die in vielen Ländern für die kommenden Jahre geplanten Steuererleichterungen zu flankieren. Ansonsten droht eine deutliche Ausweitung der Budgetdefizite, sollte sich die Konjunktur eintrüben. Positiv ist das Bestreben der europäischen Regierungen zu beurteilen, in der näheren Zukunft die Wachstumskräfte durch eine Rückführung der immer noch sehr hohen Abgabenlast zu stärken. So planen insbesondere die großen Länder des Euroraums, die direkten Steuern im Jahr 2001 beträchtlich zu senken (Tabelle 2). Für Euroland insgesamt dürften sich die Entlastungsmaßnahmen auf etwa 0,8 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt summieren. Folglich wird im kommenden Jahr ein deutlicher konjunktureller Impuls von der Finanzpolitik ausgehen. Auch deswegen wird der Staatshaushalt wohl wieder einen Fehlbetrag ausweisen.

EZB reagiert auf Inflationsgefahren

Die monetären Rahmenbedingungen im Euroraum sind nicht mehr so günstig wie noch vor einem halben Jahr. So hat die EZB die Leitzinsen weiter angehoben. Seit Anfang September beträgt der Hauptrefinanzierungssatz 4,5 Prozent. Er liegt damit – wie auch die anderen Leitzinsen – um einen Prozentpunkt über dem Niveau von vor sechs Monaten. Der Zinssatz für Dreimonatsgeld hat sich auf 4,9 Prozent erhöht (Schaubild 3). Real gerechnet ist der kurzfristige Zins nur noch wenig niedriger als im langjährigen Durchschnitt. Legt man statt des allgemeinen Verbraucherpreisanstiegs die Kerninflationsrate zugrunde, liegt der Realzins leicht über dem Mittelwert der vergangenen Jahre, den wir als neutral ansehen. Mit ihrer Zinspolitik hat die EZB dazu beigetragen, dass sich der Anstieg der Geldmenge M3 spürbar verlangsamt hat. Hatte dieser sich bis zum April auf eine laufende Jahresrate von mehr als 7 Prozent beschleunigt, ging er bis zum Juli auf annähernd 5,5 Prozent zurück.¹ Gleichwohl expandiert M3 immer noch schneller, als es dem Referenzwert von 4,5 Prozent entspricht. Die langfristigen Zinsen veränderten sich in den vergangenen Monaten kaum, die Rendite für zehnjährige Staatsanleihen verharrte Anfang September bei 5,5 Prozent; real gerechnet sind die Kapitalmarktzinsen allerdings etwas gesunken und befinden sich unter ihrem langjährigen Durchschnitt. Ebenfalls stimulierend wirkte die nochmalige Abwertung des Euro; sein realer Außenwert gab in den sechs Monaten bis August

¹ Berechnet wurden die Raten im Sechsmonatsvergleich.

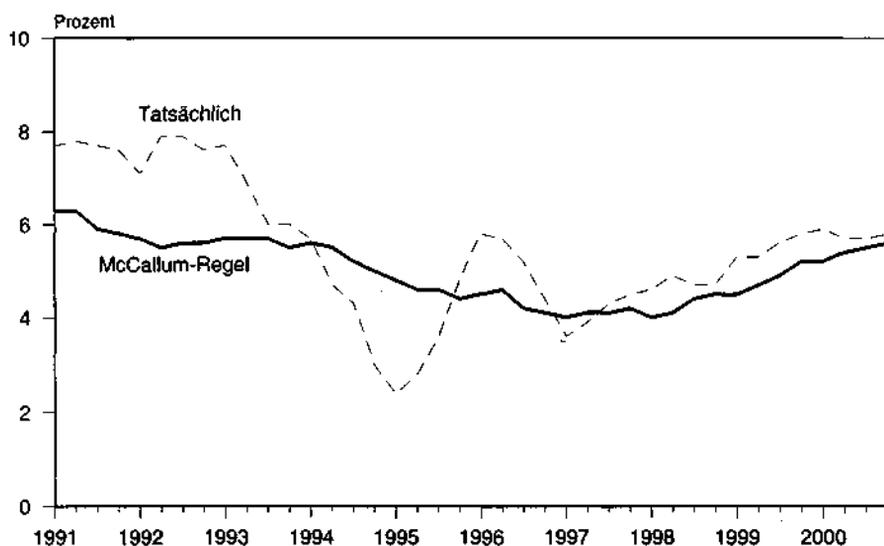
Schaubild 3: Ausgewählte monetäre Indikatoren in Euroland



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr. – ^bLangfristige minus kurzfristige Zinsen. – ^cVor 1999: Wechselkurs US-Dollar/ECU.

um etwa 3 Prozent nach. Wir rechnen damit, dass die EZB den Leitzins in Kürze nochmals um 25 Basispunkte anheben wird; hierfür spricht vor allem der nach wie vor hohe Preisanstieg. Ferner wird sich die Geldmengenexpansion weiter verlangsamen, und der Euro wird sich im Prognosezeitraum leicht aufwerten. Alles in allem verschlechtern sich so die monetären Rahmenbedingungen, die Konjunktur wird von daher nicht mehr angeregt.

Schaubild 4: Geldmengenerweiterung in Euroland: Tatsächliche Werte und Werte nach der McCallum-Regel⁴



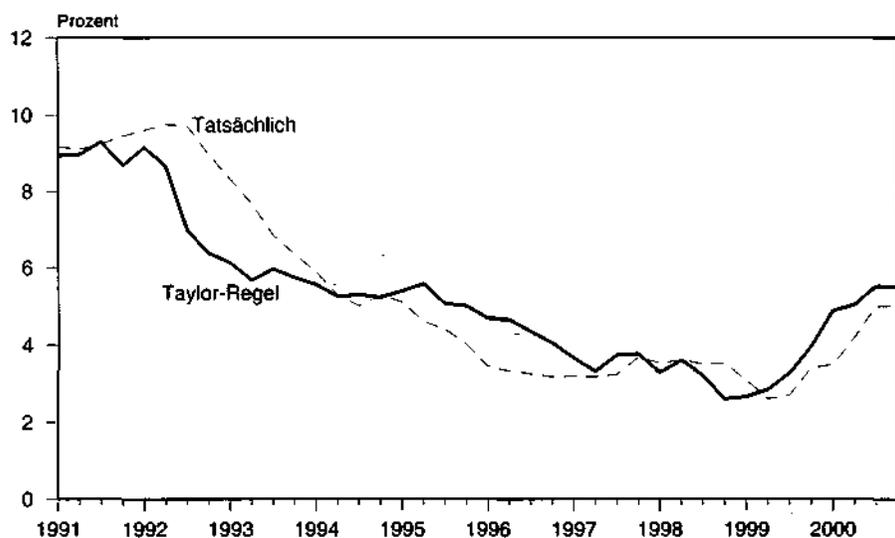
⁴Veränderung der Geldmenge M3 gegenüber dem Vorjahr in Prozent. Ab 2000 III: Prognose.

Die Zinswende, die im November des vergangenen Jahres eingeleitet wurde, lässt sich auf Basis der Maßstäbe für die Geldpolitik rechtfertigen; auch das Ausmaß war adäquat. Schon seit Beginn der Währungsunion expandiert die Geldmenge M3 rascher als von der EZB angestrebt. Legt man bezüglich der Bestimmungsgründe für den Referenzwert andere Schätzungen als die der Notenbank zugrunde, kommt man ebenfalls zu dem Urteil, dass die Geldmengenerweiterung zu hoch war. Das zeigt zum Beispiel die Berechnung nach der McCallum-Regel (Schaubild 4). Sie ist hinsichtlich der benötigten Trendgrößen (reales Bruttoinlandsprodukt und Umlaufgeschwindigkeit), mit deren Hilfe der Expansionsgrad der Geldpolitik gemessen wird, etwas flexibler als die „Regel“ der EZB (Gern et al. 1999: 324). Aufgrund des Liquiditätsüberhangs sind Risiken für die Preisniveaustabilität entstanden. Um die monetäre Expansion zu dämpfen, war deshalb die Verteuerung des Zentralbankgelds angemessen.

Auch der kurzfristige Zins, der sich aus der Taylor-Regel ergibt, zeigt seit geraumer Zeit nach oben (Schaubild 5).² Nimmt man diese Regel als Maßstab, so ist das Ende der Niedrigzinspolitik ebenfalls zu rechtfertigen; andernfalls wäre die Konjunktur zu stark stimuliert worden. Derzeit ist der Taylor-Zins sogar noch etwas höher als der Marktzins, vor allem weil die Inflationsrate deutlich über dem Ziel liegt. Wenn man die Kerninflationsrate zur Berechnung heranzieht, liegt der

² Für die Berechnung des Taylor-Zinses müssen der gleichgewichtige Realzins sowie der Output Gap geschätzt werden; dies ist naturgemäß mit Unsicherheit behaftet (Gern et al. 1999: 324).

Schaubild 5: Kurzfristiger Zins in Euroland: Tatsächliche Werte und Werte nach der Taylor-Regel^a



^a Zinssatz für Dreimonatsgeld. Ab 2000 III: Prognose.

angemessene Zins bei rund 4,5 Prozent; er wird in den kommenden Quartalen steigen, da sowohl der Output Gap als auch die Kerninflation zunehmen werden.

Anlass für die Zinsanhebungen durch die Notenbank waren in erster Linie die Risiken für die Preisniveaustabilität; die Inflation im Euroraum überschreitet seit Beginn des Jahres die von der EZB genannte Obergrenze von 2 Prozent. Im Juli lag der jährliche Preisanstieg gemessen am HVPI in keinem der elf Länder darunter. Dabei waren die Divergenzen erheblich. Gerade in Staaten, die vor Beginn der Währungsunion bereits eine hohe Kapazitätsauslastung aufwiesen und gleichzeitig die Zinsen kräftig senken mussten, ist die Stabilität besonders verletzt.

Die EZB muss bestrebt sein zu verhindern, dass ihr Stabilitätsziel nachhaltig verletzt wird. Dabei geht es nicht darum, den geldpolitischen Kurs allein wegen des höheren Ölpreises oder wegen des schwachen Euro zu straffen; vielmehr muss sie einen stärkeren Anstieg der Kerninflation verhindern. Dies ist nicht nur für ihre Reputation entscheidend. Die Wahrung der Preisniveaustabilität ist auch eine Voraussetzung dafür, dass die Währungsunion insgesamt attraktiv ist, zumal für die EU-Staaten, die noch über den Beitritt zur EWU entscheiden. Sollte die Inflation im Euroraum höher sein als in diesen Ländern, wäre der Bevölkerung dort der Vorteil eines Beitritts schwer zu vermitteln. Auch könnte die geldpolitische Strategie der EZB zunehmend hinterfragt werden. So erhielten die Befürworter eines „inflation targeting“, das die EZB als Alternative ablehnt, Oberwasser, wenn etwa im Vereinigten Königreich, wo diese Strategie verfolgt wird, das Inflationsziel eingehalten würde, im Euroraum dagegen nicht. Unserer Einschätzung nach haben sich die Stabilitätsrisiken in der EWU nicht ergeben, weil die Strategie der

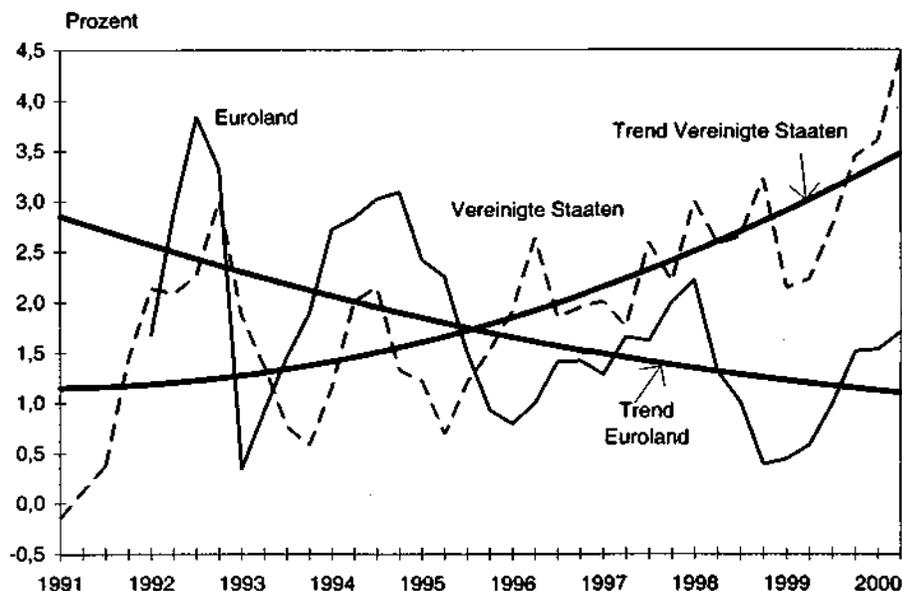
EZB falsch ist, sondern vor allem, weil sie nicht konsequent genug angewendet wurde. So wird der Referenzwert für die Geldmenge M3 seit Anfang 1999 deutlich überschritten; von daher kamen die Zinsanhebungen zu spät.

New Economy: Bislang wenig Spuren in Euroland

Vielfach wird die Auffassung vertreten, durch den Vormarsch neuer Technologien in der Informationsverarbeitung und der Telekommunikation (ICT)³ sei eine neue Ära angebrochen, die so genannte New Economy. Unter New Economy verstehen wir hier, dass der Produktivitätszuwachs durch die neuen Technologien im Trend deutlich zunimmt und sich in der Folge das Potentialwachstum erhöht. In den Vereinigten Staaten entspricht die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den neunziger Jahren weitgehend diesem Muster: Der Produktivitätsanstieg hat sich gegen Ende des Jahrzehnts kräftig beschleunigt, und das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten hat sich verstärkt (Gern et al. 2000).

Hingegen lässt sich für Euroland eine Zunahme des Produktivitätswachstums seit Beginn der neunziger Jahre nicht feststellen (Schaubild 6). Für das Fehlen eines messbaren Effekts der New Economy in Euroland sind vermutlich verschiedene Faktoren maßgeblich. Zunächst spielt eine Rolle, dass die Produktivitätsge-

Schaubild 6: Produktivität^a in Euroland und in den Vereinigten Staaten – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr



^a Reales Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigen.

³ ICT steht für Information, Computer und Telekommunikation.

winne im ICT-Sektor infolge unterschiedlicher Methoden bei der Aufspaltung des Produktionswertes in eine Preis- und in eine Mengenkomponeute in Euro-land tendenziell geringer ausgewiesen werden.⁴ Abgesehen davon ist wichtig, dass der Anteil der ICT-Branchen, in denen die Produktivität besonders rasch zunimmt, an der gesamtwirtschaftlichen Produktion deutlich niedriger ist als in den Vereinigten Staaten.⁵ Darüber hinaus haben die Vereinigten Staaten eine Vorreiterrolle bei der Implementation neuer Technologien inne. So benutzten Ende der neunziger Jahre nahezu 40 Prozent der US-Bevölkerung das Internet, während die Verbreitung in Deutschland und Frankreich, bei allerdings hohen Zuwachsraten, noch unter 10 Prozent lag (Davies et al. 2000: 16). Dies kann nicht nur dazu führen, dass die Produktivitätsgewinne der neuen Technologien entsprechend geringer ausfallen. Es ist auch möglich, dass die Produktivitätseffekte ganz ausbleiben oder sogar negativ sind, solange nicht eine „kritische Masse“ der Anwendung erreicht ist, die es beispielsweise erlaubt, Netzwerkvorteile auszunutzen.

Eine für die Zukunft wichtige Entwicklung ist die Nutzung des Internets für den Handel zwischen Unternehmen, das so genannte B2B (Business to Business), oder zwischen Unternehmen und Verbrauchern, B2C (Business to Consumer). Bislang ist der Marktanteil des über Internetplattformen abgewickelten Handels noch sehr gering, es wird aber insbesondere im Bereich B2B mit enormem Wachstum gerechnet (Davies et al. 2000: 15 ff.). Dieses dürfte sich angesichts des intensiven internationalen Wettbewerbs nicht auf die Vereinigten Staaten beschränken, sondern in ähnlichem Tempo in Euroland voranschreiten.

Grundsätzlich bewirkt die Nutzung des Internets, dass Informationen drastisch billiger werden und somit Produktsuche und Preisvergleiche erleichtert werden. Dies führt dazu, dass die Produktionskosten sinken, zum einen weil es den Produzenten möglich ist, eine günstigere Input-Kombination zu finden, zum anderen weil sich der Preiswettbewerb unter den Zulieferern aufgrund höherer Transparenz tendenziell verstärkt. Bei unveränderten Mengen können nach Simulationsrechnungen die direkten Wirkungen von B2B beträchtlich sein: Das gesamtwirtschaftliche Preisniveau würde in den großen Industrieländern für sich genommen um rund 3,5 Prozent sinken (Davies et al. 2000: 18). Es ist jedoch wahrscheinlich, dass niedrigere Preise zu steigender Nachfrage und einer Ausweitung der Produktion führen, mit der Folge, dass der Preisrückgang insgesamt nicht so stark ausfällt. Außerdem dürften infolge der wirtschaftlichen Expansion und höherer Gewinnerwartungen die Vermögenswerte steigen, was zusätzliche Mengeneffekte bewirkt. Allerdings sind die Überlegungen zu den Preiswirkungen des Internethandels spekulativ; erste Untersuchungen haben keine signifikante Tendenz zu niedrigeren Preisen im Internet festgestellt (OECD 2000b: 204).

⁴ Für Deutschland beispielsweise zeigt die Deutsche Bundesbank (2000: 8), dass der Anstieg der realen Investitionen in EDV-Ausrüstungen in den Jahren 1991–1999 mehr als viermal so hoch ausfällt, wenn statt des deutschen Deflators der US-amerikanische Deflator verwendet wird. Die Unterschiede zwischen den Deflatoren dürften überwiegend in verschiedenen methodischen Ansätzen begründet sein.

⁵ Mitte der neunziger Jahre trugen diese Industrien in fünf Ländern, die nahezu 85 Prozent der Wirtschaft Eurolands ausmachen, 3,3 Prozent zum Bruttoinlandsprodukt bei, in den Vereinigten Staaten lag der entsprechende Anteil bei 4,4 Prozent (OECD 2000b: 181).

Alles in allem ist in Euroland – anders als in den Vereinigten Staaten – eine trendmäßige Zunahme des Produktivitätsanstiegs bislang nicht erkennbar. Für die Zukunft ist zu erwarten, dass die New Economy sich mehr und mehr auch in Euroland bemerkbar macht, vor allem weil die Nutzung des Internets rapide zunimmt. Die technologisch bedingten Produktivitätsgewinne werden auf mittlere Sicht aber wohl nicht an die heranreichen, die in den Vereinigten Staaten realisiert wurden. So wird die Produktion von EDV-Anlagen und Computerperipherie auf absehbare Zeit einen deutlich kleineren Teil der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung ausmachen als in den Vereinigten Staaten. Zudem ist die Durchsetzung der neuen Technologien in der Wirtschaft mit einem erheblichen Strukturwandel verbunden. Um die möglichen Produktivitätsgewinne rasch und umfassend auszuschöpfen, ist Flexibilität an den Produkt- und Arbeitsmärkten erforderlich, die in Euroland offenbar in geringerem Maße vorhanden ist als in den Vereinigten Staaten.

Implikationen der New Economy für die Geldpolitik

Aus der New Economy ergäben sich Konsequenzen für die Geldpolitik. Diese sind im Rahmen der geldpolitischen Strategie der EZB klar vorgegeben. Wenn sich das Wachstum des Produktionspotentials beschleunigt, ist gemäß der ersten Säule ein höherer Referenzwert für die Geldmenge angemessen. Andernfalls wäre die Inflationsrate niedriger als gewünscht. Auch nach der zweiten Säule der EZB-Strategie impliziert eine neutrale (stabilitätsgerechte) Geldpolitik eine stärkere Expansion der Geldmenge. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass zur Definition des Referenzwertes ebenfalls eine Aussage über die Änderung der Umlaufgeschwindigkeit gehört. In der Literatur über die Geldtheorie spielen die Transaktionskosten eine wichtige Rolle. Es wäre zu erwarten, dass mit dem Vordringen neuer Technologien Käufe zu geringeren Kosten getätigt werden können, als es sonst der Fall wäre. Da die Wirtschaftssubjekte ihre Kassenhaltung reduzieren, sinkt die Geldnachfrage, und die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes nimmt zu. Dies wirkt für sich genommen inflationär (Casares 2000). Wie bedeutend dieser Effekt ist, wäre empirisch zu prüfen; entsprechend wäre die Änderung des Referenzwertes, die aufgrund des höheren Potentialwachstums vorzunehmen ist, zu mindern. Neben dem neu zu definierenden Pfad für die Geldmenge sind auch andere monetäre Variable betroffen. So steigt bei einem anhaltend höheren Produktivitätsanstieg der gleichgewichtige Realzins in der Volkswirtschaft.

Obwohl die Reaktion der Notenbank auf die New Economy im Prinzip klar ist, steht die praktische Politik vor erheblichen Problemen. Die Identifikation einer New Economy ist nämlich nur dann zweifelsfrei möglich, wenn makroökonomische Schocks korrekt identifiziert werden können.⁶ Die Diagnose einer Änderung im trendmäßigen Wachstum ist empirisch schwierig, zumal am aktuellen

⁶ Dieses Problem stellt sich grundsätzlich immer für die Geldpolitik. So muss die Notenbank beispielsweise unterscheiden, ob ein besonders kräftiger Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts Folge eines Nachfrage- oder eines Angebotschocks ist, denn ihre Reaktion hängt davon ab. Genau genommen geht es um eine ganze Reihe von notwendigen Unterscheidungen: Niveausprung versus Änderung im Trend, transitorische versus permanente Schocks usw. Es ergeben sich jeweils unterschiedliche Konsequenzen für die Geldpolitik.

Rand, um den es geht, wenn von der New Economy die Rede ist. Der derzeit kräftige Aufschwung in Euroland lässt sich durchaus mit Impulsen von der Nachfrageseite erklären; so war die Geldpolitik lange Zeit expansiv, und die Anregungen aus dem Ausland waren beträchtlich. Insofern haben wir es mit dem typischen Konjunkturmuster zu tun. Selbstverständlich kann man nicht ausschließen, dass sich die Rate des technischen Fortschritts erhöht hat. Da es offenbar an eindeutiger Evidenz bezüglich der New Economy fehlt, kann man der Notenbank nicht raten, die Geldpolitik zu lockern.

Änderungen des Potentialpfads kann man mit hinreichender Sicherheit wohl erst nach einigen Jahren eindeutig identifizieren.⁷ Das stellt die Geldpolitik vor ein kaum zu lösendes Problem. Prinzipiell kann die Notenbank bei Unsicherheit über den „wahren“ Trend zwei Fehler begehen: Entweder reagiert sie nur verzögert auf die tatsächliche Beschleunigung des Potentialwachstums, oder sie lockert ihre Geldpolitik, obwohl es keine Beschleunigung des Potentialwachstums gibt. Die Konsequenzen aus dem ersten Fehler dürften kaum gravierend sein, denn erfahrungsgemäß führen Angebotsschocks wie beispielsweise ein Technologiesprung sehr rasch zu einer Zunahme der Produktion. Diese wäre zwar bei einer verstärkten Geldmengenexpansion kurzfristig etwas größer, wenn die Preise rigide sind. Ein „passives“ Verhalten der Notenbank würde aber nicht verhindern, dass die New Economy zu einem schnelleren Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts führt. Die Konsequenzen aus dem zweiten Fehler wären möglicherweise schwerwiegender. Es würde sich eine höhere Inflation einstellen, welche die Notenbank mit restriktiven Maßnahmen bekämpfen müsste. Die Geldpolitik würde so nicht nur die Konjunkturschwankungen verstärken; es bestünde auch das Risiko, dass sie die Zügel strafft in einer Zeit, in der die Wirkungen der New Economy einsetzen. Insofern spricht vieles dafür, bei der Interpretation der Daten hinsichtlich der New Economy vorsichtig zu sein; ohne empirische Anhaltspunkte sollte die Geldpolitik ihren Kurs nicht ändern.

Das Risiko, dass die EZB zu wenig Liquidität bereitstellt, ist in der aktuellen Situation ohnehin nicht gegeben. Seit Beginn der Währungsunion steigt die Geldmenge deutlich rascher als geplant, ihr Niveau ist im Herbst 2000 um mehr als 2 Prozent höher, als es nach der Strategie der EZB angemessen wäre. Somit wird die New Economy – wenn es sie denn in Euroland gibt – in ihrer Entwicklung nicht behindert.

Bestimmungsgründe für den Wechselkurs des Euro

Als Erklärung für die aktuelle Schwäche des Euro wird häufig auf konjunkturelle Faktoren verwiesen. Differenzen in den Zinsen stehen dabei neben Unterschieden in den Veränderungsraten des Bruttoinlandsprodukts im Mittelpunkt. Im Folgenden soll untersucht werden, inwiefern diese Faktoren die jüngste Entwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar erklären und bei der Prognose des Wechselkurses genutzt werden können.

⁷ Internationale Organisationen wie die OECD (2000b) haben ihre Schätzung bezüglich des Produktionspotentials bis zum Jahr 2001 nicht nennenswert geändert.

Zinsdifferenzen

Ausgangspunkt der Untersuchung ist ein Standardmodell der Wechselkursstheorie, ein so genanntes monetäres Wechselkursmodell mit vorübergehend starrem Preisniveau.⁸ Den Annahmen des Modells zufolge gleicht der nominale Wechselkurs langfristig die Differenz zwischen dem inländischen und dem ausländischen Preisniveau aus, es gilt also die Kaufkraftparität. Kurzfristig können sich jedoch Abweichungen von der Kaufkraftparität ergeben. Denn die Güterpreise reagieren annahmegemäß nur verzögert auf Störungen wie eine Veränderung der Zinsen, während sich der nominale Wechselkurs als Finanzmarktvariable sehr schnell anpasst, um die ungedeckte Zinsparität⁹ zu erfüllen; diese gilt annahmegemäß zu jedem Zeitpunkt, da die Transaktionskosten auf Finanzmärkten gering sind. Wie sich zeigen lässt (Kasten 1), impliziert die Kombination der ungedeckten Zinsparität mit der langfristigen Kaufkraftparität (Konstanz des realen Wechselkurses) einen engen Zusammenhang zwischen der Differenz der Realzinsen und dem realen Wechselkurs. Dieser Theorie zufolge führt z. B. eine Ausweitung der Realzinsdifferenz zugunsten der Vereinigten Staaten – ausgelöst etwa dadurch, dass die Fed die Zinsen stärker erhöht als die EZB – zu einer realen Abwertung des Euro.

Bei einer empirischen Überprüfung dieses Modells für den Kurs des Euro gegenüber dem US-Dollar steht man vor dem Problem, dass die europäische Währung erst seit Januar 1999 gehandelt wird. Da Daten für nur sechs Quartale keine statistisch abgesicherten Ergebnisse erlauben, wird hier die D-Mark als „Vorläuferin“ des Euro an den internationalen Devisenmärkten betrachtet.¹⁰ Entsprechend werden den Daten für die Vereinigten Staaten im Folgenden für den Zeitraum ab 1999 Daten für den Euroraum und für die Zeit davor Daten für Deutschland gegenübergestellt. Schaubild 7 illustriert den Zusammenhang zwi-

⁸ Vgl. Dornbusch (1976) und die Erweiterung um Inflationserwartungen von Frankel (1979). Einen Literaturüberblick zur Wechselkursstheorie geben Frankel und Rose (1995).

⁹ Die ungedeckte Zinsparität ist eine Arbitragebedingung für den internationalen Kapitalmarkt. Sie besagt, dass der Unterschied in der Verzinsung zweier bis auf die Anlagewährung identischer Finanzanlagen (z. B. Dreimonatsgeld in Deutschland und in den Vereinigten Staaten) exakt der für den Anlagezeitraum erwarteten Abwertungsrate der Währung mit dem höheren Zins entsprechen muss.

¹⁰ Grundsätzlich wäre es möglich, aus den nationalen Statistiken synthetische Daten für die Zeit vor 1999 zu aggregieren (vgl. Clostermann und Schnatz 2000 für einen solchen Ansatz). Die Verwendung der D-Mark als „Vorläuferin“ des Euro hat jedoch den Vorteil, dass sie aufgrund ihrer Leitwährungsfunktion im Europäischen Währungssystem (EWS) weitgehend frei gegenüber Nicht-EWS-Währungen schwanken konnte. Für die übrigen EWS-Währungen gilt dies nicht. Ihre Kurse gegenüber Nicht-EWS-Währungen verliefen häufig abweichend von denen der D-Mark, weil sie im Rahmen eines Realignments der EWS-Paritäten gegenüber der D-Mark abwerteten. Da das Ausmaß und der Zeitpunkt eines Realignments stets eine politische Entscheidung waren, die nur mittelbar im Zusammenhang mit makroökonomischen Faktoren stand, dürfte die Beziehung zwischen Wechselkursen und Fundamentalfaktoren für diese Währung weniger eng gewesen sein. Der tatsächliche Euro-Kurs wird durch derartige politische Entscheidungen nicht beeinflusst. Sein Verhalten dürfte daher dem der D-Mark näher kommen als dem eines synthetisch berechneten Vorläufers.

Kasten 1: Eine Schätzgleichung für den US-Dollar-Euro-Kurs

Einen engen Zusammenhang zwischen Wechselkurs und Zinsdifferenz legt die ungedeckte Zinsparität nahe. Danach muss die Differenz zwischen dem inländischen und dem ausländischen Zins für Anlagen mit einer k -periodigen Laufzeit zum Zeitpunkt t , i_t^i bzw. i_t^* der für diesen Anlagezeitraum erwarteten Änderungsrate des nominalen Wechselkurses entsprechen. Bezeichnet man den Logarithmus des laufenden nominalen Wechselkurses (US-Dollar/Euro) mit e_t und den heute für k Quartale im Voraus erwarteten mit $E_t(e_{t+k})$, lautet diese Bedingung näherungsweise

$$[1] \quad i_t^i - i_t^* = -(E_t(e_{t+k}) - e_t).$$

Durch Erweiterung mit der Differenz der erwarteten Preissteigerungsraten $(E_t(p_{t+k}) - p_t) - (E_t(p_{t+k}^*) - p_t^*)$ lässt sich diese in eine reale Version überführen (vgl. Frankel and Rose 1995):

$$[2] \quad i_t^i - i_t^* - [E_t(p_{t+k}) - p_t] - (E_t(p_{t+k}^*) - p_t^*) \\ = -(E_t(e_{t+k}) - e_t) - [(E_t(p_{t+k}) - p_t) - (E_t(p_{t+k}^*) - p_t^*)] \\ i_t^i - i_t^* = -(E(q_{t+k}) - q_t),$$

wobei q für den Logarithmus des realen Wechselkurses steht, ($q_t = e_t - q_t^* + p_t$), die Realzinsen r der Fisher-Relation entsprechend als $i_t^i = i_t^i - (E_t(p_{t+k}) - p_t)$ definiert sind. Der Gleichung zufolge erfordert eine optimale internationale Anlagestrategie, dass z.B. höhere Realzinsen in den Vereinigten Staaten als in Euroland, $r - r^* < 0$, durch eine erwartete reale Abwertungsrate des Dollar gegenüber dem Euro ausgeglichen werden.

Nimmt man ferner an, dass langfristig die Kaufkraftparität gilt, der reale Wechselkurs also langfristig zu seinem Mittelwert \bar{q} zurückkehrt, so kann aus der laufenden Abweichung des realen Wechselkurses von \bar{q} auf dessen zu erwartende Veränderungsrate geschlossen werden, sofern die Anpassungsgeschwindigkeit zur Kaufkraftparität, θ_k , bekannt ist. Wiche etwa der reale US-Dollar/Euro-Kurse gegenwärtig um 20 Prozent nach unten von seinem Kaufkraftparitätsniveau ab, so würde der Markt für die nächsten k Quartale mit einer Aufwertung des Euro rechnen, die den Teil θ_k dieser Abweichung korrigiert. Es gilt somit:

$$[3] \quad \theta_k (q_t - \bar{q}) = -[E_t(q_{t+k}) - q_t] \quad 0 < \theta_k < 1.$$

θ_k ist dabei umso höher, je größer der Einfluss des Wechselkurses für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ist, je schneller sich die Preise auf den Gütermärkten anpassen, und je länger der Anpassungszeitraum k gewählt wurde.

Setzt man schließlich [3] in [2] ein, erhält man einen Zusammenhang zwischen den Abweichungen des realen Wechselkurses von der Kaufkraftparität und den realen Zinsunterschieden. Aufgelöst nach dem laufenden Wechselkurs q_t , ergibt sich

$$[4] \quad q_t = \bar{q} + \frac{1}{\theta_k} (i_t^i - i_t^*).$$

In den folgenden empirischen Untersuchung wird dieser Zusammenhang als Langfristbeziehung unterstellt, von der allerdings in der kurzen Frist Abweichungen zugelassen werden, die sich z.B. durch verzögerte Anpassungen ergeben können.

Die empirische Schätzung fußt auf den im Text genannten Daten für den Zeitraum von 1973:2 bis 2000:1. Die dynamische Schätzgleichung wird zunächst als Fehlerkorrekturmodell mit sechs verzögerten ersten Differenzen spezifiziert.³ Nach dem Entfernen insignifikanter Kurzfristvariablen ergibt sich folgende Gleichung für die Änderungsrate des realen US-Dollar/Euro-Kurses gegenüber dem Vorquartal (t -Werte in Klammern):

$$[5] \quad \Delta q_t = 0,118 - 0,162 \left[q_{t-1} - 3,030 (r - r^*)_{t-1} \right] + 0,227 \Delta q_{t-1} + 0,210 \Delta q_{t-2} + 0,120 \Delta q_{t-3} \\ (5,968) \quad (5,620) \quad (5,548) \quad (3,230) \quad (2,901) \quad (1,583) \\ + 0,366 \Delta(r - r^*)_{t-1} - 0,266 \Delta(r - r^*)_{t-2} - 0,450 \Delta(r - r^*)_{t-3} - 0,408 \Delta(r - r^*)_{t-4} \\ (4,247) \quad (3,282) \quad (5,020) \quad (4,433) \\ + 0,371 \Delta(r - r^*)_{t-5} - 0,034 S_{81:1} - 0,134 (I_{75:1} - I_{76:2} + I_{83:2} + I_{86:1} - I_{89:2}) \\ (4,726) \quad (4,440) \quad (7,807)$$

Kasten 1: (Fortsetzung)

($\bar{R}^2 = 0,531$, $STDABW = 0,034$, $DW = 1,945$, $JB [0,361]$, $AR(1) [0,709]$, $AR(4) [0,878]$, $AR(8) [0,960]$, $ARCH(4) [0,259]$, $W_i [0,963]$, marginale Irrtumswahrscheinlichkeiten in eckigen Klammern, I sind Dummy-Variablen, die im angezeigten Quartal den Wert 1 haben und 0 sonst. $S_{81:1}$ hat den Wert 0 bis 1981:1 und 1 danach).

Der geschätzten Langfristbeziehung zufolge führt ein Anstieg des Realzinsdifferentials um einen Prozentpunkt zugunsten Eurolands langfristig zu einer realen Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar um 3,03 Prozent.^a Die Anpassung hin zu diesem Zusammenhang verläuft allerdings mit deutlichen Verzögerungen, so wertet der Euro in dem Quartal, in dem die Realzinsänderung auftritt, lediglich um 0,37 Prozent auf. Abweichungen von der Langfristbeziehung sind, dem Anpassungsparameter von 0,162 zufolge, erst nach etwa einem Jahr zur Hälfte abgebaut.

Zur Beurteilung der Prognosegüte des Modells wird die obige Gleichung zunächst nur bis zum vierten Quartal 1993 geschätzt. Basierend darauf werden Prognosen für den realen US-Dollar/Euro-Kurs über 1, 2, 3, 4, 8 und 12 Quartale erstellt. Anschließend wird ein weiteres Quartal bei der Schätzung hinzugenommen und ein neuer Satz Prognosen angefertigt, usw. bis 2000:1. Die folgende Tabelle gibt den Prognosestandardfehler (RMSE) der so gewonnenen Prognosewerte an und vergleicht ihn mit dem, den das Random-Walk-Modell bei gleicher Verfahrensweise liefert. Der RMSE der Schätzung liegt bei jedem Prognosehorizont in der Nähe des geschätzten Standardfehlers in [5] von 3,4 Prozent. Der RMSE der Random-Walk-Prognose hingegen steigt mit Zunahme des Prognosehorizonts von knapp 4 auf über 16 Prozent. Die Schätzung ist dem Random Walk damit über jeden Horizont überlegen; wie zu erwarten, ist ihr Vorteil allerdings bei längerfristigen Vorhersagen ausgeprägter.

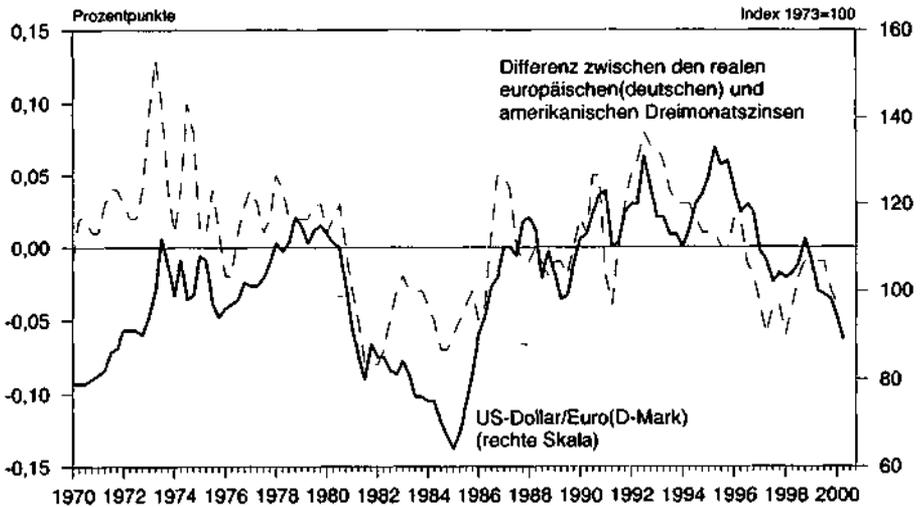
Tabelle: Prognosestandardfehler^c der Schätzung im Vergleich zum Random Walk

Prognosehorizont (Quartale)	Random Walk (1)	Modell (2)	(2)/(1)
1	0,038	0,032	0,834
2	0,061	0,039	0,643
3	0,079	0,043	0,542
4	0,097	0,045	0,464
8	0,128	0,035	0,273
12	0,164	0,029	0,177

^a Sowohl für den realen Wechselkurs als auch für das reale Zinsdifferential wird Stationarität unterstellt. Für den realen Wechselkurs wird diese Annahme durch empirische Studien gestützt (vgl. Rogoff 1996). Für das Realzinsdifferential kommt ein Augmented-Dickey-Fuller-Test zu dem Ergebnis, dass die Hypothese der Nichtstationarität abzulehnen ist. ^b Gegen die Schätzergebnisse ließe sich einwenden, dass sie möglicherweise durch Simultanität des realen Wechselkurses und der Differenz der Güterpreise, deren Zuwachsraten kontemporär in die Berechnung der Realzinsdifferenz eingehen, verzerrt ist. Um dies zu prüfen, wird die Realzinsdifferenz, die diese Verzerrung verursachen könnte, in ihre nominalen Komponenten aufgespalten. Bei der Schätzung werden diese durch Variablen instrumentiert, die mit ihnen hoch korreliert sind. Die Schätzergebnisse ändern sich jedoch nur geringfügig. ^c Wurzel aus dem mittleren quadratischen Prognosefehler (RMSE), definiert als

$$RMSE = \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (Y_{t+k} - Y_{t+k,t}^f)^2}$$

wobei Y den tatsächlichen und Y^f den prognostizierten Wert bezeichnen, k für den Prognosehorizont und T für die Anzahl der in die Berechnung eingehenden Beobachtungen stehen. Im vorliegenden Fall liegt T zwischen 14 (für $k = 12$) und 24 (für $k = 1$).

Schaubild 7: Realer Wechselkurs^a US-Dollar/Euro(D-Mark) und Realzinsdifferenz

^a Realer Wechselkurs und Realzinsdifferenzial berechnet auf Basis der Produzentenpreise für Industriegüter. - ^b Gleitender Zwei-Quartalsdurchschnitt.

schen dem realen Wechselkurs und dem Realzinsdifferential über den Zeitraum vom ersten Quartal 1970 bis zum zweiten Quartal 2000. Als Nominalzinsen wurden die Geldmarktsätze für Dreimonatsgeld verwendet; die Inflationserwartungen wurden durch die auf Jahresraten hochgerechneten laufenden Veränderungsrate der Produzentenpreise für Industriegüter gegenüber dem Vorquartal approximiert.¹¹ Der nominale Wechselkurs ist der jeweilige Quartalsdurchschnitt und ergibt nach Korrektur um die Differenz der Produzentenpreise für Industriegüter den realen Wechselkurs.

Eine dynamische Schätzgleichung über den Zeitraum 1973:2 bis 2000:1 ergibt, dass etwas mehr als 50 Prozent der Streuung der Veränderungsrate des realen Wechselkurses durch die Realzinsdifferenz sowie durch Verzögerungen beider Variablen erklärt werden können.¹² Den geschätzten Langfristparametern zufolge führt ein Anstieg des Realzinsunterschieds zugunsten der Vereinigten Staaten um einen Prozentpunkt zu einer realen Abwertung des Euro um 3 Prozent. Der Prognosefehler des Modells ist dabei verhältnismäßig gering: Für Prognosen außerhalb des Stützzeitraums bei Vorgabe des tatsächlichen Realzinsdifferentials über ein, vier, acht und zwölf Quartale im Voraus für den Zeitraum von 1994:1 bis 2000:1 liegt der Prognosefehler der Gleichung für die verschiedenen Prog-

¹¹ Die Verwendung der Preise für Industriegüter besitzt den Vorteil, dass für sie eher mit der langfristigen Gültigkeit der Kaufkraftparität gerechnet werden kann als für die Verbraucherpreise, die auch viele nichthandelbare Produkte umfassen.

¹² Vgl. Meier (1999) für ein ähnliches Modell für den realen D-Mark/US-Dollar-Kurs sowie van Aarle et al. (2000) für einen etwas anderen Ansatz zur Modellierung des Euro-Kurses.

nosehorizonte stets unter dem einer „naiven“ Prognose, bei der sich der zuletzt beobachtete Wert nicht ändert (Random Walk).

Insgesamt lässt sich somit ein verhältnismäßig enger mittelfristiger Zusammenhang zwischen realen Zinsen und realen Wechselkursen für das Euro-Dollar- bzw. D-Mark-Dollar-Verhältnis bestätigen.

Wachstumsdifferenzen

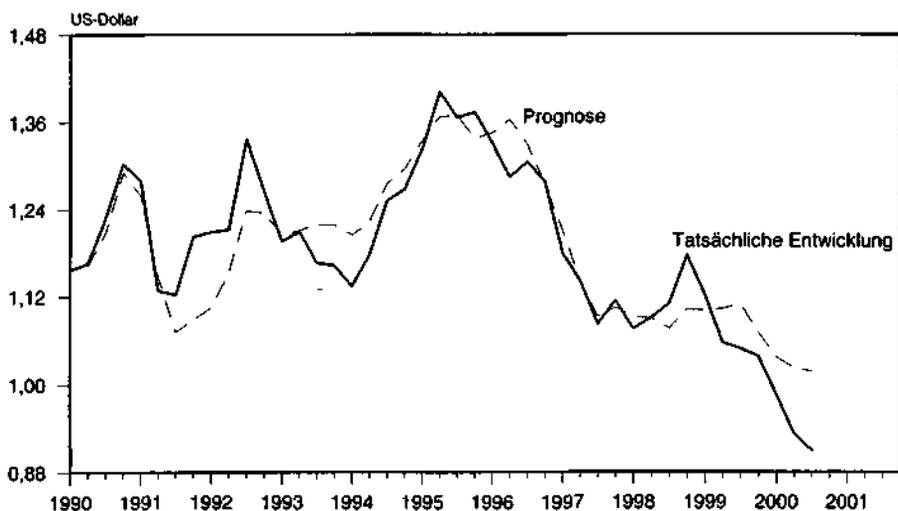
Die Schwäche des Euro gegenüber dem US-Dollar wird auch mit den sehr ausgeprägten Unterschieden in den Zuwachsraten des realen Bruttoinlandsprodukts dies- und jenseits des Atlantiks begründet. Tatsächlich können solche „Wachstumsdifferenzen“ Einfluss auf die Wechselkursentwicklung nehmen. Im Rahmen der monetären Wechselkursstheorie geht ein Anstieg der amerikanischen im Vergleich zur europäischen Produktion mit einer realen Aufwertung des Dollar gegenüber dem Euro einher. Denn durch die „Wachstumsdifferenz“ steigt die reale Geldnachfrage in den Vereinigten Staaten schneller als im Euroraum mit der Folge, dass sich – unter der Annahme nur langsam reagierender Preise – die reale Zinsdifferenz zugunsten der Vereinigten Staaten ausweitet und internationale Anleger vermehrt Dollar nachfragen, um ihr Kapital in amerikanischen Titeln anlegen zu können. Alternativ lässt sich realwirtschaftlich argumentieren, dass ein höheres Wachstum zu einer stärkeren Nachfrage nach Kapital führt; auch in diesem Fall steigt der Realzins, und daraus folgt wiederum eine Aufwertung der Währung des schneller wachsenden Landes. Beide Argumentationsweisen zeigen allerdings auch, dass in einem Modell, das bereits die Zinsdifferenz als Determinante des realen Wechselkurses enthält, die „Wachstumsdifferenz“ möglicherweise nur noch einen geringen zusätzlichen Erklärungsbeitrag zu leisten vermag, da hohe „Wachstumsdifferenzen“ in der Regel mit hohen realen Zinsdifferenzen einhergehen; letztlich sind beide Größen nur Symptome der zugrunde liegenden nachfrage- als auch angebotsseitigen Prozesse. Um diese These zu überprüfen, wird die Differenz der Zuwachsraten der Industrieproduktion Eurolands bzw. Deutschlands und der Vereinigten Staaten als zusätzliche Variable in die Schätzgleichung eingefügt. Es bestätigt sich die Vermutung, dass die „Wachstumsdifferenz“ kaum zusätzliche Erklärungsbeiträge liefert.¹³

Die aktuelle Entwicklung des Dollar/Euro-Kurses

Schaubild 8 zeigt den tatsächlichen US-Dollar/Euro-Kurs sowie die dynamischen Ex-post-Prognosewerte für die im Kasten präsentierte Schätzgleichung ab 1990. Die Gleichung vermag den Kursverlauf gut zu erklären. Auch die Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar seit Beginn der Europäischen Währungsunion Anfang 1999 wird von der Gleichung zu einem wesentlichen Teil nachgezeichnet,

¹³ Wenn man in der Schätzung die Möglichkeit berücksichtigt hat, dass die Wachstumsdifferenz nicht „exogen“ ist, sondern ihrerseits durch den realen Wechselkurs beeinflusst wird, ergibt sich kein statistisch signifikanter Einfluss auf den realen Wechselkurs. Allerdings stellt sich heraus, dass Veränderungen in der „Wachstumsdifferenz“ mit einer Verzögerung von acht Quartalen den laufenden realen Wechselkurs beeinflussen.

Schaubild 8: Tatsächliche Entwicklung des US-Dollar/Euro-Kurses und dynamische Ex-Post-Prognose



die jüngste Entwicklung lässt sich also auf Veränderungen der Nominalzins- und Preisdifferenzen zurückführen. Allerdings sagt die Gleichung die Abwertung des Euro erst für das vierte Quartal 1999 voraus, während sie tatsächlich schon zu Jahresbeginn einsetzte. Auch wird das Ausmaß der Abwertung deutlich unterschätzt. Zwar können große Abweichungen zwischen prognostizierten und tatsächlichen Werten auch für frühere Phasen, etwa für das Winterhalbjahr 1991/92, beobachtet werden; hierfür können von der Gleichung nicht erfasste Sonderentwicklungen verantwortlich sein. Die zuletzt beobachteten Prognosefehler können allerdings auch ein Indiz dafür sein, dass der unterstellte Zusammenhang am aktuellen Rand nicht stabil ist. Für die letztere Hypothese spricht, dass eine zusätzlich berücksichtigte Dummy-Variable – die ab dem Quartal 1999:1 den Wert 1 annimmt – statistisch signifikant ist.¹⁴ Unter Einschluss dieser Variablen vermag die Gleichung die aktuelle Entwicklung deutlich besser nachzuzeichnen. Dagegen zeigen andere

¹⁴ Ein solcher Niveausprung des realen Wechselkurses könnte ein Indiz dafür sein, dass mit dem Wechsel von der US-Dollar/D-Mark- zur US-Dollar/Euro-Relation 1999 die Risikoprämie für das Halten der amerikanischen Währung gesunken ist. Dies wäre zu erwarten, wenn für den Euroraum die Relation von Nettoauslandsvermögen zum Bruttoinlandsprodukt deutlich geringer wäre als für Deutschland. Da entsprechende Daten für den Euroraum nicht verfügbar sind, lässt sich diese Vermutung nicht überprüfen. Die Tatsache, dass Deutschland in der Vergangenheit häufig höhere Leistungsbilanzüberschüsse aufwies als die meisten anderen Länder des Euroraums, spricht allerdings für diese Hypothese. Eine andere These ist, dass die Europäische Zentralbank noch nicht über die Reputation verfügt, wie sie die Deutsche Bundesbank besaß, und der Euro von daher einen Abschlag erfahren hat. Dies muss aber nicht zu einer nachhaltigen Änderung des Zusammenhangs führen. Denn die EZB, so erwarten wir, wird ihre Politik so ausrichten, dass sie ihr Stabilitätsziel erreicht. Wenn dies auch von den Märkten so eingeschätzt wird, würde die Risikoprämie – wenn es sie denn gibt – wieder verschwinden.

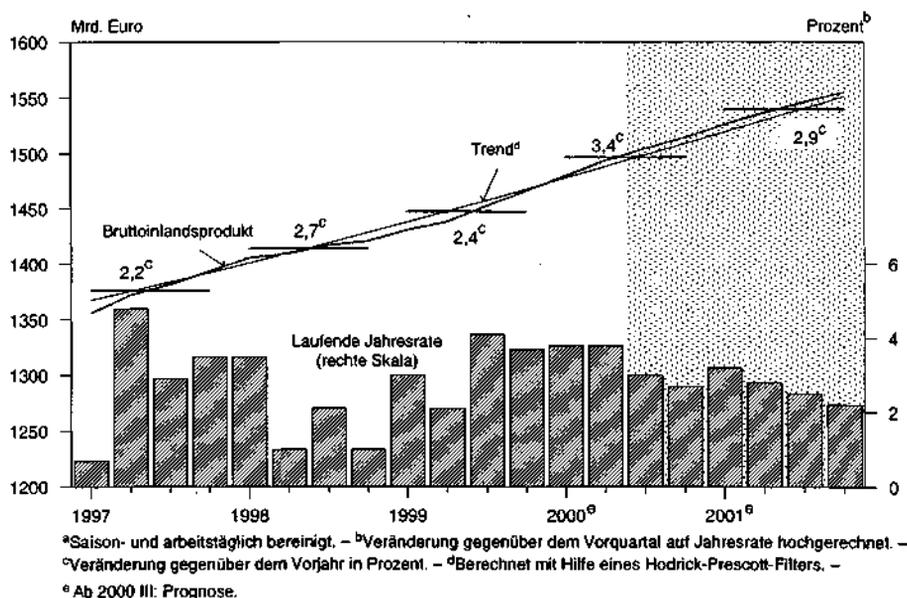
formale Tests keinen Strukturbruch am Ende des Stützzeitraums an. Wir unterstellen, dass es sich bei der gegenwärtigen Kursentwicklung um eine vorübergehende Abweichung vom dem geschätzten Zusammenhang handelt.

Diese Annahme liegt auch der Prognose zugrunde. Am aktuellen Rand schätzt die Gleichung einen Euro-Kurs in der Nähe der Parität zum US-Dollar, während der tatsächliche Kurs im dritten Quartal 2000 bei etwa 0,90 US-Dollar liegt. Wir rechnen damit, dass sich die Differenz zwischen dem durch die Gleichung beschriebenen, fundamentalen Kurs und dem tatsächlichen Kurs im Prognosezeitraum verringern wird. Außerdem wird sich der Realzinsunterschied etwas zugunsten des Euroraums verschieben: Zwar wird sich unseren Annahmen zufolge der Unterschied zwischen den amerikanischen Nominalzinsen und denen in Euroland noch etwas ausweiten; gleichzeitig dürfte sich aber der Anstieg der Erzeugerpreise im Euroraum etwas stärker abschwächen als in den Vereinigten Staaten. Auf der Basis des Modells lässt sich sagen, dass der nominale Eurokurs Ende 2001 etwas unter der Parität zum US-Dollar liegen wird.¹⁵

Ausblick: Aufschwung schwächt sich leicht ab

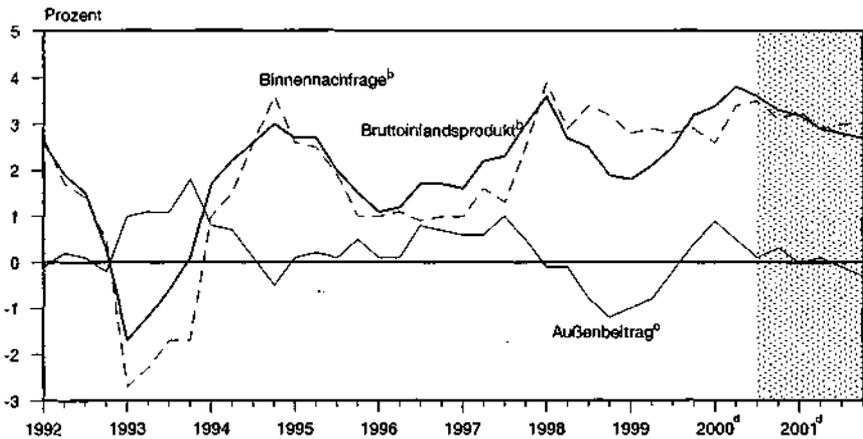
Die Konjunktur dürfte sich ab Herbst 2000 weniger stürmisch entwickeln als zuletzt (Schaubild 9). Darauf deuten mehrere Frühindikatoren hin. So hat das Ver-

Schaubild 9: Reales Bruttoinlandsprodukt^a in Euroland



¹⁵ Eine andere Prognose ergibt sich, wenn man die Gleichung mit dem Niveausprung zum Beginn der Währungsunion zugrunde legt. In diesem Fall verbleibt der Dollar-Euro-Kurs im Prognosezeitraum auf dem Niveau von rund 0,90.

Schaubild 10: Bruttoinlandsprodukt, Binnennachfrage und Außenbeitrag in Euroland^a



^aIn konstanten Preisen. – ^bVeränderungsrate gegenüber Vorjahr. – ^cVeränderung des Außenbeitrags gegenüber Vorjahr in Relation zum Bruttoinlandsprodukt des Vorjahresquartals. – ^dAb 2000 III Prognose.

trauen in der Industrie seit der Jahresmitte nachgegeben, und auch die Auftragslage wird weniger optimistisch eingeschätzt. Zudem lässt der Rückgang des Einkaufsmanagerindex eine ruhigere Gangart erwarten. Freilich wird die Abschwächung nicht dramatisch sein, da das Verbrauchervertrauen nahe seinem historischen Höchststand verharrt und auch der von der Europäischen Kommission berechnete Gesamtindikator für die konjunkturelle Einschätzung sich noch auf einem hohen Niveau befindet.

Für das Jahr 2000 erwarten wir einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 3,4 Prozent. Die Beschäftigung dürfte weiterhin kräftig ausgeweitet werden; die Arbeitslosenquote wird im Jahresdurchschnitt auf 9 Prozent sinken. Zwar wird sich der Preisauftrieb allmählich abschwächen – unterstellt ist, dass die Rohölnotierungen ab Herbst leicht zurückgehen. Aber die Inflationsraten werden wohl bis Ende 2000 nicht unter die von der EZB definierte Obergrenze fallen; im Jahresergebnis wird der Harmonisierte Verbraucherpreisindex 2000 sein Niveau im Vorjahr um 2,2 Prozent übertreffen.

Im kommenden Jahr wird sich die Konjunktur weiter verlangsamen; gegen Ende des Prognosezeitraums wird das reale Bruttoinlandsprodukt nicht mehr schneller zunehmen als das Produktionspotential (Tabelle 3). So lassen die Anregungen aus dem Ausland spürbar nach. Der Nachfrageanstieg in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich wird sich abflachen; auch dürfte die wirtschaftliche Aktivität in den südostasiatischen Schwellenländern sowie in Mittel- und Osteuropa langsamer expandieren als in diesem Jahr. Zudem klingt der stimulierende Impuls aus der Abwertung des Euro ab. Wir nehmen an, dass sein realer effektiver Außenwert im Laufe des kommenden Jahres leicht anziehen wird.

Tabelle 3: Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Euroland 1999–2001

	1999				2000				2001			
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q. ^a	4. Q. ^a	1. Q. ^a	2. Q. ^a	3. Q. ^a	4. Q. ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	3,0	2,1	4,1	3,7	3,8	3,8	3,0	2,7	3,2	2,8	2,5	2,2
Inlandsnachfrage ^b	4,1	1,2	2,1	4,3	2,8	4,5	2,5	2,6	3,5	3,1	2,8	2,6
Privater Verbrauch ^b	3,8	1,0	3,2	2,1	3,8	4,2	2,4	2,4	3,7	3,2	2,4	2,4
Staatsverbrauch ^b	1,8	0,7	1,5	1,4	2,9	0,1	0,2	1,0	2,0	1,6	1,4	1,3
Anlageinvestitionen ^b	7,7	5,1	7,4	1,7	7,9	0,0	6,8	5,0	4,4	4,4	4,3	4,2
Vorratsveränderungen ^c	-0,1	-0,6	-1,6	2,3	-1,6	2,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1
Außenbeitrag ^c	-1,0	0,9	2,0	-0,5	1,0	-0,6	0,5	0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
Exporte ^{b,d}	1,0	11,4	16,2	10,8	11,0	14,7	9,8	7,8	7,2	6,4	5,8	5,4
Importe ^{b,d}	4,4	8,9	10,3	13,0	8,5	17,8	8,8	7,9	8,1	7,5	6,9	6,8
Arbeitslosenquote ^c	10,3	10,0	9,9	9,6	9,5	9,2	8,9	8,7	8,5	8,3	8,2	8,1
Konsumentenpreise (HVPI) ^f	0,9	1,0	1,1	1,5	2,0	2,1	2,3	2,3	2,1	2,1	1,9	1,8
Geldmenge M3 ^b	7,1	5,8	5,8	5,4	7,2	5,3	5,7	5,5	5,2	5,0	5,0	5,0
Zinssatz für Dreimonatsgeld	3,1	2,6	2,7	3,4	3,5	4,2	4,7	5,0	5,0	5,0	4,9	4,8
Zinssatz für Staatsanleihen (10 Jahre)	4,0	4,3	5,1	5,3	5,6	5,4	5,4	5,5	5,5	5,5	5,4	5,4
Wechselkurs gegenüber dem Dollar ^g	1,12	1,06	1,05	1,04	0,99	0,93	0,91	0,92	0,92	0,94	0,97	0,99
Realer effektiver Wechselkurs ^h	100,0	96,0	94,6	92,6	89,5	86,6	85,9	86,2	86,2	86,8	87,7	88,3

^a Prognose. – ^b Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet, in Prozent. – ^c Beitrag zur Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts. – ^d Waren und Dienstleistungen einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euroraums. – ^e In Prozent der Erwerbspersonen, harmonisiert nach dem ILO-Konzept. – ^f Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. – ^g US-\$/Euro. – ^h Gegenüber einem breiten Länderkreis auf der Basis des Index der Verbraucherpreise. Index 1999 I = 100.

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

Tabelle 4: Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Euroland 1998–2001

	Gewicht in Prozent ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b				Verbraucherpreise ^{b,c}				Arbeitslosenquote ^d in Prozent			
		1998	1999	2000 ^e	2001 ^e	1998	1999	2000 ^e	2001 ^e	1998	1999	2000 ^e	2001 ^e
Deutschland	32,5	2,1	1,6	3,0	2,7	0,6	0,7	1,8	1,7	9,4	8,8	8,4	7,6
Frankreich	22,1	3,2	2,9	3,2	3,0	0,6	0,6	1,8	1,6	11,7	11,3	9,7	8,7
Italien	17,9	1,5	1,4	2,8	2,5	2,0	1,6	2,6	2,2	11,9	11,4	10,6	10,0
Spanien	9,1	4,0	3,7	4,0	3,4	1,8	2,2	3,4	2,8	18,8	15,9	14,2	12,7
Niederlande	6,1	3,7	3,6	4,0	3,3	1,9	2,0	2,3	2,7	4,0	3,3	2,9	3,0
Belgien	3,8	2,7	2,5	3,6	2,8	0,9	1,2	2,8	2,2	9,5	9,1	8,3	7,7
Österreich	3,2	2,9	2,0	3,6	2,8	0,8	0,5	1,8	1,7	4,7	3,8	3,3	3,0
Finnland	2,0	5,5	4,0	5,9	5,5	1,4	1,3	2,8	2,1	11,4	10,2	9,5	8,5
Portugal	1,7	3,9	3,0	3,0	3,0	2,2	2,2	2,8	3,0	5,1	4,5	4,3	4,3
Irland	1,4	8,6	9,8	8,5	7,0	2,2	2,5	5,2	4,0	7,7	5,7	4,6	4,0
Luxemburg	0,3	5,0	7,6	6,0	5,0	0,9	1,1	3,5	2,1	2,8	2,4	2,2	2,2
Euroland	100,0	2,7	2,4	3,4	2,9	1,1	1,1	2,2	2,0	10,9 ^f	10,0 ^f	9,0 ^f	8,2 ^f

^a Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 1999. – ^b Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). – ^c Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). – ^d Standardisierte Arbeitslosenquote nach dem ILO-Konzept. – ^e Prognose. – ^f Auf der Grundlage der Erwerbspersonen von 1998.

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

In der Folge werden die Zuwächse bei den Ausfuhren deutlich geringer ausfallen als in diesem Jahr.

Die Binnennachfrage wird in der ersten Hälfte des kommenden Jahres kräftig aufwärts gerichtet sein (Schaubild 10). Das Tempo wird sich in der Grundtendenz aber verlangsamen, da von den monetären Rahmenbedingungen keine Anregungen mehr auf die Konjunktur ausgehen. Bis zur Jahresmitte werden jedoch die Effekte des finanzpolitischen Impulses überwiegen. Steuersenkungen und die weiter zunehmende Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten lassen erwarten, dass die Investitionen deutlich ausgeweitet werden. Zudem wird sich der Beschäftigungsaufbau in nur leicht verringertem Tempo fortsetzen, da wir auch für das kommende Jahr mit moderaten Lohnabschlüssen rechnen. Die Arbeitslosenquote dürfte weiter sinken und Ende 2001 mit rund 8 Prozent ein Zehnjahrestief erreichen. Die in mehreren Ländern des Euroraums beschlossenen Steuererleichterungen dürften zu einem vorübergehend beschleunigten Anstieg der Konsumausgaben der privaten Haushalte führen. Alles in allem rechnen wir für das Jahr 2001 mit einer Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts um 2,9 Prozent (Tabelle 4).

Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe wird sich im kommenden Jahr nur leicht abschwächen. Zwar dürften die in diesem Jahr dominierenden außenwirtschaftlich bedingten Teuerungsimpulse allmählich wegfallen. So rechnen wir mit einem allmählichen Rückgang der Notierungen am internationalen Rohölmarkt und mit einem leichten Anstieg des realen effektiven Euro-Wechselkurses. Hingegen wird die Kerninflationsrate im Jahresverlauf spürbar anziehen, da sich die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen im Euroraum angesichts der weiter zunehmenden gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung ausweiten werden. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass der Harmonisierte Verbraucherpreisindex sein Vorjahresniveau im Durchschnitt des Jahres 2001 um 2,0 Prozent überschreiten wird.

Summary: Euroland: Peak of the Upswing – Little Evidence of a New Economy

Economic expansion in Euroland has continued at a rapid pace in the summer of 2000. However, it is to be expected that the upswing will pass its peak in the second half of this year. A number of leading indicators such as survey data point in that direction. Several reasons are responsible for the slowdown. The European Central Bank has corrected the expansionary course, after the inflationary risks in the euro area had increased. Households and firms experience a reduction of real income due to the deterioration of the terms of trade; the additional oil bill alone is equal to about one percent of GDP. Furthermore, the export boom is coming to an end as the world economy slows down somewhat and the effects from the euro devaluation slowly fade. All these factors imply that the upswing will lose momentum and that the rate of increase of real GDP will approach the growth rate of potential output.

2001: The Upswing Loses Momentum

Real GDP will increase by 3.4 percent this year. Employment will expand rapidly, and the unemployment rate will average 9 percent in 2000. Inflation will remain above the ECB's target of 2 percent for the rest of this year.

The upswing in the euro area will slow down gradually, and the output gap will not increase any more at the end of next year. External demand will moderate. Internal demand will receive a boost from tax cuts in the first half, but later the growth rate will decline because monetary policy has shifted to a more or less neutral course. Real GDP will rise by 2.9 percent for the year as a whole. Unemployment will go down to about 8 percent at the end of 2001, the lowest rate in the past ten years. Inflation will decelerate only moderately. While external factors will lose their impact, the core rate of inflation will pick up as firms can raise prices more easily at a time of high capacity utilization.

Fiscal Consolidation Must Continue

In a number of countries, there will be large revenues from the sale of mobile phone licenses. European governments intend to use these receipts to reduce public debt. The savings in terms of interest payments, however, should not be used to raise public spending as is planned by governments. A sustained fiscal consolidation requires that government expenditures increase at a lower rate than GDP over an extended period of time. This is also necessary to support the course of tax policy. Many governments will lower the tax burden in order to strengthen economic growth. Direct taxes will be reduced considerably in 2001, the reduction will amount to some 0.8 percent of GDP.

Interest Rate Hikes Were Adequate

The increases of key interest rates can be justified in the strategy of the ECB. Since the beginning of EMU, money growth has been higher than intended. Even if other measures are used to gauge the stance of monetary policy such as the McCallum Rule, there was a liquidity overhang which needed correction. Otherwise, the risks for price level stability would have increased even more. Thus, interest rates had to be raised in order to slow down money growth.

The ECB should make sure that it will achieve its target of price level stability because this is essential for its reputation. It is also important for the attractiveness of the monetary union in general, especially for those EU countries which still have to decide about their EMU membership. If inflation in the euro area is higher than in these countries, it will be difficult to convince the public of the advantages of joining the monetary union. Also, it is likely that the strategy of the ECB will again be questioned. Proponents of inflation targeting, a strategy which is rejected by the ECB, will gain ground if, for example, the inflation target in the UK is achieved whereas it is missed in the euro area. However, the stability risks in Euroland did not emerge because of a wrong strategy but because the strategy was not followed strictly enough by the ECB.

Little Evidence of a New Economy

In contrast to the situation in the United States, there is not yet an acceleration of the increase in productivity in Euroland. However, the New Economy will also gain ground in the euro area especially since the use of the internet is increasing drastically. But the productivity gains will remain below those observed in the US as the share of the computer industry is a lot smaller. In addition, the advance of new technologies is connected with substantial structural changes in the economy. If the gains in productivity are to materialize, product and labor markets must show sufficient flexibility; this, however, is more likely in the US than in Euroland. All in all, there is hardly any evidence that potential output growth in the euro area has picked up. This implies that real GDP will not grow by more than 2.5 percent over an extended period of time.

Depreciation of the Euro is not Really a Puzzle

The current weakness of the European currency is usually explained by cyclical factors. Interest rate differentials as well as differences in economic growth play a key role. It can be shown that there is a strong relationship between real interest rate differentials and the real exchange rate. A model simulation reveals that the forecast errors are indeed quite small. For various forecast horizons they are substantially lower than for a naive forecast (random walk). It can also be shown that growth differentials do not have an additional explanatory power. On the basis of the model, we forecast that the euro will gradually approach a level close to the parity vis-à-vis the US-dollar.

Literaturverzeichnis

- Aarle, B. van, M. Boss und J. Hlouskova (2000). Forecasting the Euro Exchange Rate Using Vector Error Correction Models. *Weltwirtschaftliches Archiv* 136 (2): 232–258.
- Casares, M. (2000). Dynamic Analysis in an Optimizing Monetary Model with Transactions Costs and Endogenous Investment. Universidad Publica de Navarra, Pamplona.
- Clostermann, J., und B. Schnatz (2000). The Determinants of the Euro-Dollar Exchange Rate. Synthetic Fundamentals and a Non-Existing Currency. Discussion Paper 2. Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main.
- Davies, G., M. Brookes und N. Williams (2000). Technology, the Internet and the New Global Economy. Goldman/Sachs Global Economics Paper 39. London.
- Deutsche Bundesbank (2000). *Monatsbericht*. August. Frankfurt am Main.
- Dornbusch, R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy* 84 (8): 1161–1176.
- Eurostat (2000a). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- (2000b). Entscheidung Eurostats zur Vergabe von Mobilfunklizenzen. *Eurostat News Release* Nr. 81 vom 14. Juli. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2000). *Monatsbericht*. August. Frankfurt am Main.
- Frankel, J. A. (1979). On the Mark. A Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Rate Differentials. *American Economic Review* 69 (2): 610–622.

- Frankel, J. A., und A. K. Rose (1995). Empirical Research on Nominal Exchange Rates. In G. Grossman und K. Rogoff (Hrsg.), *Handbook of International Economics*. Vol. 3. Amsterdam.
- 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). Weltwirtschaft unter Volldampf. *Die Weltwirtschaft* (3), in diesem Heft.
- Kamps, C., C.-P. Meier und J. Scheide (2000). Euroland: Kräftiger Aufschwung, zunehmende Stabilitätsrisiken. *Die Weltwirtschaft* (1): 63–88.
- Meier, C.-P. (1999). Predicting Real Exchange Rates from Real Interest Rate Differentials and Net Foreign Asset Stocks: Evidence for the Mark/Dollar Parity. Kieler Arbeitspapiere 962. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- OECD (2000a). *Main Economic Indicators*. July. Paris.
- (2000b). *Economic Outlook 67*. June. Paris.
- Rogoff, K. (1996). The Purchasing Power Parity Puzzle. *Journal of Economic Literature* 34 (2): 647–668.