

Kamps, Christophe; Scheide, Joachim

Article — Digitized Version

Euroland: Abkühlung der Konjunktur - kein Grund zu Aktionismus

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Kamps, Christophe; Scheide, Joachim (2001) : Euroland: Abkühlung der Konjunktur - kein Grund zu Aktionismus, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 51-77

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/2574>

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: Abkühlung der Konjunktur – kein Grund zu Aktionismus

Von **Christophe Kamps** und **Joachim Scheide**

Die konjunkturelle Expansion im Euroraum hat sich nach der Jahresmitte 2000 spürbar verlangsamt. Ausschlaggebend für das Nachlassen der Dynamik sind die Abschwächung der Weltkonjunktur, die Straffung der Geldpolitik durch die Europäische Zentralbank sowie die Belastung durch die höheren Ölpreise. Damit geht der Aufschwung im Euroraum zu Ende.

Vielfach wird deshalb gefordert, die Geldpolitik solle rasch gelockert werden. Es besteht jedoch kein Anlass, die Lage der Konjunktur zu dramatisieren. Zu bedenken ist nämlich, dass sich die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten inzwischen auf das Normalniveau erhöht hat. Vor diesem Hintergrund war es sinnvoll, die Leitzinsen anzuheben und so die Stimulierung der Nachfrage durch die Geldpolitik zu beenden; damit wurde einem schärferen Bremsmanöver zu einem späteren Zeitpunkt vorgebeugt. Ein Unterschreiten des Potentialpfads resultiert daraus nicht. Auch das Nachlassen der Nachfrageimpulse aus dem Ausland ist eher als Normalisierung denn als ein Alarmsignal zu sehen: Ein Zuwachs der Weltproduktion von annähernd 5 Prozent, wie er im vergangenen Jahr zu beobachten war, ist nicht nachhaltig, und es war nicht damit zu rechnen, dass die amerikanische Wirtschaft auf Dauer um 4 Prozent oder mehr pro Jahr wachsen würde. Ferner konnte der niedrige Wert des Euro, selbst wenn er auf seinem Tiefstand verharrt hätte, die Exportzuwächse nicht dauerhaft erhöhen. Darüber hinaus hat sich die Lage auf den Weltrohstoffmärkten inzwischen entspannt, so dass die dämpfenden Einflüsse der Erdölverteuerung allmählich abklingen werden. Schließlich ergibt sich ein positiver Impuls für die Konjunktur im laufenden Jahr aus den Steuersenkungen in vielen Ländern.

Für dieses und für das kommende Jahr zeichnet sich ein Tempo der konjunkturellen Expansion ab, das in etwa dem Wachstum des Produktionspotentials entspricht; diese Rate setzen wir – ähnlich wie die meisten Institutionen – mit rund 2,5 Prozent an. Dabei wird die Arbeitslosigkeit weiter leicht sinken, und die Inflation wird sich allmählich wieder zurückbilden.

Für diese Prognose bestehen Risiken, die vor allem die konjunkturellen Aussichten für die Vereinigten Staaten betreffen. Käme es dort zu einer Rezession, würde die Konjunktur im Euroraum eine Zeit lang stärker gedämpft werden; allerdings wäre selbst dann ein markanter Abschwung wenig wahrscheinlich. Es kann aber auch sein, dass sich die zugrunde liegende Dynamik der amerikanischen Wirtschaft als größer erweist als vielfach befürchtet.

Viele Beobachter halten es für enttäuschend, dass das Potentialwachstum im Euroraum, wie die meisten Schätzungen besagen, lediglich etwa 2,5 Prozent beträgt. Allerdings hat dies mit der Geldpolitik nichts zu tun. Die Notenbank kann das Potentialwachstum nicht „stimulieren“, über die langfristige Neutralität des Geldes besteht ein Konsens. Das Produktionspotential wird vom Einsatz der Pro-

duktionsfaktoren, vom technischen Fortschritt sowie von institutionellen Rahmenbedingungen bestimmt; auf diese Angebotsbedingungen einer Volkswirtschaft hat die Geldpolitik keinen Einfluss.

Aufschwung in Euroland geht zu Ende

Die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum ist im Laufe des vergangenen Jahres auf den Potentialpfad eingeschwenkt. Damit ist eine lang andauernde Phase unterausgelasteter gesamtwirtschaftlicher Kapazitäten zu Ende gegangen.¹ Allerdings verbergen sich hinter diesem Befund erhebliche Unterschiede in der zyklischen Position zwischen den einzelnen Ländern: Während einige Volkswirtschaften, z. B. die italienische, immer noch eine Unterauslastung aufweisen, befinden andere sich in einer Boomphase. Besonders ausgeprägt ist die Hochkonjunktur derzeit in Irland. Der Output Gap, der dort mittlerweile mehr als 5 Prozent beträgt, lässt erwarten, dass sich die Inflation in der unmittelbaren Zukunft deutlich beschleunigt. Es stellt sich die Frage, ob die Wirtschaftspolitik den konjunkturellen Übersteigerungen entgegenwirken kann. Klar ist, dass die Geldpolitik als Stabilisierungsinstrument für den einzelnen Mitgliedstaat nicht länger zur Verfügung steht. Letztlich wird sich die Konjunktur in Irland nur verlangsamen, wenn sich der Lohnanstieg beschleunigt und sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit verringert (Kasten 1).

Nachdem die wirtschaftliche Aktivität im Euroraum bis zum Sommer 2000 sehr kräftig ausgeweitet worden war, hat sich die Expansion seitdem spürbar verlangsamt (Schaubild 1). In der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres stieg das reale Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von 2,7 Prozent und damit kaum noch schneller als das Produktionspotential. Maßgeblich für die langsamere Konjunktur war die schwächere Zunahme der Binnennachfrage im Gefolge der monetären Straffung und des starken Anziehens der Rohölpreise. Die Konsumausgaben der privaten Haushalte wurden insbesondere im dritten Quartal des vergangenen Jahres gedämpft, als die aus dem Ölpreisanstieg resultierenden Realeinkommensverluste kulminierten. Im Schlussquartal nahm der private Verbrauch hingegen wieder kräftig zu. Dies ist außer auf sinkende Ölpreise auch auf steuerliche Maßnahmen in einzelnen Ländern zurückzuführen. So traten in Italien im November Erleichterungen bei der Einkommensteuer in Kraft, und in den Niederlanden wurden Käufe vorgezogen, weil zum 1. Januar 2001 die indirekten Steuern deutlich erhöht wurden. Bei den Anlageinvestitionen hat die Dynamik im Laufe des vergangenen Jahres nur leicht nachgelassen. Zwar haben sich die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen im Zuge der monetären Straffung verschlechtert, und auch die Absatz- und Ertragsersparungen sind weit weniger optimistisch als noch zur Jahresmitte 2000. Gleichzeitig liegt aber, Erhebungen der Europäischen Kommission zufolge, die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe immer noch deutlich über ihrem langjährigen Durchschnitt.

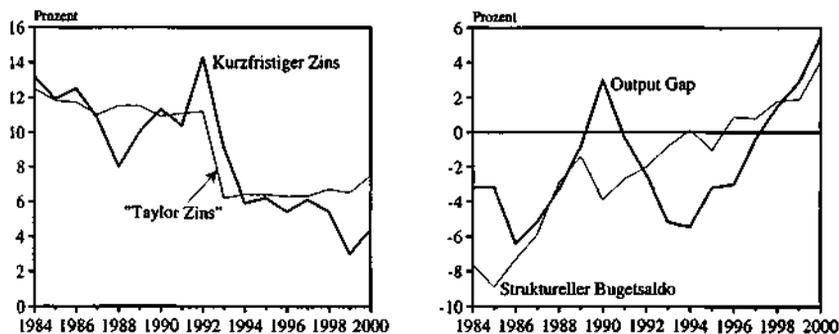
¹ Nach Schätzungen der OECD blieb der Output Gap, der sich 1993 im Laufe der Rezession in Europa geöffnet hatte, bis in das vergangene Jahr hinein negativ.

Kasten 1: Zum wirtschaftspolitischen Handlungsbedarf in Irland

Die wirtschaftliche Performance der irischen Volkswirtschaft während der vergangenen sechs Jahre ist beeindruckend. Das reale Bruttoinlandsprodukt stieg zwischen 1994 und 2000 um jahresdurchschnittlich knapp 10 Prozent (1988 bis 1994: 4,7 Prozent). Zu dieser Erfolgsgeschichte haben folgende Faktoren entscheidend beigetragen (Fitz Gerald 2000): Zunächst hat Irland von einem erheblichen Zufluss an ausländischen Direktinvestitionen und dem damit verbundenen Technologietransfer profitiert. Des Weiteren haben Transfers aus dem EU-Haushalt, die sich in der Spitze auf etwa 4 Prozent des irischen Bruttoinlandsprodukts beliefen, die Finanzierung von wichtigen Infrastrukturmaßnahmen ermöglicht. Zudem ist die Lohnzurückhaltung seit 1987 im Zuge der Kooperation zwischen Regierung, Gewerkschaften und Arbeitgeberverbänden im internationalen Vergleich besonders ausgeprägt gewesen (s. Abschnitt „Arbeitsmarkt“). Begünstigt wurde die moderate Lohnentwicklung durch Zuwanderung und das lange Zeit vorhandene Überangebot an Arbeitskräften – noch 1995 betrug die Arbeitslosenquote mehr als 12 Prozent (2000: 4,5 Prozent). Schließlich hat die Finanzpolitik mit ihrem 1987 begonnenen Konsolidierungskurs das Vertrauen des privaten Sektors und der internationalen Investoren nachhaltig gestärkt. Seitdem haben sich die finanzpolitischen Indikatoren in Irland dramatisch verbessert: Die Schuldenquote ist von mehr als 110 Prozent auf zuletzt weniger als 40 Prozent gesunken, und die Ausgaben- sowie die Einnahmenquote wurden um 20 bzw. 7 Prozentpunkte zurückgeführt. War es 1987 noch zu einem Budgetdefizit von mehr als 8 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt gekommen, so erwirtschaftete der irische Staat im Jahr 2000 einen Überschuss in Höhe von rund 5 Prozent.

Vor diesem Hintergrund mag überraschen, dass die irische Regierung vor kurzem vom Rat der Europäischen Finanzminister für ihr finanzpolitisches Fehlverhalten abgemahnt worden ist. Schließlich erfüllt Irland spielerisch die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Allerdings gilt das Augenmerk derzeit nicht der langfristigen Tragbarkeit der Finanzpolitik, sondern ihrer kurzfristigen Ausrichtung. Das aktualisierte Stabilitäts- und Wachstumsprogramm Irlands sieht für dieses und die kommenden Jahre umfassende Steuersenkungen und Ausgabensteigerungen vor. Diese Maßnahmen verstärken die ohnehin schon ausgeprägten Kapazitätsengpässe in der irischen Wirtschaft. Zwar ist die Hauptursache für die konjunkturelle Überhitzung in den äußerst lockeren monetären Rahmenbedingungen zu sehen. Das Schaubild verdeutlicht, dass sich der kurzfristige Nominalzins seit drei Jahren deutlich unterhalb des Zinses gemäß der Taylor-Regel¹ bewegt. Aber die Europäische Zentralbank, die sich in ihren Entscheidungen am Durchschnitt des Euroraums orientiert, kann die notwendige Abkühlung

Schaubild: Indikatoren zur Konjunktur in Irland



Quelle: OECD (2000), eigene Berechnungen.

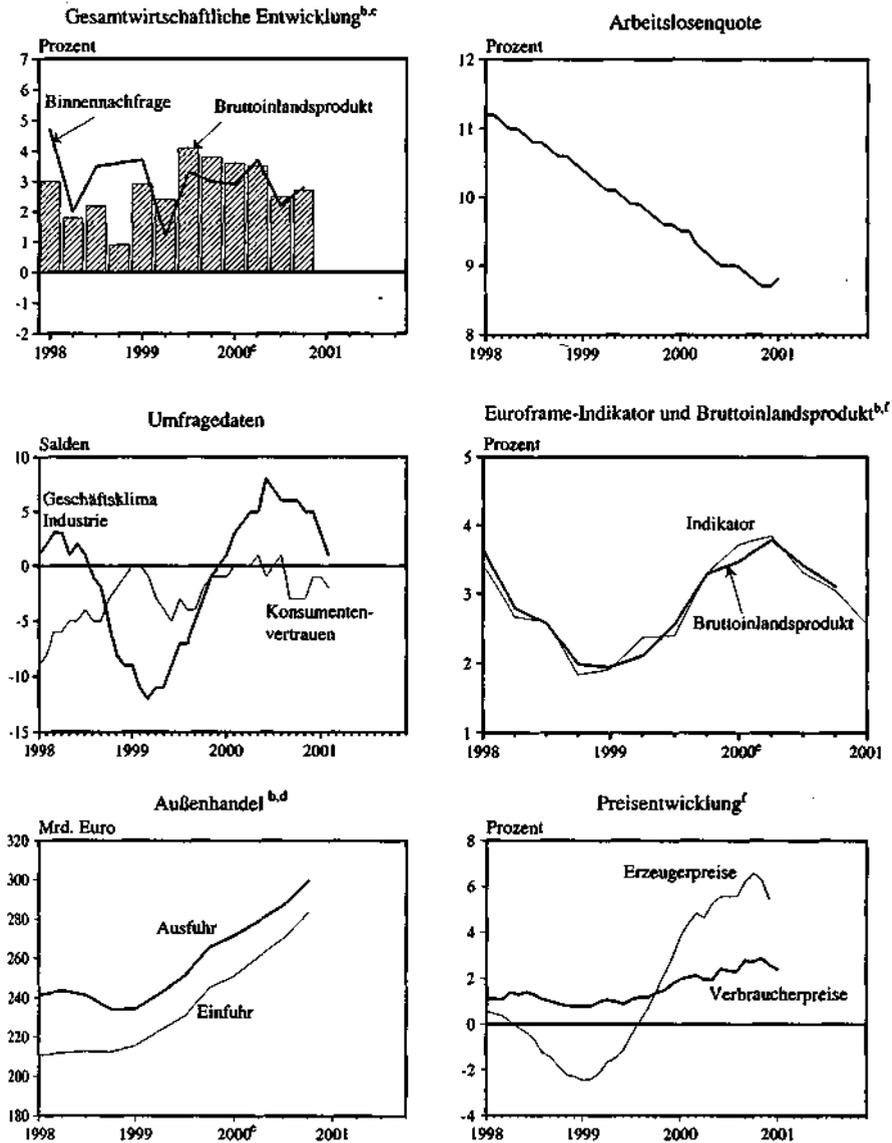
Kasten 1: Fortsetzung

der irischen Wirtschaft nicht herbeiführen. Höbe sie den kurzfristigen Zins in dem Maße an, das nach der Taylor-Regel für Irland angemessen wäre, löste sie im Rest Eurolands eine Rezession aus. Zudem steht seit Beginn der Europäischen Währungsunion auch der nominale Wechselkurs als automatischer Stabilisator nicht mehr zur Verfügung. Vielmehr hat die ausgeprägte Euroschwäche die irische Wirtschaft in den vergangenen beiden Jahren zusätzlich angeregt.

In dieser Situation ist die Finanzpolitik vermeintlich das einzige Instrument, das zur Dämpfung eingesetzt werden kann. Während die meisten Beobachter einig sind, dass die irische Finanzpolitik einen restriktiven Kurs einschlagen sollte,^b so ist doch fraglich, ob eine fiskalische Kontraktion tatsächlich die erwünschte Verlangsamung der Inflation bewirken kann. Die Staatsausgaben haben in Relation zum Bruttoinlandsprodukt bereits ein niedriges Niveau – das geringste in Euroland – erreicht; der Raum für Kürzungen in diesem Bereich ist begrenzt. Zudem können Investitionen in die Infrastruktur mittelfristig Angebotsengpässe verringern. Kräftige Steuererhöhungen dürften angesichts eines ohnehin hohen Budgetüberschusses politisch nicht durchsetzbar sein.^c Eine fiskalische Restriktion in dem Maß, das für eine Schließung des Output Gaps nötig wäre, erscheint daher unrealistisch. Es ist auch zweifelhaft, ob eine fiskalische Kontraktion die gesamtwirtschaftliche Nachfrage dämpfen würde. Das Schaubild verdeutlicht, dass die Konsolidierung in den vergangenen Jahren, gemessen an der Veränderung des strukturellen Budgetsaldos, die konjunkturelle Überhitzung nicht hat verhindern können. Vielmehr ist in Anlehnung an die Hypothese der Ricardianischen Äquivalenz denkbar, dass die Privaten ihre Ersparnis in dem Maß vermindern, in dem der Staat die seine erhöht. Dieses Szenario erscheint derzeit realistisch: Die irische Regierung würde angesichts der günstigen Situation der öffentlichen Finanzen wohl nur eine temporäre Kontraktion durchsetzen. Darauf würde der private Sektor – Steuerensenkungen in der Zukunft antizipierend – mit einer Ausweitung seiner Nachfrage reagieren.

Letztlich liegt der Schlüssel für eine konjunkturelle Verlangsamung in einer deutlichen Beschleunigung der Lohnzuwächse und der Inflation und der damit verbundenen realen Aufwertung des irischen Pfundes.^d Die bewährte Kooperation mit den Sozialpartnern sollte genutzt werden, um das Risiko eines Überschießens bei der Lohnanpassung zu vermindern.^e

^a Die in die Taylor-Regel eingehenden Koeffizienten (der Konstanten, des Output Gaps und des Preisgaps) wurden anhand einer linearen Einfachregression geschätzt. – ^b Vgl. für eine abweichende Meinung O'Rourke und Thom (2000). Diese Autoren argumentieren, dass es zu den angekündigten Steuerensenkungen keine Alternative gibt. Letzere seien notwendig, um die Sozialpartnerschaft und damit die Lohnzurückhaltung nicht zu gefährden. Dem ist entgegenzuhalten, dass die Löhne in jedem Fall in naher Zukunft schneller als die (nominale) Produktivität werden steigen müssen. Die irische Wirtschaft hat inzwischen den Zustand der Vollbeschäftigung erreicht. Bei einer Fortsetzung der Lohnzurückhaltung wird es schon bald zu einer Überschussnachfrage am Arbeitsmarkt kommen, die nur durch einen starken Anstieg der Löhne eliminiert werden kann. – ^c Die Vereinbarungen zwischen Regierung und Sozialverbänden, welche die Dynamik der irischen Wirtschaft lange unterstützt haben, erweisen sich jetzt als Hindernis für stabilitätspolitisch angezeigte Steuererhöhungen (Lane 1998). In diesen Vereinbarungen sagte die Regierung den Arbeitnehmern Steuererleichterungen als Gegenleistung für zurückhaltende Lohnabschlüsse zu. Damit hat sich eine entsprechende Erwartungshaltung aufgebaut. – ^d Siehe auch Fitz Gerald (2001) und Blanchard (2001). – ^e Vgl. hierzu Honohan (2000).

Schaubild 1: Indikatoren³ zur Konjunktur in Euroland

^aSaisonbereinigt. – ^bReal. – ^cVeränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate in Prozent. –

^dHandel mit Drittländern. – ^eTeilweise geschätzt. – ^fVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat (2001), Euroframe.

Die Exportwirtschaft des Euroraums konnte im vergangenen Jahr im Handel mit Drittstaaten zweistellige Zuwachsraten erzielen. Dabei blieb die Dynamik über das ganze Jahr hinweg sehr hoch. Darin spiegelt sich zunächst die günstige Konjunktur in den wichtigsten Absatzmärkten wider. Insbesondere die Lieferungen in das Vereinigte Königreich, in die mittel- und osteuropäischen Reformstaaten sowie in die südostasiatischen Volkswirtschaften konnten deutlich ausgeweitet werden. Allerdings expandierten die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten, die bis zum Frühjahr besonders rasch zugenommen hatten, in der zweiten Jahreshälfte in mäßigerem Tempo. Anregend wirkte weiterhin die Abwertung des Euro. Zwar hat der reale effektive Wechselkurs des Euro seit November merklich angezogen; er lag am Jahresende gleichwohl um 5,6 Prozent unter seinem Vorjahresniveau.

Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe blieb bis zuletzt hoch. Im Januar übertraf der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) sein Vorjahresniveau um 2,4 Prozent. Damit liegt die Inflationsrate nun schon seit einem Jahr über der von der Europäischen Zentralbank (EZB) mittelfristig angestrebten Teuerungsrate. Zwar ist der größte Teil der Inflationsbeschleunigung im vergangenen Jahr auf den kräftigen Anstieg der Energiepreise zurückzuführen – ein Barrel Rohöl kostete in Euro gerechnet durchschnittlich rund 40 Prozent mehr als ein Jahr zuvor. Aber in den vergangenen Monaten hat sich auch die zugrunde liegende Preistendenz (gemessen an der Kerninflationsrate, d.h. ohne die Preise für Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak) aufwärts bewegt. Dies liegt zum einen daran, dass die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen sich angesichts der günstigen Konjunktur ausgeweitet haben. Zum anderen spielen die indirekten Effekte der Energieverteuerung eine Rolle. So stieg die Verbrauchsgüterkomponente des Erzeugerpreisindex, die erfahrungsgemäß verzögert auf anziehende Preise für importierte Vorleistungen reagiert, im Winterhalbjahr kräftig. Hingegen gibt es kaum Anzeichen für Zweitrundeneffekte: Die Lohnsteigerungen im Euroraum insgesamt waren bis zuletzt moderat, und auch für dieses Jahr ist nicht mit einer deutlich beschleunigten Zunahme der Arbeitskosten zu rechnen.

Finanzpolitik: Große Länder stellen Konsolidierungsbemühungen ein

Das zusammengefasste Budget in den Ländern des Euroraums wies 2000 zum ersten Mal seit den sechziger Jahren einen Überschuss aus; in Relation zum Bruttoinlandsprodukt betrug er etwa 0,3 Prozent nach einem Defizit in Höhe von 1,3 Prozent im Vorjahr (Tabelle 1). Die Staatsschuldenquote sank im vergangenen Jahr auf 68,5 Prozent und näherte sich damit weiter dem im Maastrichter Vertrag festgelegten Referenzwert. Allerdings suggeriert die Zunahme des Budgetsaldos im vergangenen Jahr ein Ausmaß an Konsolidierung, das tatsächlich nicht gegeben war. Die Verbesserung der Haushaltsposition ist im Wesentlichen auf einmalige Einnahmen zurückzuführen. So erzielten einige Länder Erlöse aus der Versteigerung von Mobilfunklizenzen (UMTS), die zusammengenommen gut 1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts des Euroraums betragen. Zudem bewirkte die hohe konjunkturelle Dynamik, dass die Steuereinnahmen reichlich flossen und Ausgaben z. B. für Arbeitslosengeld eingeschränkt werden konnten. Berei-

Tabelle 1: Indikatoren zur Situation der öffentlichen Haushalte in Euroland 1999–2002

	Bruttoschulden ^a				Finanzierungssaldo ^a			
	1999	2000 ^b	2001 ^c	2002 ^c	1999	2000 ^b	2001 ^c	2002 ^c
Deutschland	61,1	60,1	58,6	58,3	-1,4	1,5	-1,7	-1,6
Frankreich	58,9	58,0	56,5	55,5	-1,8	-1,5	-1,0	-1,5
Italien	115,1	110,3	107,0	104,0	-1,9	-0,3	-1,5	-1,5
Spanien	63,7	60,5	58,0	56,0	-1,1	-0,6	-0,2	0,0
Niederlande	62,9	60,0	57,0	55,0	1,0	1,5	1,2	1,0
Belgien	116,1	110,0	105,0	101,0	-0,7	0,2	0,3	0,5
Österreich	65,2	63,9	62,0	61,0	-2,1	-1,1	-0,8	-0,5
Finnland	46,6	44,0	41,0	38,0	1,9	6,7	5,0	5,0
Griechenland	104,6	100,0	94,0	88,0	-1,8	-0,9	0,0	0,5
Portugal	55,8	55,0	54,0	53,0	-2,0	-1,3	-1,0	-0,8
Irland	50,1	42,3	32,0	26,0	1,9	4,7	4,0	4,0
Luxemburg	6,0	6,0	6,0	6,0	4,4	4,0	3,5	3,0
Euroland	72,0	68,9	66,6	65,1	-1,3	0,3	-0,8	-0,8

^a In Prozent des Bruttoinlandsprodukts. – ^b Teilweise geschätzt. – ^c Prognose.

Quelle: EZB (2001), eigene Berechnungen und Prognosen.

nigt man den Budgetsaldo um diese Effekte, so lässt sich feststellen, dass nicht alle Regierungen im Euroraum ihre Konsolidierungsbemühungen fortgesetzt haben.

Da die betreffenden Regierungen bisher keine Konsolidierungsmaßnahmen planen, erwarten wir, dass der Euroraum als Ganzes in diesem und im kommenden Jahr trotz eines weiterhin deutlichen Produktionsanstiegs wieder ein Budgetdefizit ausweisen wird. Dies liegt zum einen daran, dass die Einnahmen aus der Veräußerung von Mobilfunklizenzen in diesem Jahr erheblich niedriger sein werden als 2000 und im kommenden Jahr ganz wegfallen werden. Zum anderen verschlechtert sich die Haushaltsposition im Euroraum, weil einige Länder die direkten Steuern zu Jahresbeginn – teilweise beträchtlich – gesenkt haben. Wir schätzen die Steuererleichterungen auf knapp 1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Dies wird nicht durch entsprechende Ausgabenkürzungen oder konjunkturelle Mehreinnahmen kompensiert. Alles in allem dürfte sich das Budgetdefizit im Euroraum in diesem Jahr auf 0,8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts belaufen. Im kommenden Jahr dürfte es eine ähnliche Größenordnung erreichen.

Das Aussetzen der Konsolidierungsbemühungen ist umso kritischer zu beurteilen, als die Mehrzahl der Länder die selbst gesteckten Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts trotz der günstigen Konjunktur immer noch nicht erfüllt. Der Pakt sieht vor, dass die EWU-Länder über den Konjunkturzyklus im Mittel einen ausgeglichenen Haushalt aufweisen sollen. Davon sind Deutschland, Frank-

Tabelle 2: Kennzahlen der Stabilitäts- und Wachstumsprogramme der EWU-Länder^a

	Anstieg des Bruttoinlandsprodukts ^b		Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo ^c		Bruttoschuldenstand ^c		Ausgaben ^{c,d}		Einnahmen ^{c,d}	
	1996–1999	2000–2004	2000 ^e	2004	2000 ^e	2004	2000 ^e	2004	2000 ^e	2004
Deutschland	2,0	2,5	-1,0	0,0	60,0	54,5	48,0	44,0	47,0	44,0
Frankreich	2,8	3,0	-1,4	0,2	58,4	52,9	53,0	49,8	51,6	50,0
Italien	1,9	3,1	-1,3	0,3	112,1	94,9	48,1	44,3	46,8	44,7
Spanien	4,1	3,2	-0,3	0,3	61,1	49,6	40,7	40,0	40,4	40,3
Niederlande ^{f,*}	4,1	2,0	1,0	0,6	56,6	46,7	38,6	36,4	39,4	36,8
Belgien	3,1	2,5	-0,1	0,6	110,6	92,9	49,7	.	49,6	.
Österreich	2,5	2,5	-1,4	0,0	63,1	55,3	51,8	49,5	50,4	49,4
Finnland	5,3	3,6	4,5	4,9	42,4	32,2	44,7	41,2	49,5	46,3
Griechenland	3,5	5,3	-0,8	2,0	103,9	84,0	46,4	42,2	45,6	44,2
Portugal	3,4	3,2	-1,5	0,0	55,6	48,1	46,8	46,0	45,3	46,0
Irland ^f	10,0	6,9	4,7	4,6	52,0	36,0	31,0	28,4	35,7	33,8
Luxemburg	7,0	5,5	3,0	2,5	.	.	41,1	38,8	44,1	41,2
Euroland ^h	2,8	2,9	-0,7	0,6	71,0	61,6	47,7	44,2	46,9	44,8

^a In einigen Stabilitäts- und Wachstumsprogrammen werden mehrere Szenarien bezüglich der Wirtschaftsentwicklung betrachtet. In dieser Tabelle ist jeweils das Basis-Szenario berücksichtigt worden. – ^b Durchschnittliche jährliche Veränderungsrate in Prozent. – ^c In Prozent des Bruttoinlandsprodukts. – ^d Angaben aus den Stabilitäts- und Wachstumsprogrammen, teilweise um konzeptionelle Unterschiede bereinigt. – ^e Werte für 2000 sind den Stabilitäts- und Wachstumsprogrammen entnommen. Eventuell angefallene Erlöse aus der Versteigerung von UMTS-Lizenzen sind in den Stabilitäts- und Wachstumsprogrammen nicht berücksichtigt. – ^f Projektionszeitraum nur bis 2003. – ^{*} Nur Zentralregierung. – ^h Durchschnitt für die oben genannten Länder.

Quelle: OECD (2000), nationale Stabilitäts- und Wachstumsprogramme, eigene Berechnungen und Schätzungen.

reich, Italien, Österreich und Portugal derzeit noch ein gutes Stück entfernt. Während die beiden letztgenannten Länder zu Jahresbeginn Maßnahmen zur Defizitreduzierung ergriffen haben, haben die drei größten Länder des Euroraums in diesem Jahr die Steuern erheblich gesenkt, ohne entsprechend bei den Ausgaben einzusparen. Zwar sind Steuersenkungen in diesen Ländern wegen der hohen Abgabenlast unter Effizienzgesichtspunkten zu begrüßen. Die Steuererleichterungen werden aber nicht von entsprechenden Ausgabenkürzungen begleitet. Die vor kurzem von Deutschland, Frankreich und Italien vorgelegten aktualisierten Stabilitäts- und Wachstumsprogramme (Tabelle 2) deuten vielmehr darauf hin, dass die Regierungen in diesen Ländern darauf vertrauen, ein höheres Trendwachstum als in der Vergangenheit werde den Haushaltsausgleich herbeiführen. Besonders optimistisch ist die Wachstumsannahme im Fall Italiens. Die

für den Durchschnitt der Jahre 2001 bis 2004 unterstellte Zuwachsrates des realen Bruttoinlandsprodukts von 3,1 Prozent ist in keinem einzigen Jahr seit Ende der achtziger Jahre erreicht worden. Um auch für den Fall einer Rezession unter der Defizitmarke von 3 Prozent zu bleiben, sollten die Regierungen in den großen Ländern ihre Anstrengungen intensivieren und über Ausgabeneinsparungen versuchen, das Ziel eines ausgeglichenen Staatshaushalts rasch zu erreichen. Dieses Ziel ist in der Vergangenheit vielfach angegriffen worden. Ohne das Instrument der Defizitfinanzierung – so die Kritik – würden notwendige öffentliche Investitionen nicht getätigt. Allerdings übersehen die Vertreter dieser These, dass das Erreichen des im Stabilitäts- und Wachstumspakt niedergelegten Ziels eines mittelfristigen Haushaltsausgleichs keinesfalls impliziert, dass die investiven Staatsausgaben gekürzt werden müssen. Vielmehr intendieren der Pakt und die „Broad Economic Policy Guidelines“ der Europäischen Union, dass die Struktur der Staatsausgaben in den Mitgliedsländern zugunsten der öffentlichen Investitionen verändert wird.

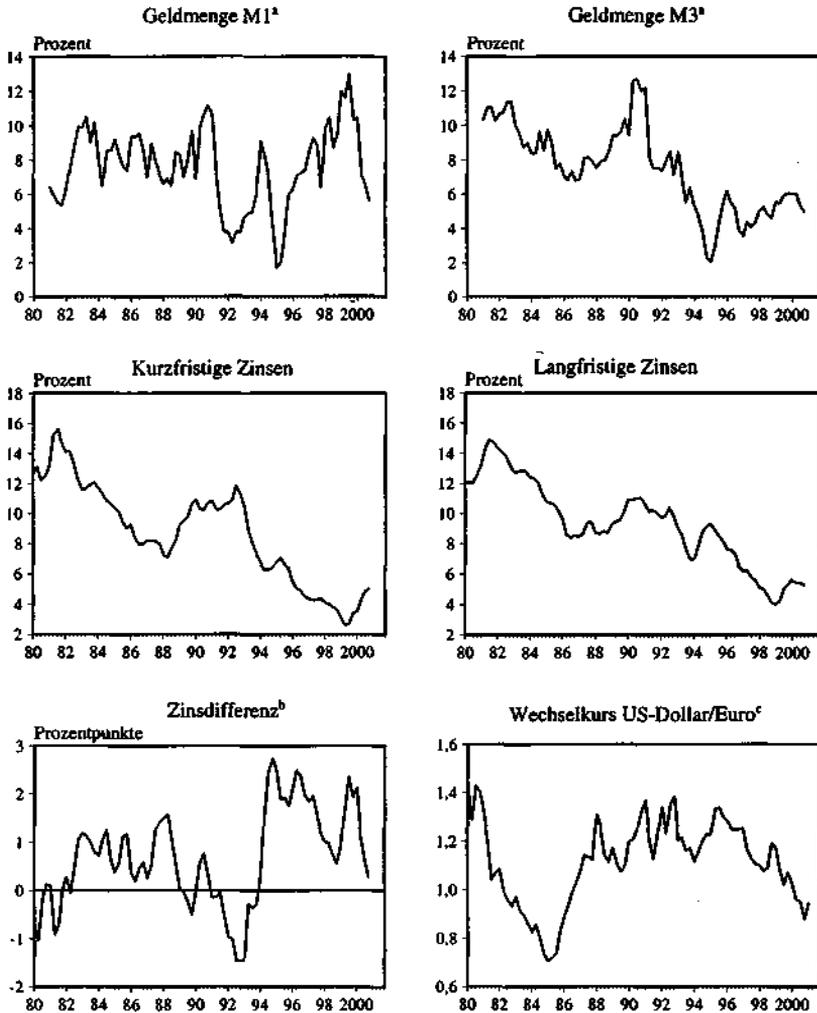
Geldpolitik: EZB sollte stabilitätsgerechten Kurs nicht verlassen

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihre Leitzinsen seit Oktober 2000 nicht mehr verändert. Der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beträgt 4,75 Prozent. Auf ähnlichem Niveau bewegte sich zuletzt der Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld (Schaubild 2). Die vorangegangenen Zinsanhebungen haben dazu beigetragen, dass sich das Tempo der monetären Expansion verlangsamt hat. Die laufende Jahresrate des Anstiegs der Geldmenge M3 hat sich in den drei Monaten bis Januar 2001 auf etwa 4 Prozent zurückgebildet, nach reichlich 5 Prozent in dem davor liegenden Dreimonatszeitraum. Die Kapitalmarktzinsen verringerten sich fortlaufend. So lag die Rendite für Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren Anfang März bei 5 Prozent und damit um knapp einen halben Prozentpunkt niedriger als vor einem halben Jahr; real gerechnet ist der langfristige Zins spürbar niedriger als im langjährigen Durchschnitt. Der Euro hat sich von seinem Tiefstand im Oktober des vergangenen Jahres leicht erholt; insbesondere gegenüber dem US-Dollar und dem japanischen Yen legte er zu. Real und effektiv ist der Außenwert von Oktober 2000 bis Februar 2001 um etwa 7 Prozent gestiegen.

Zinspolitik wirkt nicht restriktiv

Der Einfluss der Geldpolitik auf die Konjunktur lässt sich an der Entwicklung und an dem Niveau des kurzfristigen Zinses beschreiben. Dabei ist für die Beurteilung der Realzins wichtig. Approximiert man den Realzins mit der Differenz zwischen dem Nominalzins (Dreimonatsgeld) und der aktuellen Inflationsrate (im Vorjahresvergleich), so ergibt sich, dass die Zinsanhebungen durch die EZB seit November 1999 auf eine Straffung des geldpolitischen Kurses hindeuten, denn der Zins stieg seither um mehr als zwei Prozentpunkte, während sich die Inflationsrate um reichlich einen Prozentpunkt erhöhte. Seit dem Herbst des vergangenen Jahres ist der Realzins aber nicht mehr, wie damals erwartet, gestiegen, son-

Schaubild 2: Ausgewählte monetäre Indikatoren in Euroland 1980–2001



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

Quelle: EZB (2001).

dern sogar leicht gesunken. Insofern war die Geldpolitik expansiver, als wir unterstellt hatten (Gern et al. 2000: 313). Im ersten Quartal dieses Jahres dürfte der so berechnete Realzins etwas mehr als 2 Prozent betragen haben. Legt man statt des Anstiegs des HVPI die Kerninflationsrate zugrunde, ist der Realzins etwas höher und dürfte bei knapp 3 Prozent gelegen haben.

Die Frage, ob damit der Kurs der Geldpolitik als neutral oder sogar schon als restriktiv anzusehen ist, hängt ab von der Höhe des neutralen (gleichgewichti-

gen) Realzins, der beispielsweise auch im Rahmen der Taylor-Regel eine wichtige Rolle spielt. Allerdings ist dieser Zins nicht beobachtbar, und seine Bestimmung ist mit einiger Unsicherheit behaftet.^{2,3} Dies gilt insbesondere für den Euroraum; denn das Währungsgebiet existiert erst seit gut zwei Jahren, und es setzt sich aus Ländern mit zuvor unterschiedlichen monetären Regimen zusammen, in denen sich die Realzinsen zum Beispiel aufgrund von Abwertungsrisiken deutlich unterschieden. Daher bietet sich an, für die Zeit vor 1999 den Zins desjenigen Landes als Referenz zu verwenden, der nicht durch solche Sonderfaktoren beeinflusst ist. Es ist üblich geworden, den Realzins für Deutschland als Maßstab zu nehmen; andere EWU-Staaten wiesen einen Realzins auf, der in einem längeren Zeitraum um bis zu drei Prozentpunkte höher war (Boss et al. 1999: 52).

Da der Realzins im Zeitablauf offenbar erheblich schwankt (Scheide 1998: 10), ist der zugrunde gelegte Zeitraum entscheidend für die Bestimmung. Sinnvollerweise sollte ein voller Konjunkturzyklus berücksichtigt werden in der Annahme, dass die Geldpolitik dann im Durchschnitt als (zumindest annähernd) neutral anzusehen ist. Gegen einen sehr viel längeren Zeitraum spricht die Beobachtung, dass der Realzins über Jahrzehnte hinweg offenbar nicht konstant ist.⁴ In Deutschland war ein vollständiger Zyklus für die Jahre 1988–1998 zu beobachten; in diesem Zeitraum betrug der durchschnittliche kurzfristige Realzins 3,4 Prozent.⁵ Allerdings kann man argumentieren, dass dieser Wert nach oben verzerrt ist, da eine Sondersituation in diese Zeit fällt; so hatte der Boom im Zusammenhang mit der deutschen Einheit zu ungewöhnlich hohen Zinsen geführt. Nimmt man einen kürzeren Zeitraum, nämlich 1992–1998, vermindert sich der Durchschnitt auf 2,6 Prozent. Diese Referenz ist vermutlich nach unten verzerrt, da kein vollständiger Zyklus vorliegt und die Geldpolitik in dem Zeitraum möglicherweise expansiv war. All dies legt nahe, dass der für den Euroraum als neutral anzusehende Realzins bei etwa 3 Prozent liegt.

Um den Kurs der Geldpolitik mit Hilfe des herrschenden Niveaus der Realzinsen einschätzen zu können, ist es wenig sinnvoll, einzelne Monatswerte heranzuziehen, denn sie sind starken Schwankungen unterworfen; entsprechend

² Gemäß der neoklassischen Wachstumstheorie wäre der Realzins gleichzusetzen mit der Wachstumsrate des Produktionspotentials eines Landes. Diesem Vorgehen widerspricht aber die Beobachtung, dass sich diese beiden Größen teilweise erheblich unterscheiden.

³ Taylor (1993: 202) nimmt für die Vereinigten Staaten einen Wert von 2 Prozent für die Wachstumsrate im „steady state“ an. Er bleibt auch bei dieser Setzung, obwohl die Wachstumsrate in den Dekaden, die er in einem späteren Aufsatz (Taylor 1999) untersucht, von diesem Wert abweicht; andere Autoren unterstellen ebenfalls einen Wert von 2 Prozent (McCallum 2000). Hetzel (2000: 18) weist dagegen darauf hin, dass der beobachtete Realzins für die meisten Perioden einen deutlich höheren Wert als 2 Prozent aufweist, ebenso wie die Wachstumsrate des Produktionspotentials.

⁴ Käme es nur auf den aktuellen Wert an, könnte der neutrale Zins auch mit zeitreihenanalytischen Verfahren bestimmt werden, die einen variablen Trend zulassen, wie beispielsweise ein Hodrick- Prescott-Filter. Während dieses Vorgehen zeitnäher ist und somit einen gewissen Vorteil hat, besteht allerdings das Risiko, dass man am aktuellen Rand einen Bias erhält, wenn nämlich die Geldpolitik gegen Ende des Schätzzeitraums nicht neutral ist.

⁵ Für die Wahl dieses Zeitraums spricht, dass der Output Gap in Deutschland, gemessen an den Schätzungen der OECD (2000), 1988 und 1998 etwa gleich hoch war. Schließt man den vorangegangenen Zyklus mit ein, ergibt sich ein etwas höherer Wert für den durchschnittlichen Realzins.

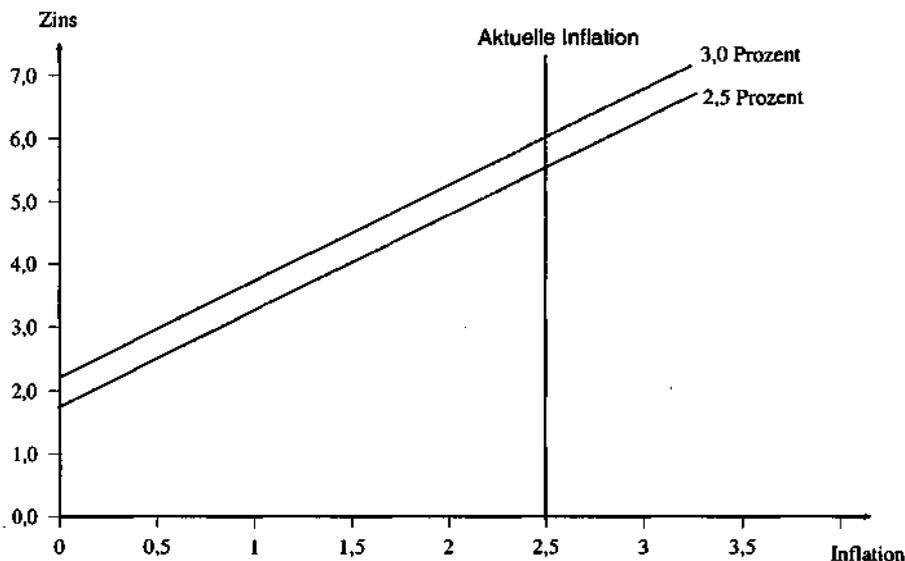
würde sich das Urteil über den geldpolitischen Kurs häufig ändern. Im ersten Quartal 2001 liegt der Realzins bei etwas mehr als 2 Prozent. Er wird sich zwar – unterstellt man einen unveränderten Geldmarktzins – bei der prognostizierten Abnahme des Preisanstiegs leicht erhöhen, im Prognosezeitraum aber wohl nicht über 3 Prozent steigen. Von daher wird der Kurs der Geldpolitik, was die Wirkungen auf die Konjunktur angeht, nicht restriktiv.

Die EZB wird die Leitzinsen unverändert lassen

Die EZB wird von verschiedenen Seiten aufgefordert, jetzt rasch die Zinsen zu senken; dem Beispiel der amerikanischen Notenbank folgend solle sie so einer drohenden Abschwächung der Konjunktur entgegenwirken. Wir erwarten jedoch, dass die EZB ihren Kurs nicht ändern wird. Dafür gibt es mehrere Gründe. Der aktuelle Kurs der Geldpolitik ist, wie zuvor beschrieben, keineswegs als restriktiv zu bezeichnen. Gemessen an der Taylor-Regel sind die kurzfristigen Zinsen sogar zu niedrig. Ausgangspunkt hierfür ist zunächst die Tatsache, dass der Output Gap, berechnet auf Basis der Potentialschätzung der OECD, derzeit in etwa geschlossen ist. Demnach hängt der Taylor-Zins allein von der aktuellen Inflationsrate sowie von dem Abstand zum unterstellten Inflationsziel von 1,5 Prozent ab. Nach der Taylor-Regel sollte eine Notenbank den Realzins über das gleichgewichtige Niveau hinaus anheben, wenn das Inflationsziel überschritten wird; dies ist das Ergebnis der meisten makroökonomischen Modellanalysen (z. B. Clarida et al. 1999: 1674). Bei einer Inflationsrate von schätzungsweise 2,5 Prozent für das erste Quartal 2001 ergibt sich unter der Annahme eines gleichgewichtigen Realzinses von 3 Prozent ein stabilitätsgerechter Zins gemäß der Taylor-Regel von 6 Prozent; bei einem unterstellten Realzins von 2,5 Prozent ist der Taylor-Zins entsprechend um einen halben Prozentpunkt niedriger (Schaubild 3). Berücksichtigt man, dass die Inflationsrate demnächst leicht sinken dürfte, wird sich auch der Taylor-Zins vermindern, doch wird er über dem derzeitigen Geldmarktzins liegen. Das tatsächliche Zinsniveau ist nur dann als annähernd adäquat anzusehen, wenn man die Kernrate der Inflation heranzieht, die im ersten Quartal bei knapp 2 Prozent liegen dürfte.

Auch die beiden Säulen der geldpolitischen Strategie legen der EZB eine Zinssenkung nicht nahe. So hat die Geldmenge M3 sich zwar dem Referenzwert angenähert, ein Unterschreiten droht aber nicht. Auf Basis der von der EZB vorgelegten Projektion (Kasten 2) lassen sich Zinssenkungen ebenfalls nicht rechtfertigen. So wird darin bis Ende 2002 ein anhaltend hoher Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts von rund 3 Prozent pro Jahr erwartet.⁶ Da die EZB für

⁶ Die EZB nennt für alle Größen eine Spanne, welche die Prognoseunsicherheit ausdrücken soll. Sowohl für den Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts als auch für die Inflationsrate beträgt der angegebene mittlere Prognosefehler etwa $\pm 0,5$ Prozentpunkte. Für das nominale Bruttoinlandsprodukt wird ein so hoher Anstieg erwartet, dass – unterstellt man, dass der Referenzwert für M3 von 4,5 Prozent eingehalten wird – die Umlaufgeschwindigkeit um rund 0,5 Prozent zunimmt; dies ist nach den Erfahrungen in der Vergangenheit ungewöhnlich und wäre wohl nur mit deutlich höheren Zinsen kompatibel. Nach unserer Prognose wird die Umlaufgeschwindigkeit in diesem und im kommenden Jahr um jeweils etwa 0,5 Prozent abnehmen, was eher dem Trend entspricht.

Schaubild 3: Taylor-Zins und Inflation bei Normalauslastung^a

^aAlternative Annahmen für den gleichgewichtigen Realzins (3 Prozent bzw. 2,5 Prozent).

das Potentialwachstum nach wie vor eine Rate von 2 bis 2,5 Prozent annimmt, entspricht das einer kumulierten Zunahme des Output Gaps um etwa 1,5 Prozent; dies bedeutet, dass der Zins aus konjunkturellen Gründen angehoben werden muss. Auch bleibt die Inflation gemäß der Projektion bis Ende 2002 an der Obergrenze des tolerierten Preisanstiegs, so dass sich eine Zinssenkung von daher nicht rechtfertigen lässt. Zwar ist es wahrscheinlich, dass die EZB die Konjunkturaussichten gegenwärtig nicht mehr so günstig beurteilt wie in der im Dezember veröffentlichten Projektion. Damit ließe sich aber allenfalls begründen, dass auf eine ansonsten angezeigte Anhebung der Leitzinsen verzichtet wird. Wichtiger ist in diesem Zusammenhang, dass die Inflationsprognose wohl eher nach oben als nach unten korrigiert wird. So hat die Entwicklung der Inflation immer wieder negativ überrascht, was nicht nur durch den unerwartet deutlichen Anstieg der Ölpreise erklärt werden kann; denn trotz des jüngsten Rückgangs der Ölpreise blieb die Inflation zu Beginn dieses Jahres merklich höher, als sie von den meisten Beobachtern und auch von führenden Vertretern der EZB geschätzt worden war. In einer Phase, in der die Inflation unerwartet hoch ist und deutlich über der Zielvorstellung liegt, liefe eine Notenbank Gefahr, an Glaubwürdigkeit zu verlieren, wenn sie die Zinsen senkte.

Aus all diesen Gründen halten wir in der gegenwärtigen Situation eine Zinssenkung nicht für wahrscheinlich. Es besteht für die Geldpolitik jetzt kein Anlass, die Konjunktur durch Zinssenkungen anzuregen. Zwar hat sich die Konjunktur im Euroraum abgeschwächt. Nach unserer Prognose werden aber die Kapazitäten im Euroraum in diesem und im kommenden Jahr in etwa normal ausge-

Kasten 2: Zur Veröffentlichung der Inflationsprognose

Die Europäische Zentralbank hat mit der Veröffentlichung ihrer Inflationsprognose (EZB 2000) Neuland betreten, was die Kommunikation mit der Öffentlichkeit angeht. Damit hat die Notenbank die zweite Säule ihrer geldpolitischen Strategie konkretisiert, nachdem zuvor die Inflationsperspektiven lediglich mehr oder weniger genau umschrieben, nicht aber quantifiziert worden waren. Dies hatte nicht selten zu Irritationen geführt, denn die Gewichtung der Einflussfaktoren war nicht deutlich geworden. Auch schien die Bedeutung der einzelnen Indikatoren zu wechseln.

Die Projektion auf der Basis konstanter Zinssätze entspricht dem Vorgehen jener Notenbanken, die ein „inflation targeting“ betreiben; zu ihnen gehört beispielsweise die Bank of England. Mit der Veröffentlichung sollen eine größere Transparenz und auch eine bessere Überprüfbarkeit der Geldpolitik erreicht werden. Das bedeutet zwar auch im Rahmen des „inflation targeting“ nicht, dass die Notenbank solchen Prognosen bei ihren Entscheidungen über Leitzinsen in mechanistischer Weise folgt. Sie steht aber unter einem erheblichen Erklärungszwang, wenn sie etwa bei einem prognostizierten Überschreiten des Inflationsziels die Zinsen nicht erhöht. Durch die Publikation entsteht somit eine gewisse Disziplinierung der Geldpolitik, die im Sinne einer Regelbindung wünschenswert und gerechtfertigt ist. Mit diesem Instrument kann eine größere Glaubwürdigkeit verbunden sein mit der Folge, dass die Risikoprämie und mithin der Realzins sinken. Die Publikation von Prognosen kann hilfreich sein für Notenbanken, die in der Vergangenheit zu hohe Inflationsraten zugelassen haben (was für die meisten Notenbanken, die jetzt ein „inflation targeting“ betreiben, zutrifft und auch ausdrücklich als Grund für die neue Strategie genannt wurde), und auch für eine „junge“ Notenbank wie die EZB, die möglicherweise noch nicht die gewünschte Reputation besitzt.

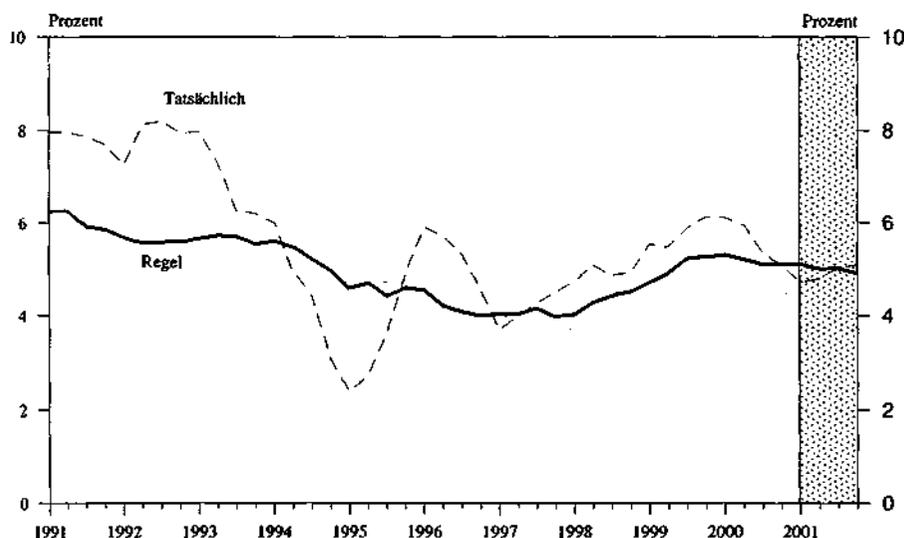
Ob sich dieses neue Instrument der EZB bewährt, wird sich bei den zukünftigen geldpolitischen Entscheidungen zeigen müssen. Noch ist nicht klar, welche Rolle die Inflationsprognose für die Zinspolitik spielen wird, ob und wie stark die EZB sich also an den Prognosen orientieren wird. Bisher hat die EZB versucht, der Projektion eher wenig Bedeutung beizumessen, indem sie betonte, diese sei nur eine von mehreren Grundlagen für die Geldpolitik. Dies würde jedoch das Instrument schwächen, denn die Projektion stellt nichts weniger dar als die zweite Säule der geldpolitischen Strategie. Jede geldpolitische Entscheidung wird sich in Zukunft also auch auf die Projektion beziehen müssen, und es muss erläutert werden, wie das Niveau der Leitzinsen zum Erreichen des Inflationsziels beiträgt. Dabei sollte die EZB auch vermeiden, dass sie durch die veröffentlichte Projektion allzu lange gebunden wird bzw. in Begründungszwang kommt, wenn sie abweichend davon handelt. Da die Prognosen hin und wieder merklich korrigiert werden müssen, weil sich die Rahmenbedingungen – wie die gegenwärtige Situation zeigt – sehr rasch ändern können, wäre es sinnvoll, wenn die Prognosen vierteljährlich vorgelegt würden, anstatt wie bisher vorgesehen lediglich zweimal im Jahr.

lastet sein. Dies wäre geradezu der Idealverlauf für die Konjunktur, weil sich die Expansion ohne größere Spannungen fortsetzen könnte. Von der Inflationsseite her ist es für eine Entwarnung noch zu früh. Zwar wird sich der Preisanstieg voraussichtlich abflachen. Es wird aber noch längere Zeit dauern, bis die Inflationsrate sich in den Zielbereich zurückbewegt bzw. die zulässige Obergrenze hinreichend unterschritten hat.

Monetäre Rahmenbedingungen wirken insgesamt neutral

Bei unveränderten Leitzinsen ist es wahrscheinlich, dass die Geldmenge in einem Tempo zunehmen wird, das stabilitätsgerecht ist. Nach der McCallum-Regel ist

Schaubild 4: Geldmengenerweiterung in Euroland¹⁾: Tatsächliche Werte und Werte nach der McCallum-Regel



*Veränderungen der Geldmenge M3 gegenüber dem Vorjahr in Prozent. Ab 2001 I: Prognose.

Quelle: EZB (2001), Eigene Berechnungen.

dies der Fall, wenn M3 um etwa 5 Prozent steigt (Schaubild 4). Auf Basis dieser Annahme geht von der Geldpolitik, gemessen an M3, kein weiterer Inflationsdruck aus.

Der Euro wird sich im Prognosezeitraum gegenüber dem US-Dollar weiter festigen. Ausschlaggebend hierfür ist, dass die amerikanische Notenbank die Zinsen bereits gesenkt hat und voraussichtlich nochmals senken wird. Damit vermindert sich der Abstand der Realzinsen zugunsten der europäischen Währung. Nach dem von uns verwendeten Wechselkursmodell (Gern et al. 2000: 302 ff.) überschreitet der Eurokurs gegenüber dem Dollar gegen Ende dieses Jahres die Parität. Der reale Außenwert des Euro wird daher spürbar steigen. Der Kapitalmarktzins im Euroraum wird – nicht zuletzt wegen der Abschwächung der Weltkonjunktur – vorerst noch niedrig bleiben und damit zur Stabilisierung der Konjunktur beitragen. Alles in allem wirken die monetären Rahmenbedingungen im Prognosezeitraum in etwa neutral auf die Konjunktur.

Geldmengenentwicklung: Inflationsdruck lässt nach

Für die Inflation ist auf mittlere Sicht die Expansion der Geldmenge von entscheidender Bedeutung. Diese Einschätzung liegt auch der Strategie der EZB zugrunde, in der die Geldmenge M3 eine prominente Rolle spielt. Kurzfristig wird die Inflation auch von anderen Faktoren beeinflusst, die vorwiegend auf der Kostenseite liegen. Dies hat sich in jüngster Zeit als Folge etwa des Ölpreisanstiegs

gezeigt. Gleichwohl gilt auch auf kurze Sicht, dass die Geldmenge nicht ohne Einfluss ist, das heißt, die Inflationsrate im Euroraum wäre gegenwärtig niedriger, wenn die Geldmenge im Durchschnitt der vergangenen beiden Jahre statt um 5,5 Prozent nur – wie angestrebt – um 4,5 Prozent zugenommen hätte.

Solche Überlegungen liegen auch dem P-Stern-Modell zugrunde, bei dem die Entwicklung der Inflation sowohl mit dem Liquiditätsüber- bzw. -unterhang – im Modell definiert als Preislücke⁷ – als auch mit Kostenfaktoren erklärt wird. Der Ansatz besagt, dass langfristig die Geldmenge allein entscheidend für die Inflation ist, also die Neutralität des Geldes gilt, es kurzfristig aber nicht zu einer sofortigen Anpassung des Preisniveaus kommt. Dieser Ansatz ist insofern attraktiv, als er mit den meisten makroökonomischen Modellen kompatibel ist: Einerseits wird eine gewisse Rigidität bei den Preisen unterstellt, andererseits ist die Geldpolitik langfristig neutral.

Die Schätzung eines P-Stern-Modells ist nur dann sinnvoll, wenn neben dem Trend der Produktion auch der Trend der Umlaufgeschwindigkeit zuverlässig ermittelt werden kann. Dies ist für den Euroraum gegeben, denn die Umlaufgeschwindigkeit hat sich in den vergangenen beiden Jahren stetig entwickelt und ist sehr eng dem Trend gefolgt, der auch in den Jahren davor zu beobachten gewesen war (Arbeitsgemeinschaft 2000: 44). Das geschätzte Modell kann die Beschleunigung des Preisanstiegs, die sich bis Ende des vergangenen Jahres ergeben hat, recht gut erklären (Kasten 3). Diese resultierte vor allem aus dem Anstieg des Preises für Rohöl und der Abwertung des Euro; eine Rolle spielte aber auch, dass die Geldmenge rascher gestiegen und so in den Jahren 1999 und 2000 eine positive Preislücke entstanden war.

Für die Inflationsprognose mit dem P-Stern-Modell ist es wichtig, dass die Preislücke inzwischen geschlossen ist, weil einerseits das Preisniveau merklich stieg, andererseits die Geldmenge in den vergangenen Monaten wieder langsamer expandierte. Auch die übrigen Einflussfaktoren – eine Ausnahme bilden die Lohnstückkosten – wirken auf einen Rückgang der Inflation hin. Daher erwarten wir, dass sich der Anstieg des HVPI in diesem und im kommenden Jahr allmählich verringern wird. Für den jeweiligen Jahresdurchschnitt ergibt sich eine Rate von 2,3 bzw. 1,8 Prozent.

Arbeitsmarkt: Lohnzurückhaltung trägt Früchte

Der Arbeitsmarkt entwickelte sich im vergangenen Jahr vor dem Hintergrund der hohen wirtschaftlichen Dynamik äußerst günstig. Die Zahl der Beschäftigten nahm nach Schätzungen der Europäischen Zentralbank um mehr als 2 Prozent zu, und die Arbeitslosenquote (ILO-Definition) erreichte im Januar 2001 mit 8,6 Prozent den niedrigsten Stand seit Herbst 1991. Seit Ende 1997 ist die Arbeitslosenquote kontinuierlich um insgesamt 3 Prozentpunkte gesunken. Zu

⁷ Die Preislücke ist die Differenz zwischen dem gleichgewichtigen Preisniveau, das langfristig durch die Geldmenge bestimmt wird, und dem tatsächlichen Preisniveau. Eine positive Preislücke führt ceteris paribus zu einer Beschleunigung der Inflation. Zur Beschreibung des Konzepts vgl. Hallman et al. (1991), zur Anwendung für Deutschland vgl. Krämer und Scheide (1994).

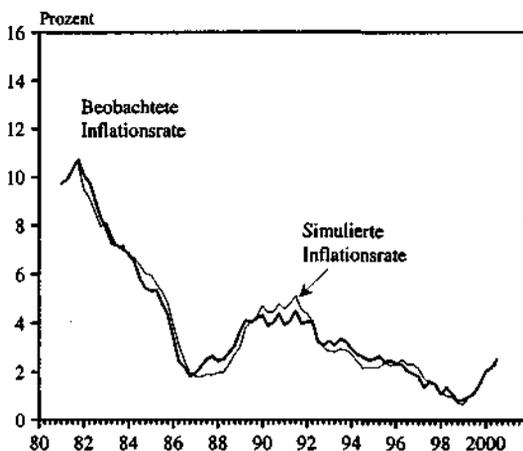
Kasten 3: Ein P-Stern-Modell für Euroland

Die vierteljährliche Inflationsrate (Δp) – gemessen an der laufenden Veränderung des HVPI – wird durch eine Reihe von Faktoren beeinflusst. Außer der verzögerten endogenen Variablen gehen in die Schätzung die Preislücke ($pgap$) sowie die vierteljährlichen Veränderungsraten des Ölpreises ($\Delta petrop$), der übrigen Rohstoffpreise ($\Delta rawp$), der Lohnstückkosten (Δulc) sowie des effektiven Wechselkurses des Euro ($\Delta exch$) ein:^a

$$\begin{aligned}
 [1] \quad \Delta p_t = & 0,0014 + 0,54 \Delta p_{t-3} + 0,19 \Delta p_{t-5} + 0,18 pgap_{t-1} + 0,0043 \Delta petrop_{t-1} \\
 & \quad \quad \quad (4,37) \quad \quad (8,14) \quad \quad (2,92) \quad \quad (5,85) \quad \quad (3,47) \\
 & + 0,016 \Delta rawp_{t-4} + 0,009 \Delta rawp_{t-6} + 0,10 \Delta ulc_{t-1} - 0,031 \Delta exch_{t-1} \\
 & \quad \quad \quad (4,19) \quad \quad (2,31) \quad \quad (2,59) \quad \quad (4,9) \\
 & - 0,026 D_{92:3-94:3} + \hat{u}_t \\
 & \quad \quad \quad (-4,0)
 \end{aligned}$$

Die Preislücke, die außer vom Trend der Umlaufgeschwindigkeit und vom Potentialwachstum von der Geldmenge bestimmt wird, hat einen relativ großen Einfluss auf die Inflationsrate in der folgenden Periode: Steigt die Geldmenge um 1 Prozent, erhöht sich ceteris paribus die Rate um 0,2 Prozentpunkte. Während die übrigen Variablen die Inflation – der zugrunde liegenden Quantitätstheorie entsprechend – lediglich vorübergehend beeinflussen, bewirkt eine permanente Änderung der Geldmenge eine entsprechende Änderung des Preisniveaus, mit anderen Worten, die Neutralität des Geldes ist mit der Gleichung erfüllt. Eine dynamische Simulation für den Schätzzeitraum von 1981.4 bis 2000.3 zeigt, dass die Bewegungen der Inflationsrate durch die Gleichung gut nachgezeichnet werden können (Schaubild).

Schaubild: Simulation der Inflationsrate 1981.4–2000.3



^a Ferner ist eine Dummy eingefügt für den Zeitraum 1992.3 bis 1994.3, in dem es eine irreguläre Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit gegeben hat. Für eine ausführliche Beschreibung des Ansatzes vgl. Scheide und Trabandt (2000).

dieser positiven Entwicklung hat entscheidend beigetragen, dass Lohnzurückhaltung geübt wurde.

Blanchard (2000) hat einfache Berechnungen angestellt, um die Beschäftigungsentwicklung in Irland und in den Niederlanden zu erklären. Im Folgenden wird sein Ansatz aufgegriffen und auf den Arbeitsmarkt in Euroland angewendet. Ausgangspunkt der Analyse ist die neoklassische Wachstumstheorie: Auf dem gleichgewichtigen Wachstumspfad muss die Zuwachsrate des Reallohns der Rate des technischen Fortschritts⁸ entsprechen. Geht der Reallohnanstieg über die Zunahme der Arbeitsproduktivität hinaus, so erhöhen die Unternehmen den Einsatz des Faktors Kapital zu Lasten des Faktors Arbeit in ihrer Produktion. Umgekehrt fördert Lohnzurückhaltung die Beschäftigung. Schaubild 5 zeigt diesen Zusammenhang für Euroland im Zeitraum 1972 und 2000.⁹ In den siebziger Jahren nahm die Beschäftigung kaum zu; gleichzeitig gingen die Lohnabschlüsse deutlich über die Produktivitätszuwächse hinaus. In den achtziger Jahren ging eine Phase der Lohnzurückhaltung mit deutlichen Beschäftigungsgewinnen einher. Anfang der neunziger Jahre verschwindet scheinbar der Zusammenhang zwischen diesen beiden Größen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass zur Zeit der deutschen Einheit die Zahl der Erwerbstätigen in Deutschland vor allem aufgrund des erweiterten Gebietsstands stark zunahm. Im Einheitsboom wurde die Lohnzurückhaltung aufgegeben, was für die anschließenden Beschäftigungsverluste mitverantwortlich gewesen sein mag. Seit 1994 bewegen sich Beschäftigung und Lohnzurückhaltung wieder parallel.

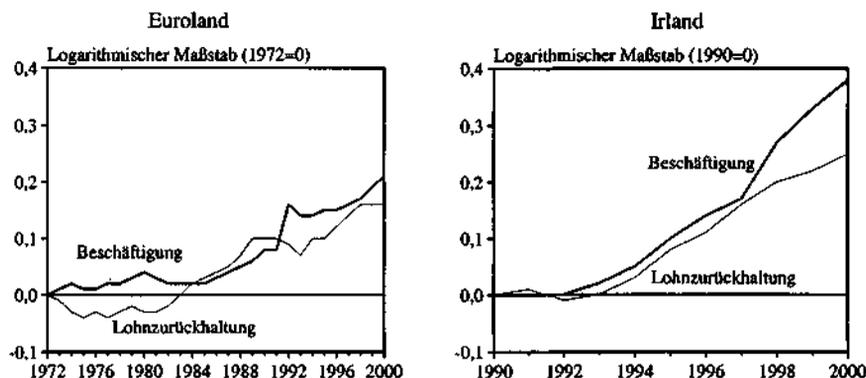
Noch beeindruckender ist der Gleichlauf zwischen Lohnzurückhaltung und Beschäftigung für Irland. Die Lohnzurückhaltung war hier in den neunziger Jahren erheblich ausgeprägter als im restlichen Euroraum. Gleichzeitig verzeichnete Irland die kräftigsten Beschäftigungsgewinne. Schaubild 5 verdeutlicht auch, dass die Beschäftigung seit 1998 erheblich schneller zugenommen hat, als der Indikator für die Lohnzurückhaltung für sich genommen anzeigt. Dieser Befund deckt sich mit der in Kasten 1 angeführten Evidenz. Die irische Wirtschaft expandiert seit drei Jahren, angeregt durch eine lockere Geldpolitik und eine unterbewertete Währung, erheblich schneller, als langfristig tragbar ist. Die Anzeichen für eine konjunkturelle Überhitzung in Irland sind auch am Arbeitsmarkt deutlich zu erkennen.

Der Lohnanstieg in Euroland wird sich im weiteren Verlauf dieses Jahres und im kommenden Jahr beschleunigen; gleichwohl erwarten wir, dass die realen

⁸ Gemeint ist der in der Literatur als arbeitsvermehrend oder Harrod-neutral bezeichnete technische Fortschritt. Bei dieser Art des technischen Fortschritts sind im Wachstumsgleichgewicht sowohl der Kapitalkoeffizient als auch die Einkommensverteilung konstant.

⁹ Die Variable „Lohnzurückhaltung“ ergibt sich aus der Differenz zwischen den logarithmierten Werten des Produktivitätsindex und des tatsächlichen Reallohns im privaten Sektor. Eine Zunahme dieser Variable in einem Jahr bedeutet, dass der Reallohnanstieg hinter dem Produktivitätszuwachs zurückbleibt. Damit ist ein positiver Impuls für die Beschäftigung verbunden. Die Variable „Beschäftigung“ entspricht dem logarithmierten Wert der Erwerbstätigen. Beide Variablen wurden auf null zu Beginn des Betrachtungszeitraums normiert. Alle Zeitreihen wurden der Datenbank der OECD (2000) entnommen. Da für den Euroraum keine Daten für den Kapitalstock vorhanden sind, weicht die Berechnung der Variablen von dem Vorgehen in Blanchard (2000) ab.

Schaubild 5: Beschäftigung und Lohnzurückhaltung in Euroland



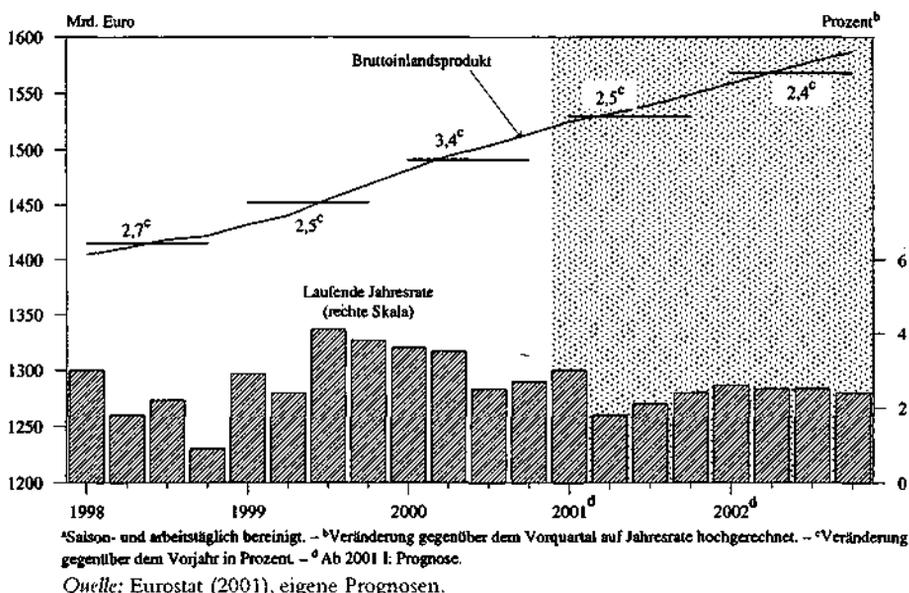
Quelle: OECD (2000), eigene Berechnungen.

Lohnzuwächse im Rahmen der Produktivitätsentwicklung bleiben werden. Von der Lohnsetzung wird damit kein positiver Impuls mehr auf die Beschäftigung ausgehen. Dies wird zusammen mit der abgeschwächten konjunkturellen Dynamik zu einem merklich langsameren Beschäftigungsaufbau führen. Die Arbeitslosenquote wird im Durchschnitt des Jahres 2001 auf 8,3 Prozent sinken. Im Laufe des kommenden Jahres dürfte die Arbeitslosigkeit kaum noch zurückgehen; für den Durchschnitt von 2002 rechnen wir mit einer Quote von 8 Prozent.

Ausblick: Potentialgerechte Expansion der Produktion

Die Frühindikatoren zeichnen derzeit ein uneinheitliches Bild von den kurzfristigen Perspektiven der europäischen Wirtschaft. Die von der Europäischen Kommission zusammengestellten Stimmungsindikatoren deuten auf eine Fortsetzung der konjunkturellen Expansion in hohem Tempo hin. So hat sich das Konsumentenvertrauen zuletzt aufgehellt, nachdem es sich im Zuge der Ölpreisverteuerung merklich eingetrübt hatte. Maßgeblich hierfür dürften die in mehreren Ländern des Euroraums zu Jahresbeginn in Kraft getretenen Steuererleichterungen sein. Zudem ist das Vertrauen der Industrie, das in den vergangenen Monaten leicht abgenommen hat, im historischen Vergleich immer noch groß. Jedoch signalisiert eine Reihe von anderen Frühindikatoren eine spürbare Verlangsamung in den kommenden Monaten. Der europäische Einkaufsmanagerindex ist im Sog des Abschwungs in den Vereinigten Staaten seit Sommer vergangenen Jahres deutlich gefallen. Auch zeigt der von Euroframe¹⁰ berechnete

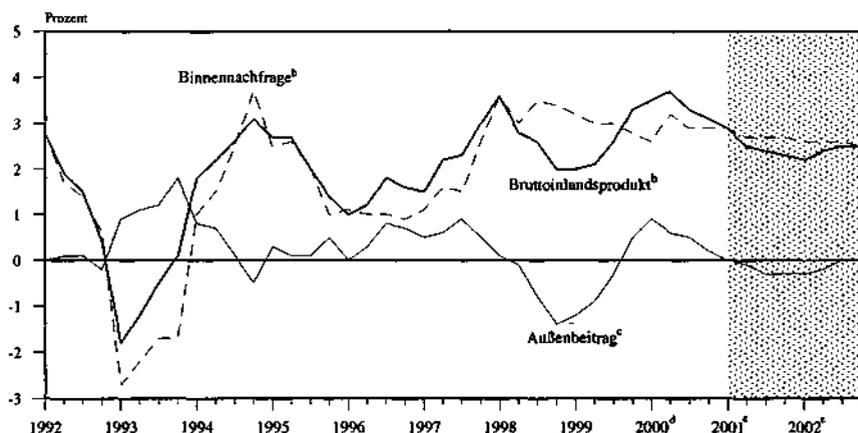
¹⁰ Euroframe gehören neben dem Institut für Weltwirtschaft (Kiel) die folgenden europäischen Wirtschaftsforschungsinstitute an: CPB (Niederlande), DIW (Berlin), ETLA (Finnland), NIESR (Großbritannien), OFCE (Frankreich), PROMETEIA (Italien) und WIFO (Österreich). Für weitere Informationen zu diesem Zusammenschluss siehe: <http://www.euro-frame.org>

Schaubild 6: Reales Bruttoinlandsprodukt^a in Euroland

Indikator an, dass die Konjunktur im ersten Halbjahr 2001 nochmals leicht an Fahrt verlieren dürfte.

Alles in allem deuten die Frühindikatoren darauf hin, dass das konjunkturelle Expansionstempo in der Grundtendenz verhalten bleibt (Schaubild 6). Zunächst ist es allerdings zu einem beschleunigten Anstieg des Bruttoinlandsprodukts gekommen. Insbesondere dürften die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben im ersten Quartal deutlich ausgeweitet haben, da die real verfügbaren Einkommen im Gefolge der Steuersenkungen schneller stiegen als zuvor. Allerdings werden die finanzpolitischen Anregungen im weiteren Verlauf allmählich abklingen. Dann dürfte sich die außenwirtschaftlich bedingte Abschwächung durchsetzen. Die Abkühlung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten wird für sich genommen zu einer verringerten Nachfrage nach europäischen Produkten führen. Auch die Lieferungen in andere Regionen werden spürbar langsamer zunehmen als zuvor. Insbesondere dürfte die wirtschaftliche Aktivität in Südostasien und in Lateinamerika durch die Entwicklung in den Vereinigten Staaten gedämpft werden.

Wie wird sich die Abschwächung der Weltkonjunktur auf Euroland auswirken? Wir prognostizieren, dass das amerikanische Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um 1,5 Prozent zunehmen wird (Gern et al. 2001). Damit gelingt dort alles in allem eine sanfte Landung. Eine Rezession in den Vereinigten Staaten ist zwar nicht wahrscheinlich, sie stellt aber ein Risiko für die Prognose dar. Vor kurzem hat Euroframe (2001) mit Hilfe eines makroökonomischen Modells untersucht, wie stark Euroland von einer stärkeren Abschwächung in den Vereinigten Staaten im Durchschnitt des Jahres 2001 betroffen wäre. Danach fiel die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts in Euroland um 0,6 Prozentpunkte niedri-

Schaubild 7: Bruttoinlandsprodukt, Binnennachfrage und Außenbeitrag in Euro-land^a

^aIn konstanten Preisen. ^bVeränderungsrate gegenüber Vorjahr. - ^cVeränderung des Außenbeitrags gegenüber Vorjahr in Relation zum Bruttoinlandsprodukt des Vorjahresquartals. - ^dTeilweise geschätzt. - ^eAb 2001 I Prognose.

Quelle: Eurostat (2001), eigene Prognosen.

ger als in der Basisprognose aus, wenn die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Vereinigten Staaten um einen Prozentpunkt hinter der Zunahme in der Basisprognose zurückbliebe. Dabei käme es zu einer starken Abwertung des US-Dollars. Nach diesen Modellrechnungen würde selbst ein Nullwachstum in den Vereinigten Staaten im Jahr 2001 keine Rezession im Euroraum nach sich ziehen.

Das reale Bruttoinlandsprodukt dürfte in Euroland im Durchschnitt des Jahres 2001 um 2,5 Prozent zunehmen, nach 3,5 Prozent im Vorjahr. Die konjunkturelle Verlangsamung ist dabei sowohl auf die schwächere Auslandsnachfrage als auch auf eine ruhigere Gangart bei der Binnennachfrage zurückzuführen (Schaubild 7). Nach einer Beschleunigung zu Jahresanfang, die auf dem Inkrafttreten von Steuererleichterungen beruht, werden die Konsumausgaben der privaten Haushalte im weiteren Jahresverlauf langsamer ausgeweitet. Die Bruttoanlageinvestitionen werden bis in den Sommer hinein weniger stark zunehmen als im vergangenen Jahr. Eine etwas kräftigere Zunahme erwarten wir ab Herbst, wenn sich die Absatz- und Ertrags Erwartungen im Zuge der dann einsetzenden Erholung in den Vereinigten Staaten aufhellen. Die Ausfuhren werden in diesem Jahr deutlich an Schwung verlieren. Maßgeblich hierfür ist einerseits die Abkühlung der Weltkonjunktur und andererseits, dass sich der Außenwert des Euro im Verlauf dieses Jahres um knapp 9 Prozent erhöhen wird.

Im Laufe des kommenden Jahres wird die gesamtwirtschaftliche Produktion in Euroland in der Grundtendenz potentialgerecht zunehmen (Tabelle 3). Von der Geld- und Finanzpolitik werden weder dämpfende noch anregende Wirkungen ausgehen. Die Binnennachfrage wird in ähnlichem Tempo expandieren wie in diesem Jahr. Zwar werden die Investitionen im Zuge der weltwirtschaftlichen Er-

Tabelle 3: Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Euroland 2000–2002

	2000				2001				2002			
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q. ^a	1. Q. ^b	2. Q. ^b	3. Q. ^b	4. Q. ^b	1. Q. ^b	2. Q. ^b	3. Q. ^b	4. Q. ^b
Bruttoinlandsprodukt ^c	3,6	3,5	2,5	2,7	3,0	1,8	2,1	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4
Inlandsnachfrage ^c	2,9	3,7	2,2	2,8	3,1	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6	2,4	2,4
Privater Verbrauch ^c	3,3	3,0	0,9	2,1	3,3	2,6	2,2	2,2	2,4	2,3	2,3	2,3
Staatsverbrauch ^c	3,0	1,4	0,8	2,0	1,2	1,4	1,4	1,3	1,2	0,9	1,0	1,0
Anlageinvestitionen ^c	7,3	2,9	5,0	4,0	3,3	3,1	3,7	3,9	4,0	4,1	4,1	4,1
Vorratsveränderungen ^d	-1,1	1,0	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
Außenbeitrag ^d	0,7	-0,1	0,4	-0,1	-0,1	-0,7	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1
Exporte ^{c, e}	11,5	9,3	11,8	15,1	8,0	4,2	4,6	5,3	5,3	5,3	5,2	5,0
Importe ^{c, e}	10,0	10,2	11,4	16,3	8,7	6,4	6,0	5,9	5,8	5,6	5,2	5,0
Arbeitslosenquote ^f	9,4	9,1	8,8	8,6	8,5	8,4	8,3	8,2	8,1	8,0	7,9	7,9
Konsumentenpreise (HVPI) ^g	2,0	2,1	2,5	2,7	2,5	2,5	2,2	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8
Geldmenge M3 ^c	6,8	4,9	3,9	4,5	4,5	4,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Zinssatz für Dreimonatsgeld	3,5	4,2	4,7	4,9	4,7	4,7	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Zinssatz für Staatsanleihen (10 Jahre)	5,6	5,4	5,4	5,3	4,9	4,8	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3
Wechselkurs gegenüber dem Dollar ^h	0,99	0,93	0,91	0,88	0,93	0,95	0,98	1,00	1,05	1,05	1,04	1,03
Realer effektiver Wechselkurs ⁱ	89,5	86,6	85,3	83,6	88,4	89,3	90,2	91,1	92,6	92,5	92,1	91,7

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

Quelle: Eurostat (2001), EZB (2001), OECD (2001), eigene Berechnungen und Prognosen.

Tabelle 4: Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Euroland 1999–2002

	Gewicht in Prozent ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b				Verbraucherpreise ^{b,c}				Arbeitslosenquote ^d in Prozent			
		1999	2000 ^e	2001 ^f	2002 ^f	1999	2000	2001 ^f	2002 ^f	1999	2000	2001 ^f	2002 ^f
Deutschland	31,8	1,6	3,0	2,1	2,2	0,7	2,0	2,2	1,5	8,8	8,3	7,7	7,3
Frankreich	21,5	3,0	3,2	2,5	2,4	0,6	1,9	1,6	1,4	11,3	9,5	8,6	8,2
Italien	17,6	1,4	2,8	2,3	2,2	1,6	2,7	2,4	2,0	11,4	10,5	9,7	9,3
Spanien	9,0	4,0	4,1	2,9	3,1	2,2	3,5	3,1	2,4	15,9	14,2	13,1	12,4
Niederlande	5,9	3,9	3,9	2,9	3,1	2,0	2,3	3,6	2,2	3,3	2,8	2,9	3,0
Belgien	3,7	2,7	4,1	2,5	2,4	1,2	2,7	2,4	2,2	9,1	8,5	7,9	7,5
Österreich	3,2	2,1	3,0	2,2	2,3	0,5	2,0	2,0	1,5	3,8	3,5	3,3	3,3
Finnland	2,0	4,2	5,7	4,5	5,0	1,3	3,0	2,4	2,1	10,2	9,8	8,8	8,3
Griechenland	1,9	3,4	4,1	4,6	4,0	2,2	2,8	3,6	4,6	11,7	11,2	10,5	10,0
Portugal	1,7	3,0	3,0	2,5	2,4	2,2	2,8	3,9	3,0	4,5	4,2	4,4	4,5
Irland	1,4	9,8	11,5	9,0	7,0	2,5	5,2	3,9	5,8	5,7	4,4	3,6	3,1
Luxemburg	0,3	7,6	8,0	6,0	5,0	1,1	3,8	3,3	2,8	2,3	2,2	2,1	2,1
Euroland	100,0	2,5	3,4	2,5	2,4	1,1	2,3	2,3	1,8	10,0 ^g	9,0 ^g	8,3 ^g	8,0 ^g

^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 Teilweise geschätzt. – ^f Prognose. – ^g Auf der Grundlage der Erwerbspersonen von 1998.

Quelle: EZB (2001), OECD (2001), eigene Berechnungen und Prognosen.

holung etwas an Fahrt gewinnen, aber die privaten Konsumausgaben werden im Durchschnitt des Jahres langsamer zunehmen. Maßgeblich hierfür ist, dass im kommenden Jahr die Steuererleichterungen für die privaten Haushalte deutlich geringer ausfallen werden als in diesem Jahr. Vom Außenhandel werden auch im kommenden Jahr keine Impulse auf die europäische Konjunktur ausgehen. Die Exportzuwächse werden verhalten bleiben, da die Aufwertung des Euro allmählich ihre volle Wirkung entfalten wird. Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 2,4 Prozent im Jahr 2002 (Tabelle 4).

Die Zunahme des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) wird sich im Laufe des Prognosezeitraums allmählich abschwächen. Wir erwarten, dass die Inflationsrate von rund 2,5 Prozent zu Beginn dieses Jahres auf unter 2 Prozent im Herbst fallen wird. Maßgeblich hierfür ist der von uns angenommene Rückgang der Notierungen am internationalen Rohölmarkt. Es ist unterstellt, dass der Ölpreis im Durchschnitt dieses und des kommenden Jahres etwa 25 Dollar je Barrel betragen wird. Die Kerninflation wird sich im Laufe des ersten Halbjahrs 2001 weiter beschleunigen, anschließend jedoch leicht zurückgehen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der monetäre Überhang, der in den vergangenen beiden Jahren entstanden war, sich mittlerweile in den Verbraucherpreisen niedergeschlagen hat. Die Straffung der Geldpolitik im vergangenen Jahr hat dazu beigetragen, dass sich die monetäre Expansion deutlich beruhigt hat. Damit ist auch das Risiko einer dauerhaften Verletzung des Stabilitätsziels vermindert worden. Aufgrund des hohen Niveaus zu Jahresbeginn wird die Inflationsrate in diesem Jahr 2,3 Prozent betragen. Im Jahr 2002 dürfte der HVPI sein Niveau im Vorjahr um 1,8 Prozent übertreffen.

Summary

Euroland: End of the Upswing – No Reason to Cut Interest Rates

Economic expansion in Euroland has decelerated considerably after mid-2000. The reduced dynamics are due to the weakening of growth in the world economy, the tightening of monetary policy by the European Central Bank (ECB) as well as the burden imposed by higher oil prices. With that the upswing in the Euro Area has come to an end.

Against this background some observers have demanded a rapid loosening of monetary policy. However, there is no reason to dramatize the current situation. It has to be kept in mind that in the meantime economy-wide capacity utilization has risen to its normal level. Thus it was sensible to raise interest rates and to stop the monetary stimulus for demand in order to avoid a sharper turnaround of monetary policy at a later point in time. In any case, monetary tightening does not entail that real GDP will fall below potential output.

We expect that the speed of economic expansion in this and the coming year will approximately equal potential output growth; according to our estimates – and similar to those of most institutions – this rate is around 2.5 percent. Unemployment will continue to decrease slightly and inflation will gradually come down again.

Overheating in Ireland: What Can Be Done?

Recently, the Irish government was criticized by the Council of European finance ministers for its conduct of fiscal policy. This came as a surprise against the background of an impressive economic performance in the past years and the excellent situation of public finances in Ireland. However, the critique aimed at the loosening of fiscal policy which amplifies the bottlenecks in the Irish economy. The ECB with its orientation towards the Euro Area average cannot bring about the necessary cooling down of the Irish economy. But it is also questionable whether a fiscal contraction in Ireland is the appropriate response. Public expenditures have already reached a low level in relation to GDP – the lowest in Euroland; the room for reductions in this area is limited. Strong tax increases should be difficult to carry through politically in the light of large budget surpluses. In the end the key to a cooling down of the economy lies in a significant acceleration of wage growth and inflation and the implied real appreciation of the Irish pound.

Fiscal Policy: Large Countries Stop Consolidation Efforts

The combined budget of Euro Area countries showed a surplus in 2000 for the first time since the 1960s; in relation to GDP it amounted to 0.3 percent after a deficit of 1.3 percent the year before. However, the increase in the budget balance suggests a size of consolidation that was not really achieved. The improvement in public finances is above all due to the receipts from the allocation of mobile phone licenses (UMTS) and to strong economic growth. This year and next year the Euro Area will record a budget deficit again. This can be attributed not only to lower license revenues, but also to considerable tax cuts in some countries which amount to around 1 percent of GDP.

It has to be criticized that consolidation efforts have ceased as the majority of countries still do not meet the provisions of the Stability and Growth Pact in spite of favorable economic conditions. In particular Germany, France and Italy are still away from a balanced budget. The three largest economies of the Euro Area have substantially cut taxes this year, without corresponding expenditure reductions. The updated stability and growth programs suggest that governments in these countries expect that higher trend growth than in the past will be sufficient to eliminate budget deficits.

Monetary Policy: ECB Should Not Cut Interest Rates

The ECB has not changed its key interest rates since October 2000. In real terms the short-term interest rate has not declined but it has even slightly increased. At present it is perceptibly lower than its long-term average. To this extent monetary policy was more expansionary than expected six months ago.

Many observers have urged the ECB to follow the example of the Fed and cut interest rates in order to prevent a sharp drop in economic activity. But in our view the ECB neither should nor will alter its course. First of all the current course of monetary policy is not restrictive. According to the Taylor rule short-term interest rates are even too low. Moreover, the two pillars of the monetary policy

strategy do not suggest that the ECB should cut interest rates. Admittedly the money stock M3 has come closer to the target, but it will not fall below it. Likewise the projections presented by the ECB last December do not justify a cut in interest rates.

With unchanged key interest rates it is probable that the money stock will increase at a pace that is consistent with stability. The euro will continue to strengthen in the coming twelve months. Long-term interest rates in Euroland will remain low for the time being – also because of weakening world-wide growth – and stabilize the economy. All in all monetary conditions will be neutral during the forecasting period.

In the medium run the expansion of the money stock is decisive for the development of inflation. In the short run inflation is also influenced by other factors. These considerations underlie the P-star model in which the development of inflation depends on the liquidity overhang – defined as price gap – as well as on cost factors. As regards the current inflation forecast it is worth noting that the price gap has closed by a significant rise in the price level and the slower increase in M3 in the past months. Consequently we expect that the increase in consumer prices will gradually slow in 2001 and 2002.

Outlook: GDP Grows in Line with Potential Output

The leading indicators suggest that the basic trend of economic expansion will remain moderate. However, in the first months of 2001 GDP growth has accelerated following the tax cuts. In the further course of this year the fiscal stimulus will gradually fade. Then the weakening of economic activity implied by the less favorable external environment will get the upper hand.

Real GDP in Euroland will rise by 2.5 percent in 2001. The slowdown is due to weaker external demand as well as to a slightly slower increase in domestic demand. In the course of next year economic activity will expand in line with potential output. Monetary and fiscal policy will neither dampen nor stimulate economic growth. Also there will be no impulse from foreign trade next year.

Wage increases in the Euro Area will accelerate in the course of this and next year; nevertheless we expect that the rise in real wages will be roughly in line with productivity growth. Yet this means that there will be no further positive impulse for employment. This will – in connection with the weakening of economic activity – entail noticeably slower employment growth.

Literatur

- Arbeitsgemeinschaft Deutscher Wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute (2000). *Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 2000*. Essen.
- Blanchard, O. J. (2000). Comment on „Fitoussi, J.-P., D. Jézaz, E. S. Phelps and G. Zoega. Roots of the Recent Recoveries: Labor Reforms or Private Sector Forces?“. *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 299–304.
- (2001). Country Adjustments within Euroland. Lessons after Two Years. Cambridge, Mass. (mimeo). Forthcoming as part of the CEPR Report „Monitoring the European Central Bank“. <http://web.mit.edu/blanchar/www/latecb.pdf>

- Boss, A., K.-J. Gern, C.-P. Meier, J. Scheide und M. Schlie (1999). Für potentialorientierte Geldpolitik und Steuerwettbewerb in Euroland. *Die Weltwirtschaft* (1): 49–78.
- Clarida, R., J. Galí und M. Gertler (1999). The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature* 37 (4): 1661–1707.
- Euroframe (2001). The Economic Situation of the European Union and the Outlook for 2001–2002. European Parliament, Directorate-General for Research Working Paper. Luxembourg. http://www.europarl.eu.int/workingpapers/econ/pdf/126_en.pdf
- Eurostat (2001). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2000). *Monatsbericht*. Dezember. Frankfurt am Main.
- (2001). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- Fitz Gerald, J. (2000). Ireland's Failure – and Belated Convergence. Economic and Social Research Institute. Dublin (mimeo).
- (2001). Fiscal Policy in a Monetary Union: the Case of Ireland. Economic and Social Research Institute. Dublin (mimeo).
- Gern, K.-J., J. Gottschalk, C. Kamps, B. Sander, J. Scheide und H. Strauß (2001). Deutliche Abkühlung der Weltkonjunktur. *Die Weltwirtschaft* (1), in diesem Heft.
- Gern, K.-J., C. Kamps, C.-P. Meier und J. Scheide (2000). Euroland: Konjunktur überschreitet Höhepunkt – wenig Anzeichen für eine New Economy. *Die Weltwirtschaft* (3): 289–316.
- Hallman, J. J., R. D. Porter und D. H. Small (1991). Is the Price Level Tied to the Monetary Aggregate in the Long Run? *American Economic Review* 81 (4): 841–858.
- Hetzl, R. L. (2000). The Taylor Rule: Is It a Useful Guide to Understanding Monetary Policy? Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 86 (2): 1–32.
- Honohan, P. (2000). Ireland in EMU: Straitjacket or Skateboard? *Irish Banking Review* (Winter): 15–31. <http://www.ibis.ie/about/pdfs/revieww00.pdf>
- Krämer, J. W., und J. Scheide (1994). Geldpolitik: Zurück zur Potentialorientierung. Kieler Diskussionsbeiträge 236. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Lane, P. R. (1998). Irish Fiscal Policy under EMU. *Irish Banking Review* (Winter): 2–9. <http://econserv2.bess.tcd.ie/plane/fiscalken1.pdf>
- McCallum, B. T. (2000). Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom, and Japan. Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 86 (1): 49–79.
- OECD (2000). *Economic Outlook* 68. December. Paris.
- (2001). *Main Economic Indicators*. January. Paris.
- O'Rourke, K., und R. Thom (2000). Irish Inflation: Appropriate Policy Responses. *Irish Banking Review* (Winter): 33–47. <http://www.ibis.ie/about/pdfs/revieww00.pdf>
- Scheide, J. (1998). Central Banks: No Reason to Ignore Money. Kieler Diskussionsbeiträge 316. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Scheide, J., und M. Trabandt (2000). Predicting Inflation in Euroland – The Pstar Approach. Kieler Arbeitspapiere 1019. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Taylor, J. B. (1993). Discretion Versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39: 195–214.
- (1999). A Historical Analysis of Monetary Policy Rules. In J. B. Taylor (Hrsg.), *Monetary Policy Rules*. Chicago.
- Tödter, K.-H., und H.-E. Reimers (1994). P-Star as a Link Between Money and Prices in Germany. *Weltwirtschaftliches Archiv* 130 (2): 273–289.