

Gern, Klaus-Jürgen; Kamps, Christophe; Scheide, Joachim

Article — Digitized Version

Euroland: Konjunkturschwäche wird überwunden

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; Kamps, Christophe; Scheide, Joachim (2001) : Euroland: Konjunkturschwäche wird überwunden, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 3, pp. 258-282

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/2656>

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: Konjunkturschwäche wird überwunden

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

Die Konjunktur in Euroland befindet sich in einer Schwächephase. Die Expansion des realen Bruttoinlandsprodukts ist im Sommerhalbjahr 2001 annähernd zum Stillstand gekommen, und die Arbeitslosigkeit sinkt seit dem Frühjahr nicht mehr. Damit ist die konjunkturelle Aufwärtsbewegung bereits zum dritten Mal seit der Rezession 1992/93 unterbrochen worden. Maßgeblich war auch in den beiden anderen Phasen – 1995 und 1998 – die Abnahme der Impulse aus dem Ausland. So ließ die Exportdynamik 1995 vor allem deshalb nach, weil sich die europäischen Währungen erheblich aufgewertet hatten. Im Jahr 1998 war die weltweite Nachfrageschwäche als Folge der Krisen in Asien und in Russland ausschlaggebend für einen Einbruch bei den Ausfuhren. Auch der jetzige Abschwung ist von einer nachlassenden Dynamik bei den Exporten gekennzeichnet, nachdem der ausgeprägte Boom in der übrigen Welt abrupt endete. Zudem hat die Binnennachfrage im Euroraum an Schwung verloren. Belastend war zum einen der Anstieg der Rohölpreise, der im laufenden Jahr noch nachwirkt; zum anderen erhöhte sich im Frühjahr das Preisniveau als Folge der Tierseuchen sprunghaft. Hinzu kam, dass die Leitzinsen bereits im vergangenen Jahr angehoben worden waren. Es waren also sowohl nachfrage- als auch angebotsseitige Einflüsse, welche die Konjunktur im laufenden Jahr gedämpft haben. Der einzige bedeutende positive Impuls ergab sich durch die umfangreichen Steuersenkungen.

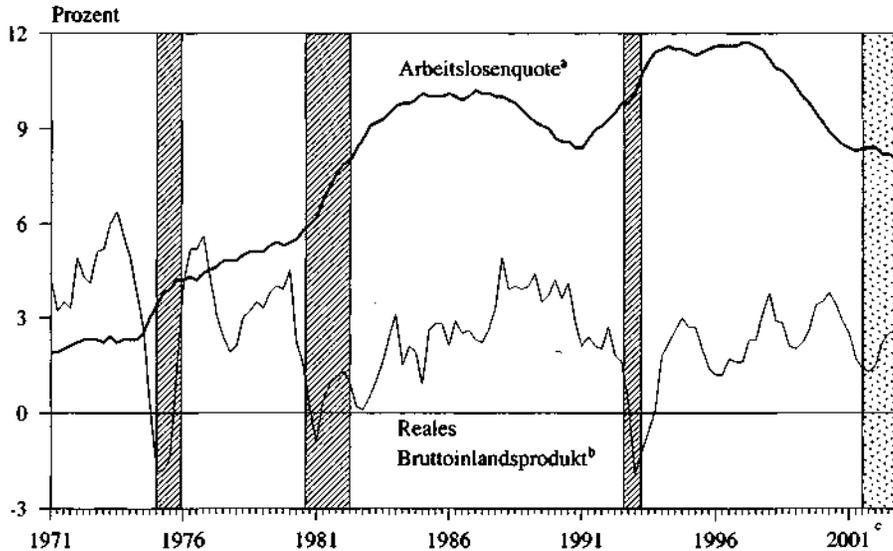
Keine Rezession

Alles in allem hat sich die konjunkturelle Lage stärker verschlechtert, als von den meisten Beobachtern – auch von uns – erwartet worden war. Die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten hat sich in ähnlichem Ausmaß verringert wie in den beiden Schwächephasen in den neunziger Jahren, diesmal allerdings ausgehend von einem deutlich höheren Niveau; dementsprechend ist der Grad der Unterauslastung derzeit geringer.¹ Von daher ist es verfehlt, die Lage zu dramatisieren; von einer rezessiven Entwicklung kann man nicht sprechen.² Dies gilt erst recht, wenn man die drei schweren Rezessionen in den vergangenen drei Jahrzehnten zum Vergleich heranzieht. In den Jahren 1974/75, 1980/82 und 1992/93 waren jeweils ein scharfer Einbruch bei der Produktion und ein massiver Anstieg der Arbeitslosigkeit zu beobachten (Schaubild 1); der Output

¹ Auf Basis der Potentialschätzungen der OECD (2001b: 241) ergibt sich für das Jahr 2001 ein Output Gap (Abweichung des realen Bruttoinlandsprodukts vom Potential in Relation zum Potential) von etwa –0,8 Prozent. Er betrug 1996 und 1999, also in den beiden Jahren des zyklischen Tiefpunkts, –2,5 bzw. –1,3 Prozent.

² Allerdings wurde der Industriesektor von der Konjunkturschwäche in jüngster Zeit besonders hart getroffen; dabei spielt die starke Abnahme des Exportanstiegs eine wesentliche Rolle. Eine rezessive Entwicklung ließe sich also allenfalls für diesen Sektor konstatieren.

Schaubild 1: Reales Bruttoinlandsprodukt und Arbeitslosenquote im Euroraum



^a Die Daten für die Arbeitslosenquote stammen für den Zeitraum 1970–1998 aus der Datenbank der EZB (Fagan et al. 2001). Ab 1999 wurde auf Eurostat-Daten zurückgegriffen. – ^b Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent. Die Daten für das reale Bruttoinlandsprodukt ab 1991 stammen von Eurostat. Für den Zeitraum 1970–1990 wurden die Eurostat-Daten mit den jährlichen Zuwachsraten von Fagan et al. (2001) verkettet. Die schraffierten Flächen geben die drei Rezessionen im Euroraum an. – ^c Ab 2001 III: Prognose.

Quelle: Fagan et al. (2001), Eurostat (2001), eigene Berechnungen und Prognosen.

Gap sank in diesen drei Phasen in den Ländern des Euroraums jeweils um rund 5 Prozentpunkte oder mehr. Auch waren die Schocks, die jeweils Auslöser für die tiefen Rezessionen waren, vergleichsweise dramatisch. So verminderte der Schub bei den Rohölpreisen in den beiden Rezessionen 1974/75 und 1980/82 die Realeinkommen etwa doppelt so stark wie jetzt. Hinzu kam in jenen beiden Phasen, dass die Notenbanken die Leitzinsen massiv – in einigen Ländern um nicht weniger als 10 Prozentpunkte – heraufsetzten. In der Rezession 1992/93 war der Bremskurs der Notenbanken ebenfalls viel schärfer als 1999/2000, nicht zuletzt weil sich die Inflation wesentlich stärker beschleunigt hatte und die Kapitalmarktzinsen zuvor ein sehr hohes Niveau erreicht hatten. Zu den inflationären Spannungen in allen drei Rezessionen hatte nicht zuletzt die Lohnpolitik beigetragen, denn die Lohnsteigerungen gingen in den Vergleichsperioden jeweils – teilweise erheblich – über den Verteilungsspielraum hinaus. Im Gegensatz dazu verhielt sich die Lohnpolitik in jüngster Zeit moderat, und die Kapitalmarktzinsen blieben vergleichsweise niedrig, so dass die Konjunktur von dieser Seite ebenfalls nicht gedämpft wurde.

Konjunktur fängt sich wieder

Da derart massive Schocks in jüngster Zeit nicht zu beobachten waren und ähnlich starke inflationäre Spannungen ausgeblieben sind, ist nicht damit zu rechnen, dass sich der konjunkturelle Abschwung verschärft und in eine Rezession mündet. Vielmehr gibt es eine Reihe von Faktoren, die dafür sprechen, dass sich die Wirtschaft in Euroland schon in den kommenden Monaten wieder fängt. Denn die Einflüsse, die bislang die Konjunktur gedämpft haben, werden nach und nach an Wirkung verlieren. Einmal ist damit zu rechnen, dass sich die Weltwirtschaft bald erholt. Die Impulse für den Export bleiben zwar zunächst begrenzt, da die Belebung in den Vereinigten Staaten nicht kräftig sein wird (Gern et al. 2001b); doch schon das Ende des dortigen Abschwungs wird die Stimmung in der europäischen Wirtschaft recht schnell verbessern. Die Binnenkonjunktur wird sich im Euroraum beleben, zumal die dämpfenden Einflüsse von der Preisseite nachlassen. So hat sich der Anstieg der Importpreise bereits deutlich zurückgebildet; die Terms of Trade dürften sich sogar leicht verbessern, wenn, wie hier unterstellt, der Euro weiter an Wert gewinnt. Dies wird die Unternehmen auf der Kosten- und die Kaufkraft der Konsumenten stärken. In die gleiche Richtung wirkt der Preisrückgang bei Energie und Nahrungsmitteln. Schließlich hat die Europäische Zentralbank (EZB) auf das Nachlassen des Inflationsdrucks reagiert und die Leitzinsen leicht gesenkt, so dass die wirtschaftliche Aktivität von der Geldpolitik angeregt wird. All dies spricht dafür, dass die konjunkturellen Auftriebskräfte im Euroraum schon bald die Oberhand gewinnen. Im Verlauf des kommenden Jahres wird die Expansion des realen Bruttoinlandsprodukts ein Tempo erreichen, das in etwa der Zuwachsrate des Produktionspotentials entspricht. Dabei wird sich der Preisanstieg tendenziell verringern, und die Arbeitslosigkeit wird erneut – wenngleich nur leicht – zurückgehen.

Bei der Prognose besteht das Risiko, dass sich die Erholung noch verzögert, denn der genaue Zeitpunkt der konjunkturellen Wende lässt sich für die Vereinigten Staaten wie auch für andere Länder nur schwer vorhersagen. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass die konjunkturelle Entwicklung in jüngster Zeit geprägt wird von Anpassungen im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie, die wahrscheinlich auch nach Durchschreiten des unteren Wendepunkts noch andauern werden. Aus diesem Grund weichen wir bewusst vom Szenario eines typischen Aufschwungs mit kräftigen Produktionszuwächsen ab. Dieses Vorgehen birgt allerdings auch ein Risiko in die andere Richtung: Sollten wir den Einfluss der strukturellen Anpassung überschätzen, fiel der Produktionsanstieg kräftiger aus.

Euroland im Abschwung

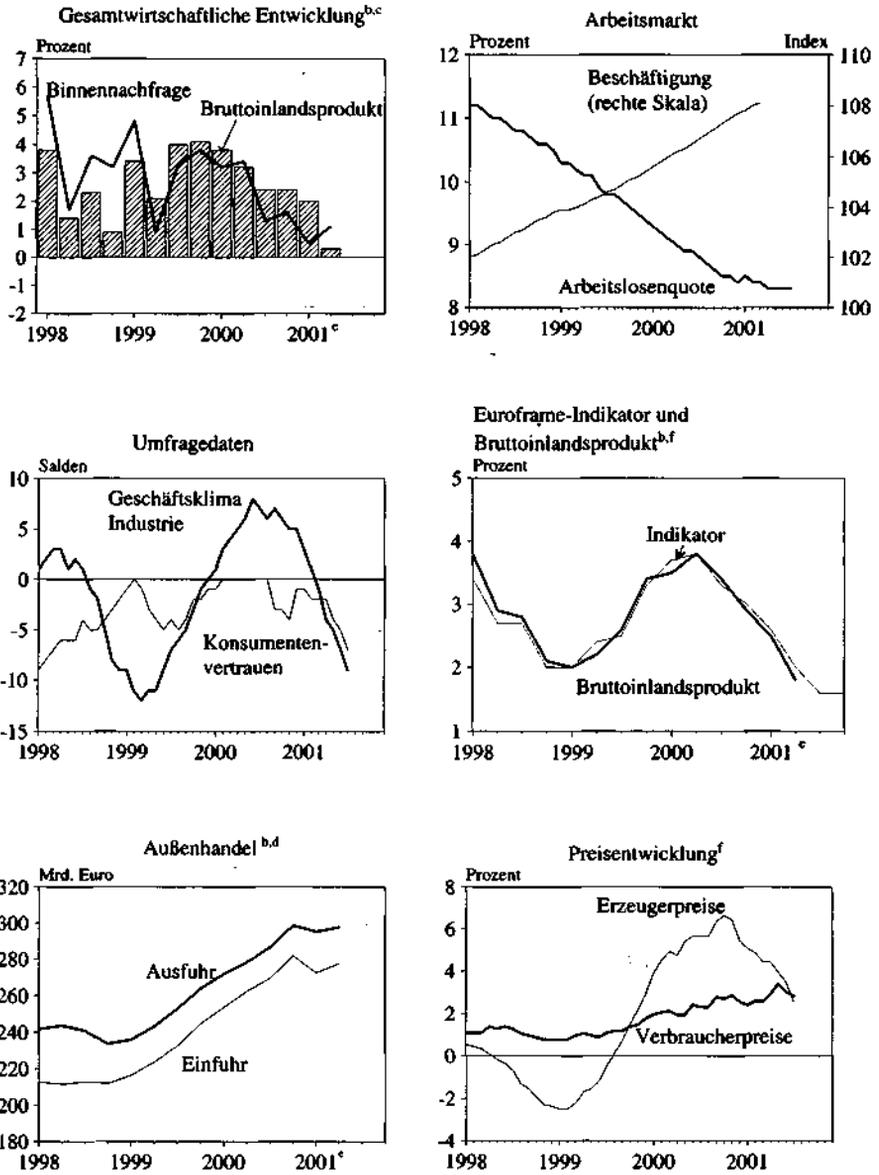
Die Konjunktur in Euroland hat sich seit Jahresanfang stark abgeschwächt. Im ersten Halbjahr 2001 expandierte das reale Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von rund 1,5 Prozent deutlich langsamer als das Produktionspotential, dessen Zuwachsrate wir auf 2,5 Prozent veranschlagen. Im zweiten Quartal stagnierte die gesamtwirtschaftliche Produktion sogar annähernd. Maßgeblich für die Abkühlung war, dass der konjunkturelle Abschwung in den Ver-

einigten Staaten zunehmend auf den Euroraum ausstrahlte. Zudem gingen vom starken Ölpreisanstieg und von der Straffung der Geldpolitik im vergangenen Jahr dämpfende Effekte aus.

Damit ist der konjunkturelle Aufschwung, der zwischen Mitte 1999 bis Mitte 2000 besonders kräftig gewesen war, von einem Abschwung abgelöst worden. Wir erwarten jedoch nicht, dass die derzeitige wirtschaftliche Flaute in eine Rezession mündet. Für unsere Einschätzung spricht, dass die binnenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen günstig sind. Der Rückgang der Notierungen am internationalen Rohölmarkt und die jüngste Aufwertung des Euro sorgen dafür, dass sich die Inflation allmählich zurückbildet. Dies hat es der Europäischen Zentralbank ermöglicht, ihre Zinsen zu senken. Außerdem können sich die deutlichen Steuersenkungen in den großen Ländern des Euroraums in kräftig steigenden real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte niederschlagen. Zudem sind die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen günstig, da die langfristigen Zinsen sowohl real als auch nominal gerechnet gegenüber ihrem jeweiligen langjährigen Durchschnitt niedrig sind. Stützend wirkt überdies, dass die Vereinigten Staaten in den kommenden Monaten ihre Konjunkturschwäche überwinden.

Auf den ersten Blick scheint die derzeitige konjunkturelle Flaute im Euroraum nicht von der weltwirtschaftlichen Abkühlung ausgelöst worden zu sein. Schaubild 2 zeigt, dass sich die wirtschaftliche Aktivität insbesondere aufgrund der verlangsamten Expansion der Binnennachfrage seit Mitte vergangenen Jahres abgeschwächt hat. Letztere dürfte im ersten Halbjahr 2001 lediglich mit einer laufenden Jahresrate von 1 Prozent zugenommen haben, nachdem sie im vergleichbaren Vorjahreszeitraum noch um 3,5 Prozent gestiegen war. Dagegen war der Außenhandel bis Ende 2000 ausgesprochen lebhaft, eine Verlangsamung setzte hier erst zu Jahresbeginn ein. Dennoch ist die Konjunkturschwäche im Euroraum größtenteils auf Einflüsse aus dem Ausland zurückzuführen, die auf die Binnennachfrage ausgestrahlt haben. Zum einen hat sich der Abschwung in den Vereinigten Staaten nicht nur über die Handelsströme auf Europa ausgewirkt. Vielmehr gab es andere Kanäle, die zunächst sogar wichtiger waren: Mit den teilweise sehr kräftigen Kursrückgängen an den US-amerikanischen Börsen, vor allem an der NASDAQ, setzte auch in Europa im Sommer vergangenen Jahres ein Umschwung ein. Rückläufige Notierungen verschlechterten die Finanzierungsbedingungen insbesondere für diejenigen Unternehmen, die einen großen Teil ihres Kapitals über die Ausgabe von Aktien beschaffen. Davon waren besonders die Investitionen von Technologiefirmen betroffen. Den Umfragen der EU-Kommission zufolge verschlechterte sich im Laufe des vergangenen Sommers die Auftragslage im verarbeitenden Gewerbe, wohl in erster Linie wegen der sich abschwächenden Auslandskonjunktur. In Erwartung einer sinkenden Kapazitätsauslastung weiteten die Unternehmen ihre Investitionen im Winterhalbjahr kaum noch aus. Zum anderen belasteten die Effekte des starken Ölpreisanstiegs die europäische Wirtschaft. Dieser Terms-of-Trade-Schock führte zu einem starken Kostenanstieg bei den Unternehmen, welcher die Investitionen zusätzlich gedämpft haben dürfte, und entzog zudem den privaten Haushalten Kaufkraft. Im zweiten Halbjahr 2000 wurden die privaten Konsumausgaben mit einer laufenden Jahresrate von rund 1,5 Prozent nur noch halb so schnell ausgeweitet wie zu

Schaubild 2: Indikatoren^a zur Konjunktur in Euroland



^a Saisonbereinigt. – ^b Real. – ^c Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate in Prozent. – ^d Handel mit Drittländern. – ^e Teilweise geschätzt. – ^f Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat (2001), Euroframe (2001), EZB (2001c).

vor. Im ersten Quartal dieses Jahres nahm der private Verbrauch hingegen wieder kräftig zu.³ Dies war auf steuerliche Maßnahmen vor allem in den großen Ländern des Euroraums zurückzuführen. So wurden die Einkommensteuern in Deutschland, aber auch in Frankreich und in Italien deutlich gesenkt.

Die Abschwächung der Weltkonjunktur schlug sich erst mit einiger Verzögerung in den Exporten des Euroraums nieder. Waren die Ausfuhren bis zur Jahreswende noch kräftig aufwärts gerichtet, so sind sie seitdem in der Grundtendenz rückläufig. Der starke Anstieg der Exporte im zweiten Halbjahr 2000 ist nicht nur auf die Euro-Abwertung, sondern vor allem auf den damals noch sehr hohen Auftragsbestand zurückzuführen. Bis zum Jahresende schmolz dieser allmählich ab, da das Volumen neuer Auslandsaufträge geringer als zuvor war. Besonders ausgeprägt war im ersten Halbjahr 2001 der Rückgang der Ausfuhren in die Vereinigten Staaten; auch die Lieferungen in das Vereinigte Königreich und nach Japan nahmen nach der Jahreswende ab. Die stützenden Effekte aus der Abwertung des Euro im vergangenen Jahr dürften inzwischen ausgelaufen sein. In den kommenden Monaten dürfte die Aufwertung des realen effektiven Wechselkurses sogar dämpfend wirken; im August lag er rund 7 Prozent über seinem Tiefstand im vergangenen Oktober.

Im Zuge der konjunkturellen Abschwächung hat sich die Lage am Arbeitsmarkt eingetrübt. Die Zahl der Beschäftigten nahm im ersten Quartal dieses Jahres nach Schätzungen der Europäischen Zentralbank nur noch mit einer laufenden Jahresrate von 1,5 Prozent zu, nach einer Rate von mehr als 2 Prozent. Im zweiten Quartal dürfte sich die Beschäftigungsdynamik deutlich abgeflacht haben. Darauf deuten die Erwerbslosenzahlen hin: Die Arbeitslosenquote war von Ende 1997 bis April 2001 auf 8,3 Prozent zurückgegangen; seitdem stagniert sie. Nichtsdestotrotz ist dies der niedrigste Stand seit mehr als zehn Jahren. Zu der positiven Entwicklung der vergangenen Jahre hat entscheidend beigetragen, dass Lohnzurückhaltung geübt wurde (Kamps und Scheide 2001: 67 ff.). Um die Beschäftigungserfolge nicht zu gefährden, ist es angezeigt, dass die Tarifparteien im Euroraum auch in den kommenden Jahren moderate Lohnabschlüsse vereinbaren.

Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe hat sich zuletzt etwas beruhigt. Im Juli lag der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) um 2,8 Prozent über seinem Vorjahresniveau. Sein Anstieg war damit deutlich niedriger als im Mai, als die Inflationsrate mit 3,4 Prozent ihren höchsten Stand seit Beginn der Währungsunion erreichte. Maßgeblich für den nachlassenden Preisdruck war die deutliche Verlangsamung des Energiepreisanstiegs. Dennoch liegt die Teuerungsrate nun schon seit mehr als einem Jahr über der von der Europäischen Zentralbank mittelfristig angestrebten Rate von maximal 2 Prozent. Auch befindet sich die so genannte Kerninflation (HVPI ohne die Preise für Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak) seit einigen Monaten geringfügig über der 2-Prozent-Marke. Zwar dürften

³ Das Zahlenmaterial in den Tabellen dieses Berichts beruht auf den Daten, die Eurostat am 3. August 2001 für das erste Quartal veröffentlicht hat. In der Zwischenzeit hat das Statistische Bundesamt revidierte Daten vorgelegt. Aus diesen geht hervor, dass die privaten Konsumausgaben in Deutschland im ersten Quartal nicht – wie zunächst berichtet – stagniert, sondern mit einer laufenden Jahresrate von 4 Prozent zugenommen haben. Dies legt nahe, dass der private Verbrauch im Euroraum im ersten Quartal deutlich stärker ausgeweitet worden sein dürfte als zunächst von Eurostat berichtet.

die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen infolge der Konjunkturschwäche in den kommenden Monaten abnehmen, aber der anhaltend starke Anstieg der Verbrauchsgüterkomponente des Erzeugerpreisindex signalisiert, dass die Verteuerung von importierten Vorleistungen im vergangenen Jahr noch nicht vollständig auf die Verbraucher überwältigt worden ist. Deshalb ist nicht damit zu rechnen, dass die Inflationsrate bis zum Jahresende unter 2 Prozent fallen wird.

Finanzpolitik: Soll am Stabilitäts- und Wachstumspakt festgehalten werden?

Der Konjunkturabschwung macht sich in den öffentlichen Finanzen des Euro-raums bemerkbar. Die Haushaltsdefizite werden in den meisten Mitgliedsländern deutlich höher ausfallen als in den Stabilitätsprogrammen vorgesehen. Im Jahr 2001 dürfte das zusammengefasste Budget in Euroland einen Fehlbetrag von 1,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt aufweisen (Tabelle 1), nachdem er im Vorjahr lediglich 0,8 Prozent (ohne Einnahmen aus der Versteigerung von UMTS-Lizenzen) betragen hatte. Die Ausweitung des Budgetdefizits ist dabei zu etwa gleichen Teilen auf die verschlechterte Konjunktur und auf diskretionäre Maßnahmen zurückzuführen. So haben insbesondere die großen Mitgliedsländer die Steuern teilweise in erheblichem Umfang gesenkt, ohne entsprechend bei den Ausgaben einzusparen. Die Staatsschulden werden sich dem Referenzwert von 60 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt weiter annähern, wengleich sich das Tempo der Schuldenreduktion merklich ver-

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

	Bruttoschulden ^a				Finanzierungssaldo ^a			
	1999	2000	2001 ^b	2002 ^b	1999	2000	2001 ^b	2002 ^b
Deutschland	61,3	60,5	59,5	59,6	-1,6	1,2	-2,5	-2,2
Frankreich	58,7	58,0	57,0	56,0	-1,6	-1,3	-1,7	-1,5
Italien	114,5	110,2	109,0	106,5	-1,8	-0,3	-2,6	-2,3
Spanien	63,4	60,6	58,0	55,5	-1,2	-0,3	0,0	0,3
Niederlande	63,2	56,3	53,5	50,5	1,0	2,0	0,5	0,5
Belgien	116,4	110,9	106,5	102,0	-0,7	0,0	0,0	0,3
Österreich	664,7	62,8	61,5	60,0	-2,1	-1,1	-1,0	-0,7
Finnland	46,9	44,0	41,0	38,0	1,8	6,7	3,5	3,5
Griechenland	104,6	103,9	101,0	98,0	-1,8	-0,9	-0,9	-0,5
Portugal	55,0	53,8	53,5	52,5	-2,0	-1,4	-1,7	-1,4
Irland	50,1	39,1	34,0	29,5	2,1	4,5	2,0	2,0
Luxemburg	6,0	5,3	5,0	5,0	4,7	5,3	3,5	3,0
Euroland	72,0	69,7	68,8	67,5	-1,2	0,3	-1,5	-1,3

^a In Prozent des Bruttoinlandsprodukts. – ^b Prognose.

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

langsam. Im kommenden Jahr dürfte das Budgetdefizit leicht auf 1,3 Prozent sinken, worauf neben der verbesserten Konjunktur eine etwas verstärkte Ausgaben- disziplin hinwirkt.

Auf Grundlage der im Winter vorgelegten Stabilitätsprogramme ergibt sich für 2001 ein von den Regierungen geplantes Budgetdefizit von nur 0,6 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Ist die Differenz in Höhe von 0,9 Prozentpunkten im Vergleich zum prognostizierten Budgetdefizit allein auf die passive Reaktion der öffentlichen Finanzen auf die Konjunktur, also auf das Wirken der so genannten automatischen Stabilisatoren, zurückzuführen? Wird eine Elastizität des Budgetsaldos in Bezug auf den Output Gap von 0,5 unterstellt (OECD 1999: 147), so lässt sich bei der von uns prognostizierten Veränderung des Output Gaps um rund 0,8 Prozentpunkte eine zyklische Komponente der Defizitveränderung in Höhe von 0,4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts errechnen. Die verbleibende Diskrepanz (0,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts) ist auf eine Unterschätzung des strukturellen Budgetdefizits zurückzuführen. Sie rührt zum einen daher, dass die Regierungen insbesondere Deutschlands, Frankreichs und Italiens in ihren Stabilitätsprogrammen von überhöhten Wachstumsannahmen ausgegangen sind.⁴ Die Wachstumsannahme ist im Fall Italiens besonders optimistisch: Die für die Jahre 2000–2004 unterstellte durchschnittliche Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts wurde in Italien in den neunziger Jahren in keinem Jahr erreicht, geschweige denn überschritten. Insofern hätten sich in den Ländern mit überhöhten Wachstumsannahmen auch ohne die Konjunkturschwäche über den Planungen liegende Budgetdefizite eingestellt. Zum anderen scheinen im Euro- raum insgesamt die Einnahmehausfälle im Gefolge der Steuerreformen unterschätzt worden zu sein.

Im Zusammenhang mit der Überschreitung der Defizitziele ist in der Öffentlichkeit und teilweise auch in der Wissenschaft der Ruf laut geworden, den Stabilitäts- und Wachstumspakt abzuschaffen oder wenigstens zu modifizieren. Der Pakt zwingt die Finanzpolitik, in einem Konjunkturabschwung einen restriktiven Kurs einzuschlagen, um das Defizitziel einzuhalten. Damit werde eine prozyklische Politik betrieben. Allerdings stellt diese Kritik eine Fehlinterpretation des Stabilitäts- und Wachstumspakts dar. Er zielt im Kern auf den strukturellen Budgetsaldo, da das mittelfristige Ziel eines Budgetausgleichs durchaus das freie Wirken der automatischen Stabilisatoren zulässt (Artis und Buti 2000: 564). Deshalb wäre es in der Tat hilfreich, die Regierungen formulierten in ihren Stabi-

⁴ Ein Beispiel kann diesen Punkt verdeutlichen: Angenommen, das Produktionspotential wachse in einem Land um 2 Prozent pro Jahr, die Regierung dieses Landes unterstelle jedoch ein langfristiges Wachstum von 3 Prozent. In einem beliebigen Jahr steige nun das unbereinigte Defizit um 0,5 Prozentpunkte bei einer Ausweitung der Produktion in Einklang mit dem Potential, also um 2 Prozent. Die Regierung würde in einer solchen Situation behaupten, dass das strukturelle Budgetdefizit unverändert geblieben sei, da sich der Output Gap, gemessen an ihrer Wachstumsannahme, um einen Prozentpunkt verändert habe und dies bei einer Elastizität des Budgetsaldos in Bezug auf den Output Gap von 0,5 einen Anstieg der zyklischen Komponente des Budgetdefizits um 0,5 Prozentpunkte impliziere. Tatsächlich aber hätte sich der Output Gap richtig gemessen nicht verändert, so dass die Erhöhung des Budgetdefizits in vollem Umfang dem strukturellen Defizit zugerechnet werden müsste.

litätsprogrammen einen Zielpfad für das strukturelle Budgetdefizit statt wie bisher für das unbereinigte Defizit. Dabei sollten den Projektionen des strukturellen Defizits realistische Wachstumsannahmen, z. B. auf der Grundlage der Potentialschätzungen der internationalen Organisationen, zugrunde gelegt werden. Dies wäre übrigens auch bei der jetzigen Ausgestaltung der Stabilitätsprogramme dringend angeraten, um deren Glaubwürdigkeit zu erhöhen.

Teilweise wurde in den vergangenen Monaten auch die Forderung erhoben, die Regierungen sollten in den Stabilitätsprogrammen Ziele für die Ausgaben statt für das Budgetdefizit vorlegen. Diese Zielgröße sei von den Regierungen einfacher zu kontrollieren, da die Sensitivität der Staatsausgaben in Bezug auf Konjunkturschwankungen geringer sei als diejenige des Haushaltssaldos. Zwar ist diese Aussage richtig, da die Steuereinnahmen nach Schätzungen der OECD (1999: 147) ungefähr viermal so stark auf Änderungen des Output Gaps reagieren wie die Staatsausgaben. Dies begründet aber für sich genommen nicht die Überlegenheit eines Ausgabenziels. Während sich die EU-Regierungen im Vorfeld der Währungsunion auf das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts einigen konnten, wäre eine Übereinkunft auf eine einheitliche Zielmarke für die Staatsausgabenquote wohl kaum zu erreichen. Dafür unterscheiden sich diese Quoten in den Mitgliedstaaten zu stark: Die Bandbreite reicht von 30 Prozent (Irland) bis knapp 52 Prozent (Frankreich), bei einem Durchschnitt für den Euroraum von knapp 45 Prozent. Nach unserer Einschätzung reflektiert dieses Bild starke Unterschiede in den Präferenzen der Mitgliedstaaten. Die ökonomische Theorie liefert keine Hinweise darauf, dass es optimal sein sollte, wenn verschiedene Länder ein einheitliches Niveau der Staatsausgabenquote anstreben. Würden stattdessen länderspezifische Ausgabenziele vorgegeben, ergäben sich gravierende Probleme. So könnte entweder die Europäische Kommission für jedes einzelne Land ein Ausgabenziel vorgeben. Dies hätte den Vorteil, dass diejenige Instanz, welche die Ziele überwacht, sie auch vorgibt. Allerdings würden dann möglicherweise Ausgabenziele vorgeschrieben, die nicht im Einklang mit den Präferenzen der Bürger in den jeweiligen Ländern stünden. Alternativ könnte jedes Land selbst ein Ausgabenziel definieren. Diese Vorgehensweise entspräche dem Subsidiaritätsprinzip. Hier bestünde aber die Gefahr, dass die Regierungen insbesondere in den Ländern mit hohen Staatsausgabenquoten wenig ehrgeizige Ziele – möglicherweise sogar ein Festhalten am Status quo – festschrieben. Die Politökonomie legt zudem nahe, dass die Regierungen ihre Wahlchancen durch zusätzliche Steuerenkungen zu erhöhen versuchen würden, wenn die Beschränkung der Defizite nicht mehr gelten würde. Im Ergebnis käme es wohl zu hohen Haushaltsdefiziten und einem erneuten Anstieg der Staatsverschuldung. Damit gingen die Konsolidierungserfolge seit Mitte der neunziger Jahre verloren.

Wohl aber gibt es überzeugende Gründe für das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts. So hängen die Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank und ihr Erfolg bei der Wahrung der Preisstabilität davon ab, ob es gelingt, in der Währungsunion exzessive Haushaltsdefizite zu vermeiden. Verfolgten die europäischen Regierungen eine Politik permanent hoher Budgetdefizite, so wäre es der Notenbank auf Dauer unmöglich, die Preisstabilität zu garantieren. Im Laufe der Zeit würde der politische Druck auf sie immer stärker, so dass sie schließ-

lich zu einer Monetisierung der akkumulierten Staatsschuld gezwungen wäre (Sargent 1999: 1472).⁵ Darüber hinaus ist eine Wiederaufnahme der Konsolidierungsbemühungen angezeigt, um die Staatsfinanzen auf die Folgen der demographischen Alterung vorzubereiten. In den kommenden Jahrzehnten werden die Staatsausgaben aufgrund der ungünstigen demographischen Entwicklung und der vorwiegend umlagefinanzierten sozialen Sicherungssysteme in der Europäischen Union stark ansteigen.

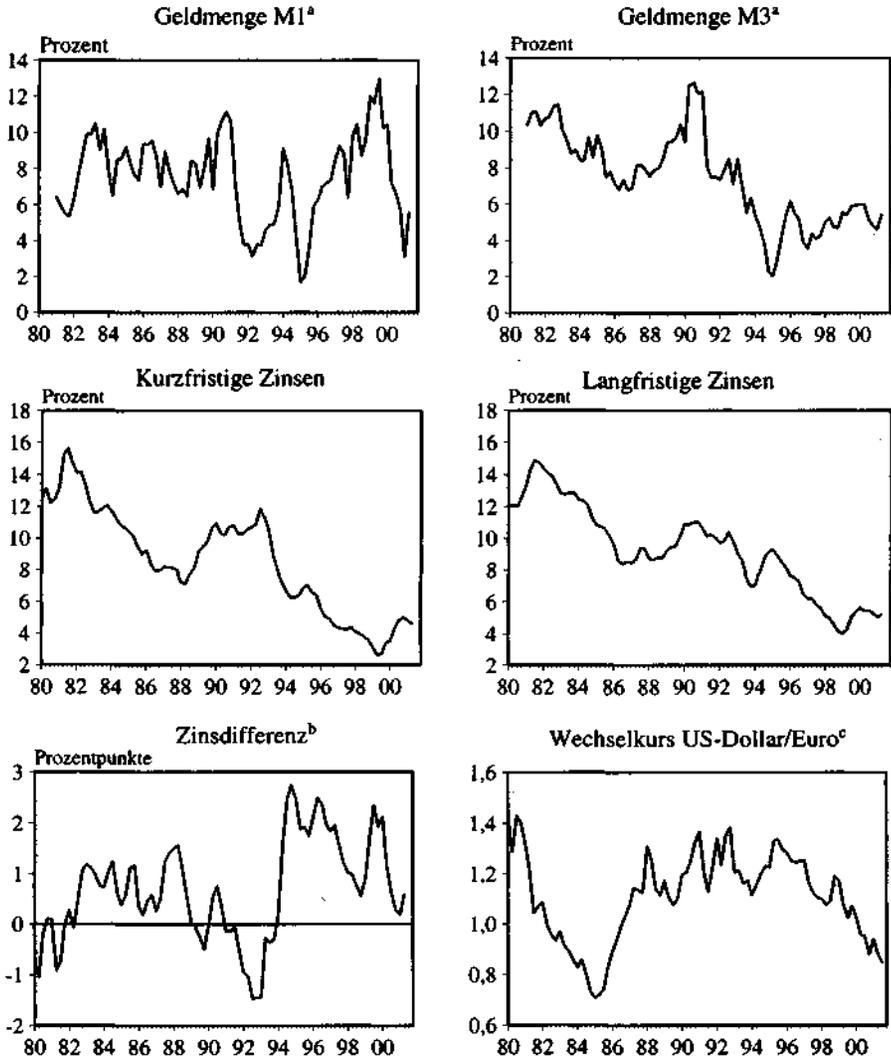
Alles in allem erscheint es sinnvoll, am Stabilitäts- und Wachstumspakt mit seinem Fokus auf die Einhaltung eines Defizitziels festzuhalten. Dabei ist es wichtig, das Defizitziel im Sinne eines ausgeglichenen strukturellen Budgets zu interpretieren. Im konjunkturellen Abschwung impliziert dies, dass vorübergehend ein höheres Budgetdefizit in Kauf genommen werden sollte. Generell haben es die Regierungen der großen Länder in den vergangenen beiden Jahren aber versäumt, ihre Konsolidierungsbemühungen zu intensivieren. Zudem sind die Steuersenkungen zu Jahresbeginn nicht durch entsprechende Ausgabeneinsparungen gegenfinanziert worden. Dies sollte jedoch nachgeholt werden, denn so begrüßenswert sinkende Steuern unter Effizienzgesichtspunkten sind, von Dauer ist die niedrigere Steuerlast nur dann, wenn der Staatssektor in gleichem Ausmaß schrumpft. Insofern können ehrgeizige Ausgabenziele die notwendigen Konsolidierungsbemühungen sinnvoll ergänzen. Ein gleichwertiger Ersatz für das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts sind sie hingegen nicht.

Gratwanderung der EZB

Die Europäische Zentralbank hat Ende August die Leitzinsen zum zweiten Mal in diesem Jahr gesenkt. Damit beträgt der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte 4,25 Prozent, die übrigen Leitzinsen wurden entsprechend verringert. In der Folge haben sich die Geldmarktzinsen zurückgebildet. Der Satz für Dreimonatsgeld beläuft sich auf 4,3 Prozent und ist um einen halben Prozentpunkt niedriger als vor einem halben Jahr. Der kurzfristige Realzins – näherungsweise berechnet auf Basis des Anstiegs der Kerninflationsrate gegenüber dem Vorjahr – liegt bei etwas mehr als 2 Prozent und damit merklich unter seinem langjährigen Durchschnitt von etwa 3 Prozent. Von daher gehen von der Geldpolitik anregende Wirkungen auf die Konjunktur aus. Dies entspricht der Intention der EZB, die bei ihrer jüngsten Zinsentscheidung auf die Risiken für die weitere Konjunktorentwicklung hingewiesen hat (Duisenberg 2001b).

⁵ Eine weitere Begründung für das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts lässt sich aus der so genannten "Fiscal Theory of the Price Level", welche in den vergangenen Jahren in der wissenschaftlichen Literatur viel Beachtung gefunden hat, ableiten. Die Anhänger dieser Theorie vertreten die Hypothese, dass die Zentralbank das Preisniveau nicht kontrollieren kann. Letzteres sei weder über die Zinsen noch über die Geldmenge zu steuern. Vielmehr passe sich das Preisniveau stets so an, dass die intertemporale Budgetrestriktion des Staates nicht verletzt werde. Exzessive Defizite führen laut dieser Theorie automatisch zu einem Preisanstieg, ohne dass eine expansive Geldpolitik notwendig sei. Somit stellen auch in dieser – aufgrund ihrer Implikationen für die Geldpolitik umstrittenen – Theorie gesunde Staatsfinanzen in Form eines mittelfristigen Budgetausgleichs eine Voraussetzung für Preisstabilität dar (Christiano und Fitzgerald 2000).

Schaubild 3: Ausgewählte monetäre Indikatoren in Euroland 1980–2001



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

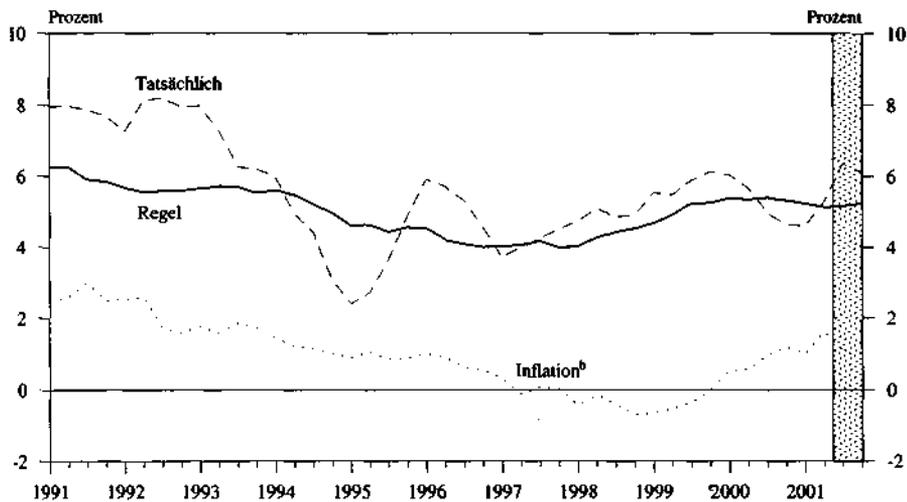
Quelle: EZB (2001c).

Die Kapitalmarktzinsen haben sich in den vergangenen Monaten kaum verändert (Schaubild 3). Die Rendite für 10-jährige Staatsanleihen betrug zuletzt 5,2 Prozent; in realer Rechnung liegt sie unter dem Wert, der sich im langjährigen Durchschnitt ergibt. Die Geldmenge M3 ist in den vergangenen Monaten beschleunigt gestiegen; sie nahm von Januar bis Juli mit einer laufenden Jahresrate

von fast 8 Prozent zu. Damit hat sich die Zuwachsrates des zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitts, den die EZB bei ihrer Interpretation der Geldmengenentwicklung heranzieht, wieder vom Referenzwert entfernt, nachdem dieser im Frühjahr vorübergehend von oben berührt worden war. Dagegen bewirkt die jüngste Aufwertung des Euro für sich genommen eine Verschlechterung der monetären Rahmenbedingungen; der reale effektive Wechselkurs der europäischen Währung lag im August um rund 7 Prozent über seinem Tiefpunkt im Oktober 2000. Alles in allem sind die monetären Rahmenbedingungen im Euroraum günstig.

Der jüngste Zinsschritt der EZB lässt sich vor dem Hintergrund der ersten Säule der geldpolitischen Strategie nicht begründen. Anders als noch bei der Zinssenkung im Mai dieses Jahres sprach die Geldmengenentwicklung gegen einen solchen Schritt, denn M3 ist in den vergangenen Monaten spürbar rascher gestiegen als angestrebt. Im Mai hatte die EZB ihre Maßnahme unter anderem mit der Abnahme der Geldmengenexpansion begründet (Duisenberg 2001a). Eine lang anhaltende Zunahme der Geldmenge um 6 Prozent – also der zuletzt beobachteten Rate – führt nach Einschätzung der EZB dazu, dass unter den üblicherweise gesetzten Bedingungen die Preisniveaustabilität, so wie sie die EZB definiert, verfehlt wird. Zu demselben Ergebnis kommt man, wenn man analog zur McCallum-Regel diejenige Rate des Geldmengenwachstums berechnet, die mit dem impliziten Ziel für die Inflationsrate von 1,5 Prozent kompatibel ist (Schaubild 4). Danach wurde das Stabilitätsziel in den beiden vergangenen Jahren auch deshalb überschritten, weil die Geldmenge eine Zeit lang zu rasch zugenommen hatte.

Schaubild 4: Geldmengenexpansion in Euroland^a: Tatsächliche Werte und Werte nach der McCallum-Regel



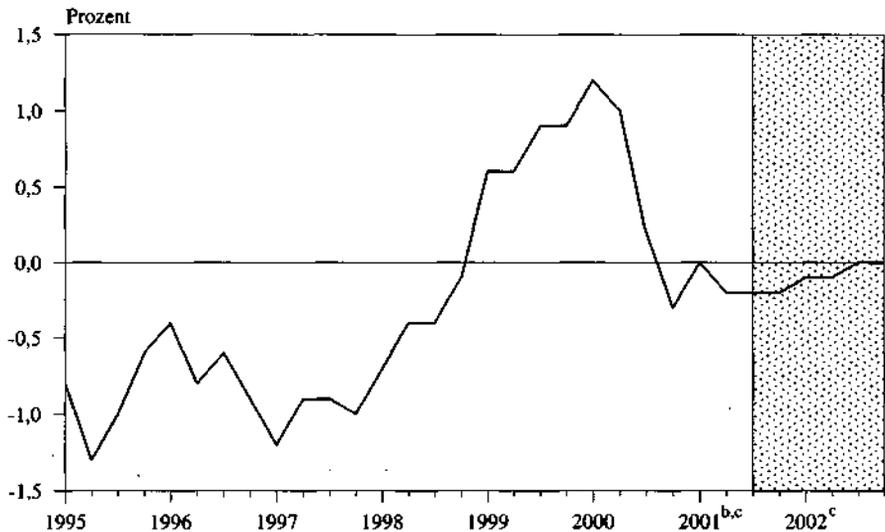
^a Veränderungen der Geldmenge M3 gegenüber dem Vorjahr in Prozent. – ^b Veränderungsrate des HVPI gegenüber dem Vorjahr in Prozent abzüglich 1,5 Prozent (implizites Inflationsziel). – ^c Ab 2001 III: Prognose.

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

Was die zweite Säule betrifft, so ist bedeutsam, dass der Anstieg des HVPI in den vergangenen Monaten weiterhin deutlich über 2 Prozent lag. Jedoch haben sich die Perspektiven für die Preisentwicklung, die von der EZB im Rahmen der veröffentlichten Projektionen herangezogen werden, verbessert. Lag der Mittelwert für den erwarteten Preisanstieg im Jahr 2002 im Rahmen der jüngsten Projektion vom Juni dieses Jahres noch bei 1,8 Prozent (EZB 2001a: 53), dürfte er nun niedriger ausfallen. So deuten die jüngsten Preisdaten darauf hin, dass das Niveau des HVPI durch die Preisschübe bei Energie und Nahrungsmitteln größtenteils nur vorübergehend schneller gestiegen ist. Ferner hatte die EZB bei ihrer Projektion im Juni noch eine günstigere Konjunktur erwartet. Alles in allem wäre es allerdings wegen der gegenläufigen Signale, welche von den beiden Säulen der geldpolitischen Strategie ausgehen, sinnvoll gewesen, die Zinsen unverändert zu lassen.

Der jüngste Zinsschritt lässt sich hingegen begründen, wenn Folgendes erfüllt ist: Beide Säulen der geldpolitischen Strategie müssen in nächster Zeit anzeigen, dass die Preisniveaustabilität nicht gefährdet ist. So darf die hohe Geldmengenerweiterung in der jüngsten Zeit nur eine vorübergehende Abweichung vom stabilitätsgerechten Pfad darstellen. Für eine Überzeichnung spricht, dass es im Früh-

Schaubild 5: Preislücke^a im Euroraum



^a Die Preislücke ist die Differenz zwischen dem gleichgewichtigen Preisniveau, das durch die Geldmenge bestimmt wird, und dem tatsächlichen Preisniveau. Sie ergibt sich als Summe aus dem Output Gap und aus der Abweichung des Trends der Umlaufgeschwindigkeit von ihrem aktuellen Wert. Vgl. Scheide und Trabandt (2000) für eine ausführliche Darstellung. – ^b 2001 II: Eigene Schätzung. – ^c Ab 2001 III: Prognose.

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

jahr zu einem kräftigen Preisschub im Euroraum gekommen ist, in dessen Folge die Nachfrage nach Transaktionskasse zugenommen hat. Inzwischen ist dieser aber abgeklungen; daher ist damit zu rechnen, dass sich die Zuwachsrate der Geldmenge wieder zurückbildet. Ferner lässt die Tatsache, dass die konjunkturelle Expansion weiterhin niedriger ist als die Wachstumsrate des Produktionspotentials, eine eher moderate Zunahme der Geldmenge in nächster Zeit erwarten.

Für einen deutlichen Rückgang der Inflation in nächster Zeit sprechen wichtige Indikatoren. So ist die Preislücke, die im Rahmen des P-Stern-Modells für die Inflationsprognose berechnet wird (Kamps und Scheide 2001: 67), im Verlauf des vergangenen Jahres negativ geworden (Schaubild 5); ferner erwarten wir nicht, dass es zu Störungen seitens der Lohnpolitik, des Wechselkurses oder der Rohölpreise kommt. Auch die von der EZB berechnete reale Geldlücke, welche die Abweichung der tatsächlichen realen Geldmenge von einer realen Gleichgewichtsgeldmenge widerspiegelt (EZB 2001a: 52), deutet auf eine Abnahme der Inflation in nächster Zeit hin; dies liegt unter anderem daran, dass die reale Geldmenge durch den hohen Anstieg des Preisniveaus gemindert wurde.

All dies heißt jedoch nicht, dass die Preisniveaustabilität nun auf Dauer gesichert wäre. Entscheidend für die Preisentwicklung auf mittlere Sicht ist nach wie vor die stabilitätsgerechte Ausdehnung der Geldmenge. Die Preislücke oder die Geldlücke dürfen also nicht dadurch vergrößert werden, dass die Geldmenge rascher expandiert, als es mit dem impliziten Inflationsziel von 1,5 Prozent vereinbar ist. Von dieser Bedingung sollten etwaige weitere Zinsschritte der EZB abhängig gemacht werden. Wir erwarten, dass die Geldmenge nach Abklingen der Sondereinflüsse wieder deutlich langsamer zunimmt als in den vergangenen Monaten und dass die EZB die Leitzinsen abermals um 25 Basispunkte senkt. Ein größerer Zinsschritt wäre mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht mehr mit Preisniveaustabilität vereinbar.

Preisklima bleibt von der Lohnseite her günstig

Auf die Einschätzung der Aussichten für die Inflation – die zweite Säule in der Strategie der EZB – hat die Lohnpolitik maßgeblichen Einfluss. Die EZB hat immer wieder, beispielsweise in ihren Monatsberichten, darauf hingewiesen, dass die Lohnentwicklung zu den Faktoren zählt, die Aufwärtsrisiken für die Inflation mit sich bringen kann (z. B. EZB 2001b: 6). Aus der Sicht der EZB sind Lohnabschlüsse dann akzeptabel, wenn von den Lohnstückkosten im Euroraum insgesamt keine Inflationsimpulse ausgehen.⁶ In den Jahren 1997–2000 stiegen die Lohnstückkosten mit durchschnittlich 0,8 Prozent pro Jahr stabilitäts-

⁶ Eine lohnpolitische Empfehlung hängt darüber hinaus davon ab, welche Beschäftigungsziele verfolgt werden. Sie kann sich von Land zu Land unterscheiden, je nachdem, ob sich die jeweilige Wirtschaft in einem Zustand der Unterbeschäftigung oder der Vollbeschäftigung bzw. sogar Überbeschäftigung befindet. So sollte in einem Land mit hoher Arbeitslosigkeit der Lohnanstieg hinter dem Produktivitätsanstieg (zuzüglich tolerierter Inflation) zurückbleiben, um die Beschäftigung anzuregen, wohingegen bei leergefegtem Arbeitsmarkt die Reallöhne sogar über das Produktivitätswachstum hinausgehen sollten, um das Gleichgewicht am Arbeitsmarkt wieder herzustellen.

gerecht, selbst wenn man berücksichtigt, dass zuletzt ein Teil des Produktivitätsanstiegs konjunkturell bedingt war. Um einem Anziehen der Löhne zu begegnen, forderte die EZB (2001a: 6) die Tarifparteien auf, "uneingeschränkt darauf zu vertrauen, dass die Geldpolitik die Preisstabilität auf mittlere Sicht gewährleistet".

Die Gefahr, dass der Pfad der moderaten Lohnpolitik verlassen wird, besteht vor allem deshalb, weil der Preisanstieg auf der Verbraucherebene im Verlauf des vergangenen Jahres und zu Beginn dieses Jahres unerwartet hoch ausgefallen ist. Die Realeinkommen blieben mithin hinter den Erwartungen zurück. Während die Ursache hierfür im Wesentlichen in den adversen Schocks zu sehen ist, die sich durch den drastischen Ölpreisanstieg und die BSE-Krise ergaben, so ist doch in der Vergangenheit in vergleichbaren Situationen – beispielsweise nach dem Ölpreisschock Mitte der siebziger Jahre – der Versuch gemacht worden, diesem Realeinkommensverlust durch stärkere Lohnanhebungen zu begegnen. Diese Politik erhöhte Kosten und Preise weiter und mündete in eine Lohn-Preis-Spirale, die letztlich durch einen geldpolitischen Restriktionskurs – um den Preis einer Rezession – gebrochen werden musste.

Bislang lässt sich für den Euroraum eine nennenswerte Beschleunigung des Lohnauftriebs nicht erkennen. Von den europäischen Wirtschaftsforschungsinstituten war im Frühjahr erwartet worden, dass der Anstieg der Stundenlöhne für den gegenüber dem Jahr 2000 unverändert bleiben würde (Tabelle 2). Dabei ist

Tabelle 2: Anstieg der Stundenlöhne in Euroland (Prozent)^a

	Gewicht ^b in Prozent	2000	2001 ^c	2002 ^c
Deutschland	30,8	2,0	2,1	2,4
Frankreich	19,0	4,6	3,3	3,2
Italien	16,6	2,5	2,9	2,3
Spanien	11,6	2,4	2,4	2,5
Niederlande	5,6	4,0	4,7	4,0
Portugal	3,7	5,8	5,5	5,3
Österreich	3,3	2,7	4,0	3,2
Belgien	3,2	3,3	3,6	3,5
Griechenland	3,1	3,9	4,0	3,6
Finland	1,9	3,8	4,2	3,2
Irland	1,4	7,8	11,1	9,8
Euroland	100,0	3,1	3,1	3,0

^a Die Definition der Stundenlöhne ist für die Länder im Einzelnen unterschiedlich. Deshalb ist ein Vergleich zwischen den Ländern nur begrenzt möglich. Angaben der AIECE-Institute; für Portugal und Österreich Prognosen der OECD bezogen auf das Arbeitnehmerentgelt je Beschäftigten im privaten Sekt. – ^b Gewichtet auf Basis der Zahl der Erwerbspersonen. – ^c Prognose (Frühjahr 2000).

Quelle: Gern et al. (2001a), OECD (2001b), eigene Berechnungen.

freilich anzumerken, dass für Frankreich in diesem Jahr ein spürbar geringerer Anstieg der Löhne auf Stundenbasis zu erwarten ist als im vergangenen Jahr, in dem sie durch die Einführung der 35-Stunden-Woche nach oben getrieben worden waren. Für die weitaus meisten übrigen Länder ergibt sich also eine geringfügige Beschleunigung beim Lohnzuwachs. Lediglich für einige kleinere Länder, in denen sich im Zuge des konjunkturellen Aufschwungs zunehmend Engpässe am Arbeitsmarkt gezeigt hatten, so insbesondere in Irland, in den Niederlanden sowie in Finnland und in Österreich, wurde eine deutliche Zunahme des Lohnanstiegs prognostiziert. Die bisher erkennbare Entwicklung bei den Tariflöhnen bestätigt im Wesentlichen die im Frühjahr herrschende Annahme einer fortgesetzt mäßigen Lohnpolitik.

Die Gefahr, dass es zu Nachholeffekten bei den Löhnen kommen würde, bestand insbesondere in Spanien und in Italien. In Spanien sind in vielen Tarifverträgen Revisionsklauseln enthalten, nach denen die Löhne im Nachhinein angepasst werden, wenn sich die Inflation anders als erwartet entwickelt. Nachdem die Bedeutung dieser Klauseln in den vergangenen Jahren abgenommen hatte, wurden die Tarifabschlüsse in diesem Jahr in der Mehrzahl mit einer solchen Klausel ausgestattet. Damit wird die Gefahr einer Preis-Lohn-Spirale erhöht. Insgesamt dürfte der Lohnanstieg in Spanien 2001 im Vergleich zum Vorjahr zwar zunehmen; die bislang getroffenen Vereinbarungen lassen indes erwarten, dass er mit reichlich 3 Prozent weiterhin moderat bleibt. In Italien war die Inflationsrate niedriger, als bei dem für die Jahre 1999 bis 2001 gültigen Lohnabschluss explizit zugrunde gelegt worden war. Befürchtungen, es würde daraufhin zu einer Kompensation bei den anstehenden Neuverhandlungen kommen, haben sich bislang nicht bestätigt. Offenbar wird auf einen Lohnzuschlag weitgehend verzichtet; darauf deutet die Bereitschaft von zwei der drei großen Gewerkschaften hin, in der Metallindustrie einen weiteren mehrjährigen Vertrag einzugehen, der für die kommenden beiden Jahre Lohnzuwächse von etwas mehr als 2 Prozent vorsieht. Ein Abschluss steht allerdings noch aus.

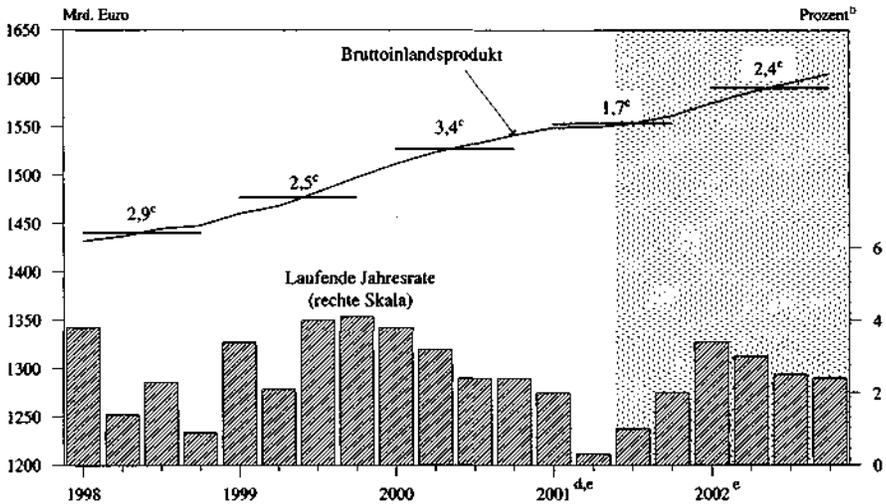
Ein Grund für die moderate Lohnentwicklung war, dass in einigen Ländern, vor allem in Deutschland, aber auch in Italien, Finnland und Irland, in weiten Bereichen der Wirtschaft Neuverhandlungen der Löhne noch gar nicht anstanden, weil im Vorjahr mehrjährige Tarifverträge ausgehandelt worden waren. Dies birgt zwar das Risiko, dass es in den 2002 anstehenden Verhandlungen zu Nachschlagsforderungen kommt. Gegen merklich kräftigere Lohnerhöhungen zu diesem Zeitpunkt spricht aber, dass sich die Situation am Arbeitsmarkt dann konjunkturbedingt eingetrübt haben wird und darum das Bemühen im Vordergrund stehen wird, die Beschäftigungsentwicklung nicht weiter zu belasten.

Alles in allem ist für 2001 und 2002 mit weiterhin moderaten Lohnzuwächsen in Euroland zu rechnen. Die Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer werden im laufenden wie im kommenden Jahr um rund 2,5 Prozent steigen, nach 2,3 Prozent im Jahr 2000. Bei dieser Lohnentwicklung werden die Lohnstückkosten dieses Jahr vor allem aufgrund der zurückgehenden Kapazitätsauslastung mit 2,1 Prozent deutlich schneller steigen als im Jahr 2000 (1 Prozent). Der von den Lohnstückkosten ausgehende Preisdruck wird im kommenden Jahr mit einsetzender konjunktureller Erholung wieder nachlassen.

Ausblick: Konjunkturelle Wende steht bevor

Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass das Tempo der Produktionsausweitung zunächst verhalten bleiben wird. Die von der Europäischen Kommission zusammengestellten Vertrauensindikatoren sind bis zuletzt deutlich gesunken. Der Index des Vertrauens in der Industrie unterschritt im Juli sogar erstmals seit den Krisen in den Entwicklungs- und Schwellenländern 1998/99 sein langjähriges Durchschnittsniveau. Hier deutet sich allerdings eine Tendenzwende an, denn die in der Zwischenzeit veröffentlichten Daten für das Geschäftsklima unter anderem in Deutschland und Belgien waren zuletzt wieder aufwärts gerichtet. Das Vertrauen der Konsumenten und der Akteure im Bausektor⁷ ist trotz eines zwischenzeitlichen Rückgangs im historischen Vergleich groß, und beim Verbrauchervertrauen zeichnet sich im Zuge des nachlassenden

Schaubild 6: Reales Bruttoinlandsprodukt^a in Euroland



^a Saison- und arbeitstäglich bereinigt. – ^b Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. – ^c Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. – ^d 2001 II: Eigene Schätzungen. – ^e Ab 2001 III: Prognose.

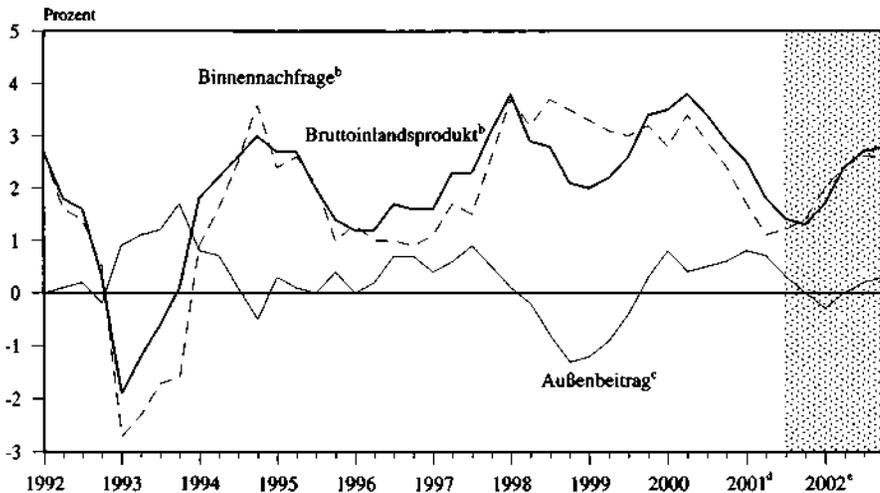
Quelle: Eurostat (2001), eigene Schätzungen und Prognosen.

⁷ Dabei gibt es erhebliche Divergenzen zwischen den einzelnen Ländern. Während der Bausektor in Deutschland in einer tiefen Rezession steckt, boomt er in den meisten anderen Ländern des Euroraums. Der große Unterschied beruht wohl im Wesentlichen darauf, dass in Deutschland die im Zuge des Vereinigungsbooms entstandenen Überkapazitäten abgebaut werden, während in einigen anderen Ländern – insbesondere in Griechenland – die langfristigen Zinsen in den vergangenen Jahren auf ein historisch niedriges Niveau gesunken sind und der Baunachfrage kräftige Impulse geben.

Preisdrucks eine leichte Besserung ab. Zudem zeigt der von Euroframe berechnete Konjunkturindikator an, dass sich die wirtschaftliche Aktivität im Herbst allmählich beleben dürfte.

Das reale Bruttoinlandsprodukt wird in Euroland im Durchschnitt des Jahres 2001 voraussichtlich um 1,7 Prozent zunehmen, nach 3,4 Prozent im vergangenen Jahr. Im zweiten Halbjahr dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion trotz einer Belebung gegen Jahresende verhalten ausgeweitet werden (Schaubild 6). Die langsame Gangart ist dabei vor allem auf die anhaltende Schwäche der Auslandsnachfrage zurückzuführen (Schaubild 7). Insbesondere die Lieferungen in die Vereinigten Staaten werden wohl bis in den Herbst hinein abwärts gerichtet sein; mit der dort gegen Jahresende einsetzenden Erholung der Konjunktur dürften sich die Exportperspektiven jedoch aufhellen. Die verhaltene wirtschaftliche Aktivität bis zum Jahreswechsel lässt erwarten, dass die Arbeitslosenquote im Euroraum bis in das kommende Jahr hinein stagnieren wird. Sie wird im Durchschnitt des Jahres 2001 voraussichtlich 8,4 Prozent betragen. Angesichts der schwachen Konjunktur und des Auslaufens der Sondereffekte aus der Verteuerung der Nahrungsmittelpreise im Zuge der Tierseuchen ist mit einem weiteren Rückgang der Inflationsrate zu rechnen. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex dürfte 2001 sein Niveau im Vorjahr um 2,6 Prozent überschreiten.

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



^a In konstanten Preisen. – ^b Veränderungsrate gegenüber dem Vorjahr. – ^c Veränderung des Außenbeitrags gegenüber Vorjahr in Relation zum Bruttoinlandsprodukt des Vorjahresquartals. –

^d Teilweise geschätzt. – ^e Ab 2001 III: Prognose.

Quelle: Eurostat (2001), eigene Schätzungen und Prognosen.

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

	2000				2001				2002			
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q. ^a	3. Q. ^b	4. Q. ^b	1. Q. ^b	2. Q. ^b	3. Q. ^b	4. Q. ^b
Bruttoinlandsprodukt ^c	3,8	3,2	2,4	2,4	2,0	0,3	0,9	2,0	3,3	3,0	2,5	2,4
Inlandsnachfrage ^c	3,2	3,4	1,3	1,6	0,5	1,1	1,4	2,2	3,1	2,9	2,3	2,2
Privater Verbrauch ^c	2,6	3,8	0,7	1,2	1,5	2,3	2,0	1,9	2,2	2,2	2,1	2,1
Staatsverbrauch ^c	3,5	1,3	0,4	2,4	1,8	0,7	0,8	1,5	2,0	2,0	1,5	1,5
Anlageinvestitionen ^c	6,7	2,6	3,9	0,8	-1,2	-1,4	0,7	2,9	4,8	4,7	3,9	3,8
Vorratsveränderungen ^d	-0,5	0,4	0,0	0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,2	-0,1	-0,1
Außenbeitrag ^d	0,7	-0,2	1,0	0,9	1,5	-0,8	-0,4	-0,2	0,3	0,2	0,3	0,2
Exporte ^{c,e}	12,4	9,7	12,3	12,5	0,5	-0,5	3,1	3,7	6,1	5,4	5,2	5,1
Importe ^{c,e}	10,9	10,8	9,7	10,5	-3,5	1,7	4,4	4,5	5,7	5,2	4,8	4,8
Arbeitslosenquote ^f	9,2	8,9	8,7	8,5	8,4	8,3	8,4	8,4	8,3	8,2	8,2	8,1
Konsumentenpreise (HVPI) ^g	2,0	2,1	2,5	2,7	2,5	3,1	2,6	2,3	2,1	1,4	1,4	1,4
Geldmenge M3 ^c	7,3	4,3	3,3	4,5	6,5	7,0	7,8	3,5	5,0	5,0	5,0	5,0
Zinssatz für Dreimonatsgeld	3,5	4,2	4,7	4,9	4,7	4,6	4,3	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Zinssatz für Staatsanleihen (10 Jahre)	5,6	5,4	5,4	5,3	5,0	5,2	4,9	4,9	4,9	5,0	5,1	5,1
Wechselkurs gegenüber dem Dollar ^h	0,99	0,93	0,91	0,88	0,92	0,88	0,93	0,95	0,97	0,96	0,94	0,94
Realer effektiver Wechselkurs ⁱ	89,5	86,6	85,3	83,6	88,9	86,8	88,5	89,4	89,9	89,7	88,9	88,7

^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-Dollar/Euro. – ⁱ Gegenüber einem breiten Länderkreis, berechnet auf der Basis des Index der Verbraucherpreise. Index 1999 I = 100.

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

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

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

^a Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2000. – ^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 2000.

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

Im kommenden Jahr wird die gesamtwirtschaftliche Produktion in der Grundtendenz mit derselben Rate expandieren wie das Produktionspotential (Tabelle 3). Die konjunkturelle Belegung beruht zum einen auf dem Wegfall belastender Faktoren. So dürften die dämpfenden Effekte des Ölpreisanstiegs im Winterhalbjahr auslaufen. Zudem wird die Weltwirtschaft sich im Zuge des Aufschwungs in den Vereinigten Staaten erholen, so dass die Ausfuhren an Schwung gewinnen werden. Die Ausfuhrzuwächse werden jedoch nicht an die hohen Raten im vergangenen Jahr anknüpfen können, zumal auch der Außenwert des Euro zunächst weiter steigt. Zum anderen wird die Konjunktur im Euroraum durch die Geldpolitik angeregt. Durch die Zinssenkungen verbessern sich die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen. Da sich zudem im Zuge der weltwirtschaftlichen Belegung die Absatz- und Ertragsersparungen aufhellen werden, dürfte die Expansion der Anlageinvestitionen im kommenden Jahr spürbar an Tempo gewinnen. Die privaten Haushalte werden ihre Konsumausgaben etwas langsamer ausweiten als in diesem Jahr. Zwar sorgt der Rückgang der Inflation für einen merklichen Anstieg der real verfügbaren Einkommen, aber den Haushalten werden 2002 keine nennenswerten Steuererleichterungen gewährt. Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 2,4 Prozent im Jahr 2002 (Tabelle 4).

Der Auftrieb des Harmonisierten Verbraucherpreisindex wird sich im Prognosezeitraum weiter abschwächen. Hierfür spricht insbesondere, dass sich seit Mitte 2000 im Zuge des starken Anstiegs des HVPI eine negative Preislücke⁸ gebildet hat. Zudem werden eine Reihe von belastenden Faktoren allmählich entfallen. So ist damit zu rechnen, dass die Zunahme der Nahrungsmittelpreise im Gefolge der Tierseuchen weitgehend transitorischer Natur ist. Weiterhin wird sich der direkte Effekt des Ölpreisanstiegs auf die Energiekomponente des HVPI in den kommenden Monaten zurückbilden. Hingegen wird die Kerninflationrate wohl erst im kommenden Jahr deutlich sinken, da sich bis zum Jahresende die Überwälzung des Energiepreisanstiegs auf andere Verbrauchsgüter fortsetzen wird. Im Jahr 2002 dürfte der HVPI sein Niveau im Vorjahr um 1,6 Prozent überschreiten.

Summary

Euroland: No Recession

The downswing in Euroland continues. In the summer of 2001, the expansion of real GDP has almost come to a halt, and unemployment has remained unchanged. The downturn is partly due to the weakening of exports after the boom in the

⁸ Das Konzept der Preislücke liegt dem P-Stern-Modell zugrunde (vgl. Kamps und Scheide 2001: 66 f.). Die Preislücke ist die Differenz zwischen dem gleichgewichtigen Preisniveau, das durch die Geldmenge bestimmt wird, und dem tatsächlichen Preisniveau. Eine negative Preislücke führt ceteris paribus zu einer Abnahme der Inflation. In den vergangenen zwölf Monaten ist der HVPI deutlich schneller gestiegen, als dies in der Entwicklung der Geldmenge M3 angelegt war. Folglich hat sich in diesem Zeitraum eine negative Preislücke ergeben.

world economy came to a sudden end. In addition, domestic demand in the euro area has lost momentum. Last year's increase of crude oil prices continues to have a negative effect; furthermore, the price level jumped as a consequence of the animal diseases in the spring of 2001. Finally, key interest rates were raised in the previous year. All these negative shocks from the demand side and from the supply side dampened economic activity in the current year. The only positive impact came from the tax cuts.

True Recessions are Different

Although the economic situation has worsened more than expected by most observers – including ourselves – it would be wrong to dramatize the development. Above all, it would be misleading to speak of an outright recession. In the past recessions (1974/75, 1980/82 and 1992/93), a marked decline of production and a massive increase of unemployment could be observed in the euro area. In addition, the shocks that had led to these recessions were dramatic. For example, the increase of oil prices in the first two recessions implied a reduction of real income of about twice the size as currently. Furthermore, prior to those two recessions interest rates were raised drastically. During the recession of 1992/93, the central banks pursued a much more restrictive course than in 1999/2000, also because inflation had accelerated much more and long-term interest rates had reached a very high level. Finally, wage inflation led to further conflicts.

Governments Should Stick to the Stability and Growth Pact

The cyclical downturn has shown up in the public budgets of the euro area. In most countries, the budget deficits will be markedly higher than envisaged in the Stability Programs. In 2001, the combined budget deficit in the euro area will reach 1.5 percent of GDP, after amounting to only 0.8 percent last year. The increase of the budget deficit is due to the weakening of the economy and to discretionary measures.

In connection with the increase of the budget deficits there have been demands to abolish the Stability and Growth Pact or at least to modify it. According to this view, the Pact forces fiscal policy to follow a restrictive stance in a downswing in order to meet the deficit target; in this way, there is supposedly a procyclical fiscal policy. However, this criticism is a misinterpretation of the Stability and Growth Pact. It actually focuses on structural budget balance, and the medium-term target of a balanced budget certainly allows for the automatic stabilizers. Therefore, it would be useful if the governments announced a time path for the structural budget deficits instead of the unadjusted deficits in their Stability Programs. Furthermore, their projections should be based on more realistic assumptions for economic growth, for example, on the estimates for potential output of international organizations. This would also enhance the credibility of the governments.

All in all, the governments should stick to the Stability and Growth Pact with its focus on a deficit target. It should be interpreted in a sense of a balanced struc-

tural budget which implies for the current cyclical downturn that temporarily a higher budget deficit can be accepted. In general, however, the governments in the major countries have not intensified their consolidation efforts in the recent two years. In addition, the tax cuts at the beginning of this year were not financed by equivalent cuts in expenditures. This needs still to be done, because tax reductions can only be viewed as permanent if government expenditures are reduced by the same amount.

Monetary Policy: M3 Growth Has to Come Down

At the end of August, the European Central Bank lowered key interest rates for the second time this year; monetary policy stimulates economic activity in Euroland.

The recent move by the ECB cannot be explained against the background of the first pillar of the monetary policy strategy. In recent months M3 has increased much faster than the target rate of 4.5 percent. A sustained increase of the money stock by 6 percent – i.e. the currently observed rate – would imply that the target of price level stability would be threatened. As far as the second pillar is concerned, it is important that inflation has still been higher than 2 percent in recent months. However, the perspectives for inflation have improved. Recent figures for the HICP suggest that the effects of higher energy and food prices were to a large extent only transitory. All in all, given that there were contradicting signals from both pillars of the monetary policy strategy, it would have been wise to leave interest rates unchanged.

It is essential that monetary expansion comes down to a rate which is compatible with price level stability in the near future. Possible further interest rate changes by the ECB should depend on this condition. We expect that M3 growth will decline considerably after the special effects have faded; the ECB will then reduce key interest rates by another 25 basis points. A larger step, however, would most likely not be in line with price level stability.

Only Little Pressure from Wages

The assessment of the outlook for inflation depends also on the behavior of wages. Between 1997 and 2000, unit labor costs increased by an average of 0.8 percent per year and were thus in line with the stability target.

One risk for the wage behavior in the near future is due to the fact that the increase of consumer prices has been unexpectedly high in the course of this year. However, so far there are no signs that wage increases will accelerate in the future. In part, this is due to the fact that in some countries (Germany, Italy, Finland and Ireland) the contracts were made in 2000 for several years in advance. It can be expected that wage increases will remain moderate; the main reason is that the labor market will not improve in the coming months. All in all, there should not be wage pressure next year.

The Economy Will Turn Around

There are a number of factors which suggest that Euroland's economy will turn around in the coming months. The shocks which so far have dampened the economy will lose more and more effect. First, it can be expected that the world economy will recover soon. While the effect on exports will remain limited for the time being, partly because the recovery in the United States will not be strong, the sentiment in the European economy will improve quickly when the downswing in the United States ends. Domestic demand in the euro area will also recover because the dampening impacts from higher prices for energy and food will fade away.

In 2001, real GDP will increase by 1.7 percent, after 3.4 percent last year. Unemployment will stagnate well into next year. Due to the weak economy and the moderation of energy and food prices, inflation will go down further; on average, the HICP will rise by 2.6 percent.

Next year, real GDP will on average increase by roughly the same rate as potential output. As the perspectives for sales and profits will improve, the expansion of investment will gain momentum. Private households, however, will raise their expenditures by less than this year, which is due to the fact that there will be no major tax cuts. We expect real GDP to increase by 2.4 percent. Inflation will slow down, the HICP will be 1.6 percent higher than this year.

Literatur

- Artis, M. J., und M. Buti (2000). "Close-to-Balance or in Surplus": A Policy-Maker's Guide to the Implementation of the Stability and Growth Pact. *Journal of Common Market Studies* 38 (4): 563-591.
- Christiano, L. J., und T. J. Fitzgerald (2000). Understanding the Fiscal Theory of the Price Level. *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review* 36 (2): 2-38. <http://www.clev.frb.org/research/Review00/11q.pdf>
- Duisenberg, W. (2001a). ECB Press Conference – Introductory Statement. 10. Mai. Frankfurt am Main.
- (2001b). ECB Press Conference – Introductory Statement. 30. August. Frankfurt am Main.
- Euroframe (2001). Eurogrowth Indicator. September. <http://euro-frame.org/indicator/index.htm>
- Eurostat (2001). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2001a). *Monatsbericht*. Mai. Frankfurt am Main.
- (2001b). *Monatsbericht*. Juni. Frankfurt am Main.
- (2001c). *Monatsbericht*. August. Frankfurt am Main.
- Fagan, G., J. Henry und R. Mestre (2001). An Area-Wide Model (AWM) for the Euro Area. ECB Working Paper 42. Frankfurt am Main.
- Gern, K.-J., C. Kamps und J. Scheide (2001a). European Economic Outlook. General Report Presented at the AIECE Meeting in Paris, May 9-11, 2001. Kieler Diskussionsbeiträge 316/317. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

- Gern, K.-J., J. Gottschalk, C. Kamps, B. Sander, J. Scheide und H. Strauß (2001b). Weltwirtschaft vor dem Ende der Talfahrt. *Die Weltwirtschaft*, in diesem Heft.
- Kamps, C., und J. Scheide (2001). Euroland: Abkühlung der Konjunktur – kein Grund zum Aktionismus. *Die Weltwirtschaft* (1): 51–77.
- OECD (1999). *Economic Outlook* 66. Dezember. Paris.
- (2001a). *Main Economic Indicators*. August. Paris.
 - (2001b). *Economic Outlook* 69. Juni. Paris.
- Sargent, T. J. (1999). A Primer on Monetary and Fiscal Policy. *Journal of Banking & Finance* 23 (10): 1463–1482.
- Scheide, J., und M. Trabandt (2000). Predicting Inflation in Euroland – The Pstar Approach. Kieler Arbeitspapiere 1019. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.