

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

**Article — Digitized Version**

## Euroland: der Aufschwung beginnt

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 (2002) : Euroland: der Aufschwung beginnt, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 54-84

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/2745>

**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: Der Aufschwung beginnt**

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

Die Konjunktur in Euroland hat die Talsohle durchschritten. Nachdem das reale Bruttoinlandsprodukt in der zweiten Jahreshälfte 2001 annähernd stagnierte, zeichnet sich für die erste Hälfte dieses Jahres eine Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion ab. So hat sich eine Reihe von Frühindikatoren seit einigen Monaten verbessert; dies trifft insbesondere für das Geschäftsklima zu. Die Wende deutet sich bereits bei den Kennziffern der Nachfrage und der Produktion in der Industrie an, in dem Sektor also, der vom Abschwung besonders hart getroffen wurde. Alles in allem war der konjunkturelle Rückschlag im Euroraum nicht sehr ausgeprägt. Dies zeigt sich nicht zuletzt daran, dass im Abschwungsjahr 2001 die Zahl der Beschäftigten weiter gestiegen und die Arbeitslosenquote annähernd konstant geblieben ist.

Drei Einflussfaktoren hatten den konjunkturellen Abschwung im Wesentlichen ausgelöst oder verstärkt; all diese Faktoren haben sich in den vergangenen Monaten zum Positiven gewendet. Die Geldpolitik ist expansiv geworden; die Effekte der bis zum Herbst 2001 erfolgten Zinssenkungen werden sich im Verlauf dieses Jahres verstärken. Die Ölpreise sind kräftig gesunken; dies erhöht für sich genommen die Realeinkommen der Konsumenten und vermindert die Kosten für die Unternehmen, folglich werden der private Konsum und die Investitionstätigkeit stimuliert. Seit einigen Monaten zeichnet sich ferner eine Besserung der Konjunktur im Ausland ab; in den Vereinigten Staaten hat bereits eine Erholung eingesetzt, die an Fahrt gewinnen dürfte, und auch die übrigen Regionen der Welt werden im Laufe dieses Jahres die Konjunkturschwäche überwinden (Benner et al. 2002).

Alles in allem sind die Bedingungen günstig, dass das reale Bruttoinlandsprodukt im Verlauf dieses Jahres und auch im nächsten Jahr rascher zunimmt als das Produktionspotential; damit dürfte sich der Output Gap wieder schließen. Dies sollte die Geldpolitik dazu veranlassen, allmählich vom expansiven Kurs abzurücken. Wir rechnen damit, dass die Europäische Zentralbank (EZB) die Leitzinsen schrittweise auf ein eher konjunkturneutrales Niveau anheben wird. Gefährdet wird die Erholung dadurch nicht. Auch von der Kostenseite sind keine widrigen Einflüsse zu erwarten. So dürften die Löhne im Allgemeinen nur moderat steigen, zumal die Anspannungen auf dem Arbeitsmarkt, die sich im Zuge des Aufschwungs 1999/2000 hier und da gezeigt hatten, nachgelassen haben. Die Ölpreise werden wieder etwas anziehen; ein erneuter Angebotschock ist aber nicht wahrscheinlich. Während die kurzfristigen Konjunkturperspektiven somit positiv zu beurteilen sind, haben sich die mittelfristigen Wachstumsaussichten nicht nennenswert verbessert. Bedenklich stimmt vor allem, dass die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte nicht wie angekündigt vorankommt; dies betrifft in erster Linie die großen Länder des Euroraums. Da die Staatsausgaben weiterhin deutlich steigen und somit umfangreiche Steuersenkungen nicht erwartet

werden können, vergibt die Finanzpolitik eine Chance, das Potentialwachstum zu stärken.

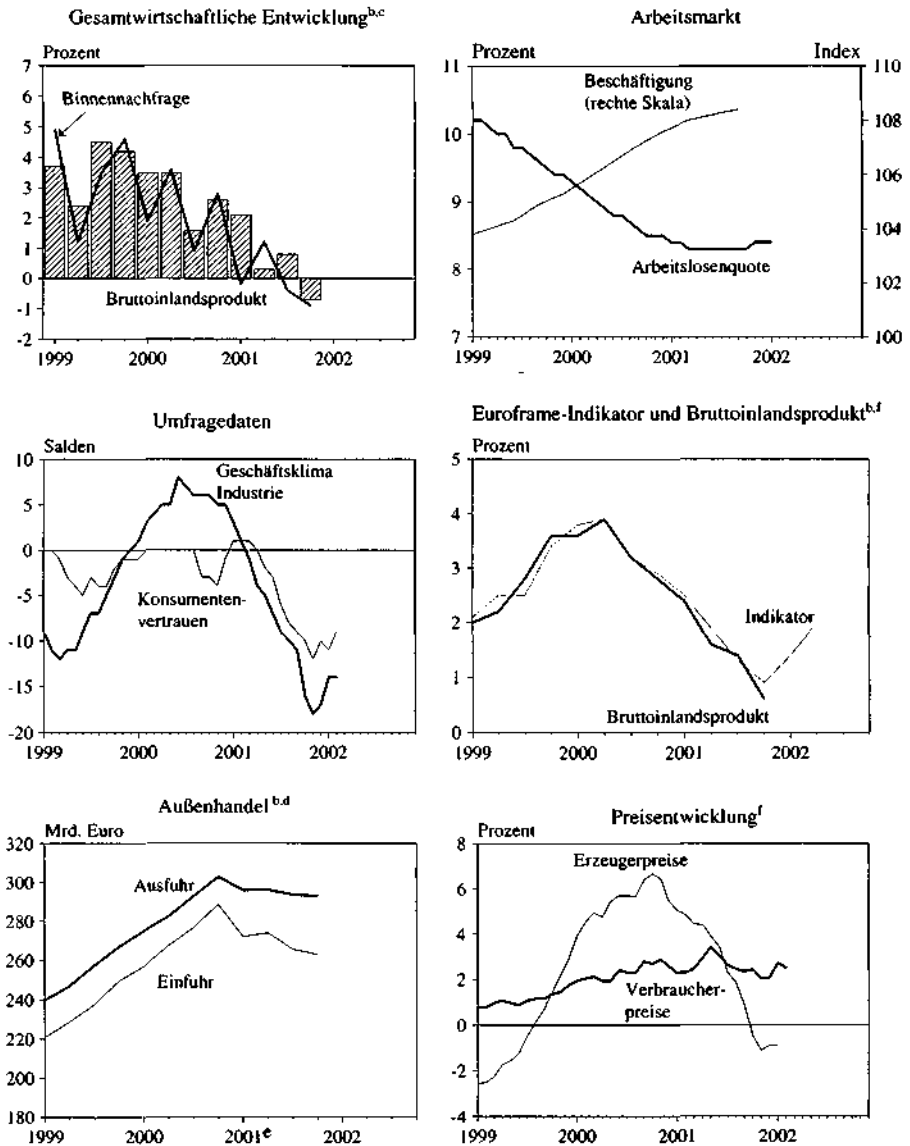
### Ende des Abschwungs

Die Konjunktur im Euroraum erreichte am Ende des vergangenen Jahres ihren Tiefpunkt. Eine Reihe von Indikatoren deutet darauf hin, dass die wirtschaftliche Aktivität sich nach der Jahreswende spürbar belebt hat. Im vierten Quartal 2001 nahm das reale Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von 0,7 Prozent ab, nachdem es in den beiden vorangegangenen Vierteljahren geringfügig gestiegen war (Schaubild 1). Maßgeblich für den Produktionsrückgang im Schlussquartal war die schwache Auslandsnachfrage im Gefolge der Terroranschläge in den Vereinigten Staaten. Im Durchschnitt des Jahres 2001 nahm das reale Bruttoinlandsprodukt aufgrund seines hohen Niveaus zu Jahresbeginn dennoch spürbar zu, wenngleich die Zuwachsrate mit 1,5 Prozent deutlich hinter dem Vorjahresergebnis (3,4 Prozent) zurückblieb.

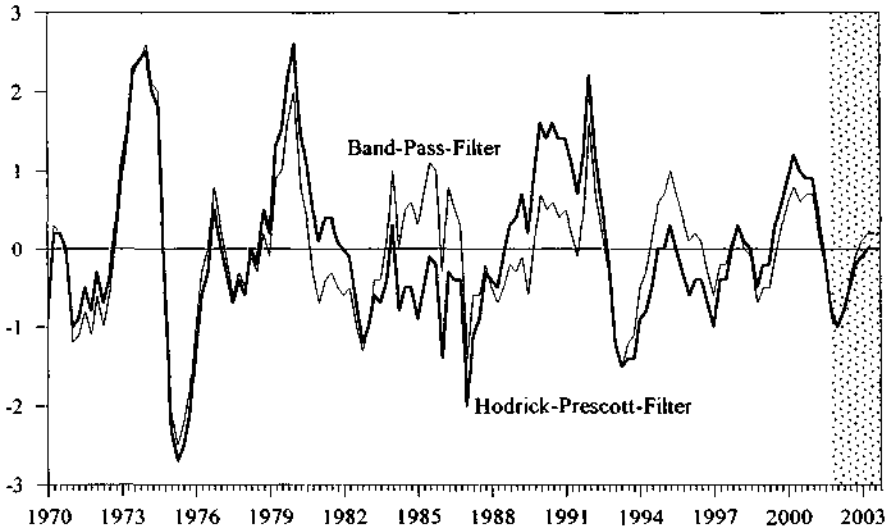
Nach unserer Einschätzung befand sich die europäische Wirtschaft im Winterhalbjahr nicht in einer Rezession. Dieses Urteil stützt sich nicht auf die Tatsache, dass das reale Bruttoinlandsprodukt im Euroraum im Verlauf des konjunkturellen Abschwungs nur in einem einzigen Quartal gesunken ist und nicht in zwei aufeinander folgenden Quartalen, wie es die oftmals verwendete „technische“ Definition einer Rezession verlangt. Diese Definition ist recht grob und kann zu Fehleinschätzungen führen (Gern et al. 2001: 214). Um die Schärfe des jüngsten Abschwungs einschätzen zu können, ist ein Vergleich mit vorangegangenen Konjunkturzyklen besser geeignet. In diesem Zusammenhang sind die Jahre 1974/75, 1980–1982 sowie 1992/93 von besonderer Bedeutung, werden sie doch nach allen gängigen Maßen als Rezessionsjahre für die Länder des Euroraums angesehen.

Um die konjunkturelle Entwicklung im vergangenen Jahr mit diesen Rezessionsphasen vergleichen zu können, ist es notwendig, die konjunkturellen Schwankungen des realen Bruttoinlandsprodukts zu isolieren. Ein einfacher Vergleich der Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts wäre irreführend, da dessen Trendwachstum im Zeitablauf deutlich variiert hat. Schaubild 2 zeigt die zyklische Komponente des Bruttoinlandsprodukts (Output Gap) für den Euroraum in den Jahren 1970 bis 2003 nach zwei unterschiedlichen Trendbereinigerungsverfahren. Das erste ist der Hodrick-Prescott-Filter, ein Standardwerkzeug der Konjunkturanalyse. Das zweite Verfahren ist der Band-Pass-Filter, welcher in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen hat, weil sich zeigen lässt, dass er unter bestimmten Voraussetzungen optimal ist.<sup>1</sup> Die für das Schaubild 2 verwendeten Daten wur-

<sup>1</sup> Der Band-Pass-Filter ist ein Verfahren der Spektralanalyse, nach der Zeitreihen in Komponenten mit unterschiedlichen Frequenzen zerlegt werden können. Der hier verwendete Band-Pass-Filter isoliert die zyklische Komponente des realen Bruttoinlandsprodukts, wobei Schwankungen mit einer Frequenz von 6 bis 32 Quartalen dem Zyklus zugerechnet werden. Ein Band-Pass-Filter liefert optimale Ergebnisse, wenn die Datenmenge unendlich ist. In der Praxis wird deshalb mit Approximationen des optimalen Filters gearbeitet, die in Simulationen zu guten Ergebnissen führen (Christiano und Fitzgerald 1999).

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

<sup>a</sup> Saisonbereinigt. – <sup>b</sup> Real. – <sup>c</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate in Prozent. – <sup>d</sup> Handel mit Drittländern. – <sup>e</sup> Teilweise geschätzt. – <sup>f</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr.  
 Quelle: Eurostat (2002), EUROFRAME (2002), EZB (2002).

Schaubild 2: Output Gap in Euroland 1970–2003<sup>a,b</sup>

<sup>a</sup> Abweichungen des realen Bruttoinlandsprodukts vom jeweiligen Trend in Prozent des Trends. –

<sup>b</sup> Ab 2002 I: Prognose.

Quelle: Fagan et al. (2001), Eurostat (2002), eigene Schätzungen.

den zwei verschiedenen Quellen entnommen: Eurostat stellt Daten erst für den Zeitraum ab 1991 zur Verfügung. Sie wurden mit jenen für den Zeitraum 1970–1991 aus der Datenbank von Fagan et al. (2001) verkettet. Schaubild 2 verdeutlicht, dass die beiden Filter über den Gesamtzeitraum zu ähnlichen Ergebnissen für den Output Gap gelangen. Die Ergebnisse für die Jahre 1974/75, 1980–1982 und 1992/93, in denen der Output Gap mit jeweils mindestens 4 Prozentpunkten stark fiel, bestätigen die Einschätzung, nach der diese Phasen als Rezessionen eingeordnet werden können. Der jüngste Konjunkturabschwung ist hingegen mit einem Rückgang der Kapazitätsauslastung um rund 2 Prozentpunkte deutlich milder ausgefallen. Er ist eher vergleichbar mit den Schwächephasen 1986/87 und 1995/96, die im Allgemeinen nicht als Rezessionen eingeordnet werden.<sup>2</sup> Sollte die konjunkturelle Talsohle zuletzt durchschritten worden sein – wie es unserem Urteil entspricht und die Frühindikatoren es signalisieren –, so wäre auch der jüngste Konjunkturabschwung für Euroland nicht als Rezession anzusehen.

<sup>2</sup> Im Jahr 1987 war der Output Gap zwar ähnlich niedrig wie oder – legt man den Hodrick-Prescott-Filter zugrunde – sogar niedriger als am Tiefpunkt der Rezessionen 1982 und 1993. Allerdings war die Abnahme des Output Gaps deutlich geringer als in den drei erwähnten Rezessionsphasen. Zudem war der Konjunktüreinbruch von vergleichsweise kurzer Dauer. Für Deutschland kam der Sachverständigenrat (1987: 67) seinerzeit zu dem Schluss, dass keine Rezession vorliege.

Für diese Einschätzung spricht auch, dass die Produktion im vierten Quartal des vergangenen Jahres nur aufgrund von besonderen Umständen überhaupt gesunken ist. So ging die Auslandsnachfrage im Gefolge der Terroranschläge in den Vereinigten Staaten stark zurück. Insbesondere die Lieferungen in die Vereinigten Staaten selbst, aber auch jene in andere wichtige Handelspartnerländer wie das Vereinigte Königreich wurden aufgrund des weltweiten Vertrauensverlusts eingeschränkt. In der Zwischenzeit hat sich die Stimmung bei Verbrauchern und Unternehmern gebessert, und auch die Auslandsaufträge waren im Euroraum zuletzt wieder spürbar aufwärts gerichtet, so dass für das erste Halbjahr 2002 mit einem erneuten Anstieg der Exporte gerechnet werden kann.

Der Nachfrageausfall aus dem Ausland konnte nicht von der Binnennachfrage kompensiert werden, welche im vierten Quartal des vergangenen Jahres leicht zurückging. Die Unternehmensinvestitionen sanken wie schon in den ersten drei Quartalen. Maßgeblich hierfür waren wohl die nochmals verschlechterten Absatz- und Ertragsersparungen nach den Terroranschlägen sowie im verarbeitenden Gewerbe die im historischen Vergleich niedrige Kapazitätsauslastung. Die privaten Haushalte weiteten ihre Konsumausgaben im zweiten Halbjahr kaum mehr aus, nachdem der private Verbrauch zuvor noch die wichtigste Konjunkturstütze gewesen war. Dämpfend wirkte die schlechtere Lage auf dem Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote, welche seit 1997 kontinuierlich gesunken war, ging seit vergangem Frühjahr nicht weiter zurück und stieg zuletzt leicht auf 8,4 Prozent. Zudem kam der Beschäftigungsaufbau im vierten Quartal wohl zum Stillstand.

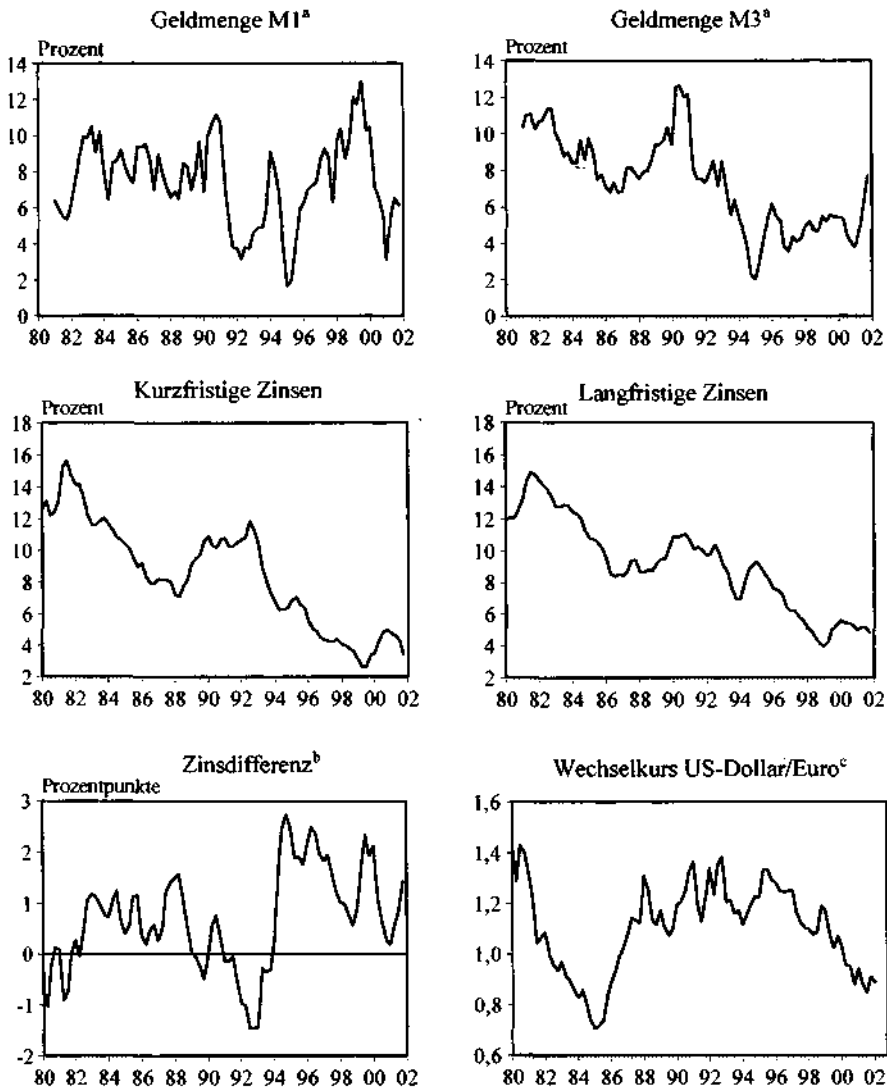
Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe, der sich im zweiten Halbjahr 2001 merklich beruhigt hatte, verstärkte sich zu Beginn dieses Jahres. Im Februar übertraf der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) sein Vorjahresniveau um 2,5 Prozent, nachdem sich die Rate vom Höhepunkt von 3,4 Prozent im Mai vergangenen Jahres auf 2,1 Prozent im Dezember abgeschwächt hatte. Maßgeblich für die Beschleunigung des Preisauftriebs zu Jahresanfang waren ungewöhnlich schlechte Witterungsbedingungen, welche zu einem starken Anziehen der Nahrungsmittelpreise führten. Die Einführung des Euro-Bargelds spielte nach Schätzungen von Eurostat nur eine untergeordnete Rolle für den Inflationsanstieg. Die an der Kerninflation (Anstieg des HVPI ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak) gemessene Teuerung nahm in den vergangenen Monaten ebenfalls zu, sie lag weiterhin deutlich über der von der Europäischen Zentralbank mittelfristig angestrebten Rate von maximal 2 Prozent. Dies dürfte im Wesentlichen auf die Überwälzung der bis Mitte 2001 hohen Energiepreise zurückzuführen sein. Dieser Effekt wird in den kommenden Monaten allmählich wegfallen; zudem wird sich der Anstieg der Nahrungsmittelpreise zurückbilden. Deshalb ist damit zu rechnen, dass die Inflationsrate bis zur Jahresmitte auf rund 1,5 Prozent abnehmen wird.

### **Geldpolitik wird auf einen neutralen Kurs einschwenken**

Die Leitzinsen im Euroraum sind seit Anfang November 2001 unverändert geblieben, nachdem die EZB zuvor unter dem Eindruck der Ereignisse vom 11. September die Sätze um insgesamt einen Prozentpunkt gesenkt hatte. Der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte beträgt 3,25 Prozent. Die Geld-

marktzinsen bewegen sich seit geraumer Zeit um einen Wert von 3,4 Prozent (Schaubild 3). Der kurzfristige Realzins – näherungsweise berechnet auf Basis der Kerninflationsrate – liegt somit bei etwas mehr als 1 Prozent. Damit gehen vom aktuellen Kurs der Geldpolitik anregende Wirkungen auf die Konjunktur aus.

Schaubild 3: Ausgewählte monetäre Indikatoren in Euroland 1980–2002



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

Quelle: EZB (2002).

Die Kapitalmarktzinsen sind – nach einem Rückgang im Gefolge der Ereignisse vom 11. September – in den vergangenen Monaten merklich gestiegen; Staatspapiere mit zehnjähriger Restlaufzeit rentierten Anfang März mit 5,2 Prozent, nach dem Zwischentief von 4,5 Prozent Anfang November 2001. Real gerechnet liegen die Kapitalmarktzinsen jedoch immer noch unter dem Niveau, das dem langjährigen Durchschnitt entspricht. Die Geldmenge M3 hat seit dem Frühjahr 2001 kräftig zugenommen; die Zuwachsrates des zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitts (im Vorjahresvergleich), welche die EZB bei ihrer Interpretation von M3 heranzieht, liegt seit einigen Monaten bei 8 Prozent. Damit wurde der Referenzwert bis zuletzt so deutlich überschritten wie nie zuvor; allerdings spielten Sonderfaktoren offenbar eine große Rolle. Um die Jahreswende 2001/2002 hat sich die monetäre Expansion verlangsamt, die laufende Jahresrate betrug rund 5,5 Prozent (Oktober bis Januar). Der reale Außenwert des Euro blieb in den vergangenen Monaten weitgehend unverändert. Alles in allem sind die monetären Rahmenbedingungen im Euroraum günstig.

### **Leitzinsen sollten nicht mehr lange niedrig bleiben**

Die Konjunktur wird durch das niedrige Niveau der kurzfristigen Zinsen ange-regt. Im Allgemeinen sollte es der Strategie einer Notenbank entsprechen, dass der Realzins unter seinem neutralen Niveau liegt, wenn die Produktionslücke negativ ist, vorausgesetzt, die Inflationsrate entspricht dem Zielwert. Die Kombination von Produktionslücke (Output Gap) und Inflationslücke (Inflation Gap) spielt bei der Taylor-Regel<sup>3</sup> die entscheidende Rolle. Interpretiert man diese Regel im Sinne einer geldpolitischen Norm<sup>4</sup> und vergleicht den sich ergebenden Taylor-Zins mit dem tatsächlichen Geldmarktzins, so kann man beurteilen, ob dieser unter Berücksichtigung des Output Gap und des Inflation Gap zu hoch bzw. zu niedrig ist, die Geldpolitik daran gemessen also „zu restriktiv“ oder „zu expansiv“ ist. Es gibt in der makroökonomischen Literatur eine große Menge von Regeln des Taylor-Typs.<sup>5</sup> Im Folgenden wird die von John Taylor ursprünglich

<sup>3</sup> Vgl. die Darstellung bei Gern et al. (1999: 324).

<sup>4</sup> Im Zusammenhang mit geldpolitischen Regeln wie beispielsweise der Taylor-Regel gibt es zwei Möglichkeiten der Interpretation. Erstens kann man die Taylor-Regel als eine Reaktionsfunktion auffassen, die angibt, wie eine Notenbank in der Vergangenheit auf bestimmte Veränderungen reagiert hat; diese positive Analyse sagt für sich genommen nichts darüber aus, ob sich die Geldpolitik zielgerecht verhalten hat oder nicht. Zweitens kann die Regel als Norm verstanden werden, bei der der Notenbank eine bestimmte Handlungsanweisung gegeben wird, wie das Ziel der Stabilisierung von Inflation und Konjunktur bestmöglich zu erreichen ist. Eine „optimale“ Regel lässt sich allerdings nur im Rahmen eines ökonomischen Modells entwerfen. In der Praxis wird zumeist so vorgegangen, dass man eine bestimmte Norm vorgibt. Misst man die Geldpolitik daran, erhält man einen Indikator, der angibt, ob die Zinsen niedriger oder höher sind, als es den wirtschaftspolitischen Zielen entspricht. Um diese normative Funktion der Taylor-Regel geht es hier.

<sup>5</sup> Die einzelnen Regeln unterscheiden sich zum einen darin, welche Variablen berücksichtigt werden, und zum anderen darin, welche Parameterwerte den einzelnen Größen zugeordnet werden. Unter anderem werden einerseits Ex-post-Daten verwendet, andererseits werden vorausschauende Regeln entworfen. „Die beste Regel“ gibt es nicht. Eine „optimale“ Regel gilt nur im Rahmen des jeweils gewählten theoretischen Modells. Vgl. dazu die zahlreichen Beispiele in Taylor (1999).



vorgeschlagene Regel verwendet (Taylor 1993), die in einer Reihe von Modellen gute Eigenschaften hinsichtlich der Stabilität liefert (Taylor 1999). Entsprechend wird für die Reaktion auf den Inflation Gap und den Output Gap ein Koeffizient von jeweils 0,5 unterstellt. Ferner wird für den Euroraum angenommen, dass der gleichgewichtige Realzins in einer Spanne von 2 bis 3 Prozent liegt.<sup>6</sup> Der Output Gap wird mit Hilfe eines Hodrick-Prescott-Filters berechnet. Als Inflationsziel wird ein Wert von 1,5 Prozent unterstellt, der sich implizit aus der Ableitung des Referenzwertes für die Geldmenge M3 ergibt.

Einen großen Einfluss auf die Höhe und die Veränderung des Taylor-Zinses hat die Wahl des Preisindex.<sup>7</sup> Die EZB definiert Preisstabilität auf der Basis des HVPI. Dieser Index wird jedoch stark von kurzfristigen Preisschwankungen bei Nahrungsmitteln und Energieprodukten beeinflusst, wie sich gerade in den vergangenen drei Jahren gezeigt hat. Entsprechend hätte die EZB ihre Zinsen sehr stark variieren müssen, wenn sie der Taylor-Regel gefolgt wäre und die tatsächliche Inflationsrate für den HVPI mit dem Ziel von 1,5 Prozent verglichen hätte. Beispielsweise wäre demnach im zweiten Quartal 2001, als die Inflation mit durchschnittlich 3,1 Prozent einen Höhepunkt erreicht hatte, ein Zins von 6 bis 7 Prozent regelgerecht gewesen (Schaubild 4). Der Preisschub war jedoch im Wesentlichen Folge der Verteuerung von Nahrungsmitteln und von Energie. Solche vorübergehenden Effekte können sinnvollerweise für die Geldpolitik keine Rolle spielen, denn sie spiegeln nicht die zugrunde liegende Inflationstendenz wider.<sup>8</sup> Bei starken Veränderungen der Erdölpreise hat auch ein weiteres Preismaß, der Deflator des Bruttoinlandsprodukts, den Nachteil, dass es die Inflationstendenz nicht richtig angibt. Im Falle eines starken Anstiegs der Ölpreise unterzeichnet der BIP-Deflator die Tendenz nämlich wegen des damit verbundenen Anziehens der Importpreise; folglich ist der auf Basis des Deflators berechnete Taylor-Zins zu niedrig. In jüngster Zeit hat sich der so berechnete Taylor-Zins deutlich erhöht, weil die Ölpreise – und damit die Importpreise – gesunken sind und so den Anstieg des Deflators verstärkt haben.

Solche Schwierigkeiten bei der Interpretation von Inflationsdaten kann man weitgehend vermeiden, wenn man einen Preisindex heranzieht, bei dem dieje-

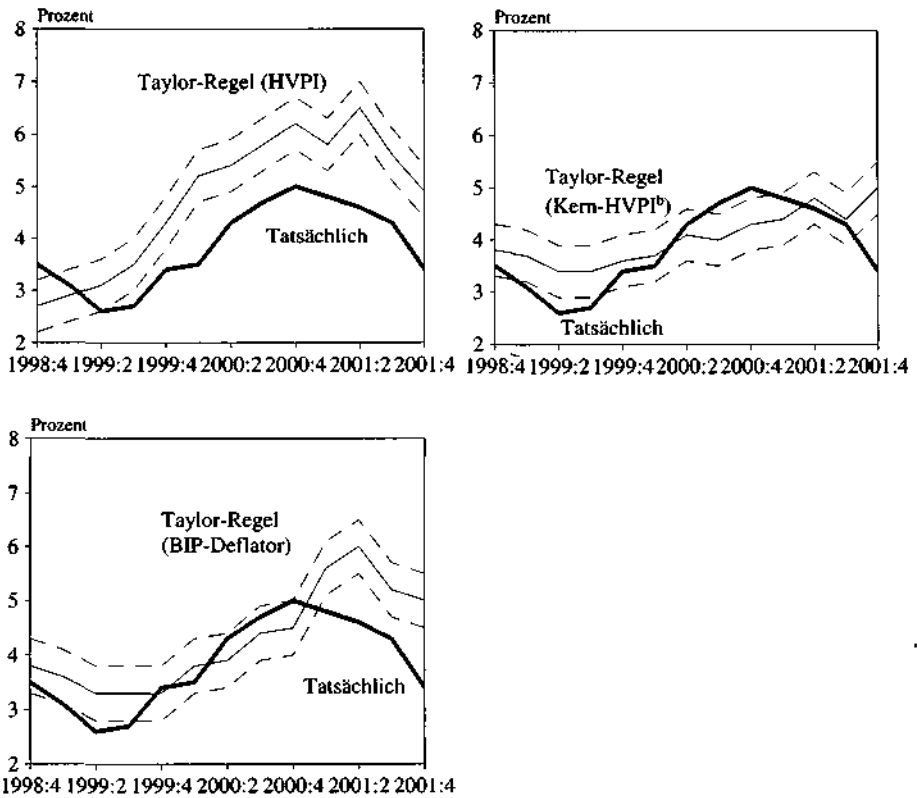
---

<sup>6</sup> Der gleichgewichtige Realzins ist nicht beobachtbar. Ferner sprechen theoretische wie auch empirische Argumente dafür, dass diese Größe im Zeitablauf keineswegs konstant ist. Wählt man den Durchschnitt über einen längeren Zeitraum als Approximation, ergibt sich für den Euroraum ein Wert von 3 Prozent (Kamps und Scheide 2001). In jüngster Zeit, insbesondere aber seit Beginn der Währungsunion, hat sich der durchschnittliche Realzins verringert. Angesichts der vorherrschenden Unsicherheiten halten wir es für angemessen, für den Realzins eine Spanne von 2 bis 3 Prozent zu nennen. Sie wird bei der Berechnung der verschiedenen Taylor-Zinsen im Folgenden zugrunde gelegt.

<sup>7</sup> Dies wird ausführlich beschrieben bei Kamps und Pierdzioch (2002). Die Autoren zeigen ferner, dass sich die auf Basis verschiedener Preisindizes für die Vereinigten Staaten berechneten Taylor-Zinsen in Zeiten von Ölpreisschocks sehr stark unterscheiden. Dieses Ergebnis lässt sich auch dahingehend interpretieren, dass man eine gegebene Geldpolitik entweder als extrem expansiv oder als extrem restriktiv bezeichnen müsste, je nachdem, welcher Preisindex zur Berechnung des Taylor-Zinses verwendet wird.

<sup>8</sup> Umgekehrt kann man aus solchen negativen Angebotschocks nicht ableiten, dass die Geldpolitik zu lockern ist, nur weil der Angebotschock die Produktion dämpft.

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



<sup>a</sup> Die abgebildeten Taylor-Regeln unterscheiden sich hinsichtlich des Preisindex (HVPI, Kern-HVPI, BIP-Deflator), an dem sich die Zentralbank orientiert. Für jede Regel wird der Taylor-Zins unter verschiedenen Annahmen über den gleichgewichtigen Realzins berechnet (2 Prozent, 2½ Prozent und 3 Prozent). – <sup>b</sup> HVPI ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak.

Quelle: Eurostat (2002), EZB (2002), eigene Berechnungen und Schätzungen.

nigen Güterpreise, die aufgrund von Sondereinflüssen sehr stark schwanken, nicht enthalten sind. Tatsächlich hat sich die Kerninflationrate im Euroraum wesentlich stetiger entwickelt als beispielsweise die Veränderungsrate des HVPI. Wenn man die Kernrate in der Taylor-Regel verwendet, besteht ein wichtiger Vorteil darin, dass die Notenbank die Konjunktur stabilisierung dann (fast immer) besser erreicht als bei den alternativen Raten, ohne dabei das Ziel der Preisstabilität vernachlässigen zu müssen.<sup>9</sup> Gemessen an der mit der Kerninflationrate berechneten Taylor-Regel war die Politik der EZB seit Beginn der Währungsunion im

<sup>9</sup> Dies ergibt sich aus Simulationen im Rahmen eines dynamischen Gleichgewichtsmodells (Kamps und Pierdzioch 2002).

Großen und Ganzen angemessen. Hingegen wäre der Zins immer zu niedrig gewesen, wenn man den HVPI verwendet hätte, und zwar je nach gleichgewichtigem Realzins zeitweise um 1,5 bis 2,5 Prozentpunkte.

Wenn die Notenbank ihrer Aufgabe gerecht werden soll, muss die Entwicklung der Inflation eine wichtige Rolle spielen. Insofern kann die Geldpolitik nicht – wie es häufig geschieht – allein oder auch nur vorwiegend daran gemessen werden, ob die Konjunktur genug stimuliert wird oder nicht. So wird beispielsweise gefordert, der Zins solle heute so niedrig sein wie Anfang 1999, da auch die konjunkturelle Lage ähnlich schlecht sei. Dies wäre jedoch eine einseitige Auslegung der Rolle der Geldpolitik, weil sie allein auf die Konjunkturstabilisierung abzielte. Zwar war der Output Gap Ende 2001 ähnlich niedrig wie Anfang 1999, als die Konjunktur durch die Asienkrise gedämpft wurde. Derzeit ist aber die Kerninflationrate deutlich höher, nämlich um mehr als einen Prozentpunkt. Nach dem Taylor-Prinzip muss deshalb auch der kurzfristige Realzins höher sein als damals.<sup>10</sup> Andernfalls würde das Inflationsziel zunehmend verletzt, was im Widerspruch zum Mandat der EZB steht.

Derzeit liegt der Geldmarktzins unter dem Taylor-Zins, der auf Basis der Kerninflationrate berechnet wird. Maßgeblich ist, dass die Inflationsrate oberhalb des angestrebten Ziels liegt; sie ist seit fast einem Jahr sogar höher als 2 Prozent und damit höher als die Rate, die nach der EZB noch mit Preisstabilität vereinbar ist. Von dem Taylor-Zins ist die EZB mit ihrer Politik im Herbst 2001 nach unten abgewichen (Schaubild 4), der Geldmarktzins liegt unterhalb der hier verwendeten Spanne. Die Notenbank stand damals vor der – zugegeben schwierigen – Situation, die besonderen Konjunkturrisiken zu mildern, die sich aus den Terroranschlägen vom 11. September ergeben hatten. Diese Risiken sind aber nun nicht mehr gegeben, die Konjunktur im Euroraum erholt sich wieder. Deshalb besteht auch kein Grund, den vergleichsweise niedrigen Zins beizubehalten, denn dann wäre die Geldpolitik, gemessen an der Taylor-Regel, zu expansiv.

In nächster Zeit sind nach unserer Prognose zwei gegenläufige Einflüsse für den Taylor-Zins bedeutsam: Auf eine Zunahme wirkt hin, dass der Output Gap steigt; dagegen wird der Taylor-Zins gedämpft, weil sich die Kerninflation abschwächt. Die Inflationsrate gemessen am HVPI (im Vorjahresvergleich) taugt aus den oben beschriebenen Gründen allerdings nicht als Orientierung. Diese Rate wird bis zur Jahresmitte 2002 drastisch abnehmen, was allein auf einem Basiseffekt beruht, denn im Vorjahr stiegen vor allem die Preise für Nahrungsmittel und für Energieprodukte rasant an.<sup>11</sup>

Wir erwarten, dass die EZB die Leitzinsen wieder erhöhen wird, wenn sich der Aufschwung gefestigt hat; dies wird nach unserer Prognose im Herbst 2002 der Fall sein. Im Verlauf des Winterhalbjahrs 2002/2003 wird die EZB die Leit-

<sup>10</sup> Dies entspricht der geldpolitischen Norm in den gängigen Makromodellen; sie wird auch von Ökonomen vertreten, die der neukyonesianischen Richtung zuzuordnen sind, z. B. Clarida et al. (1999).

<sup>11</sup> Bei dem Preisschub im Frühjahr 2001 handelte es sich um einen überwiegend transitorischen Effekt. So wie der beschleunigte Anstieg der Preise für Nahrungsmittel und Energieprodukte kein Anlass für die Geldpolitik sein sollte, die Zinsen anzuheben, kann das Abklingen dieses Sonderfaktors nicht Anlass sein, die Zinsen zu senken.

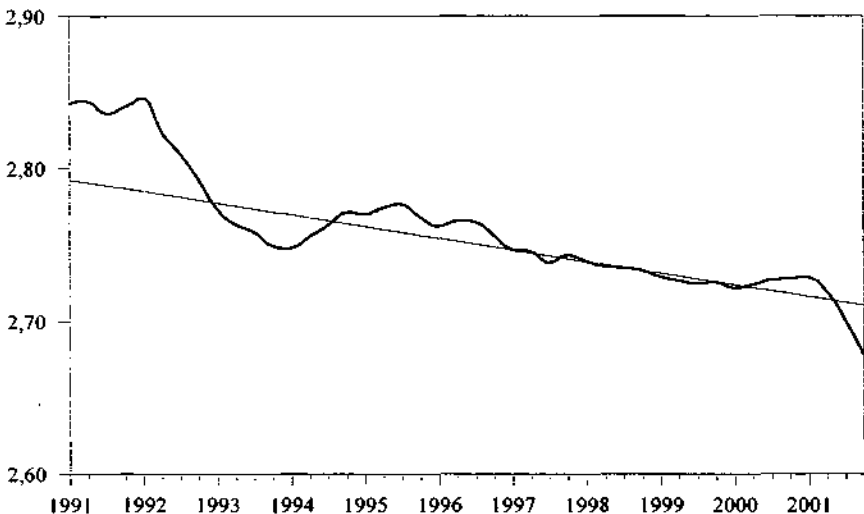
zinsen auf das neutrale Niveau anheben, das nach der Taylor-Regel erreicht werden sollte, wenn sowohl der Output Gap als auch der Inflation Gap geschlossen sind. Wir veranschlagen diesen neutralen Zins auf 4 bis 4,5 Prozent.

### Zum hohen Geldmengenanstieg in jüngster Zeit

Die Entwicklung der Geldmenge M3 signalisiert, dass die Geldpolitik expansiv ausgerichtet ist. Der Referenzwert von 4,5 Prozent wird erheblich überschritten. Ob sich aus der bisherigen Entwicklung bereits Stabilitätsrisiken ergeben, hängt von den Ursachen für den raschen Anstieg der Geldmenge ab. Die EZB (2002: 7) zieht eine Reihe von Sonderfaktoren heran; sie verweist unter anderem auf die Zinsstrukturkurve, die im vergangenen Jahr zeitweise sehr flach war, und auf eine hohe Unsicherheit an den Finanzmärkten, die zu einer starken Nachfrage nach kurzfristigen liquiden Anlageformen geführt habe. Eine genaue Quantifizierung dieser Erklärungsfaktoren ist allerdings schwierig, so dass weiterhin Unsicherheit über die nachfragerrelevante Liquiditätsausstattung in der Wirtschaft und damit auch über die Stabilitätsrisiken besteht. Hinzu kommt, dass die Geldmengendaten zur Jahreswende 2001/2002 durch die Einführung des Euro-Bargeldes verzerrt sein können. So hatte beispielsweise der Bargeldumlauf im Dezember 2001 drastisch abgenommen.

Die starke Zunahme der Geldmenge geht einher mit einem ungewöhnlich deutlichen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (Schaubild 5).

Schaubild 5: Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge M3 im Euroraum<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Logarithmus des Quotienten aus nominalem Bruttoinlandsprodukt und Geldmenge M3 (Index Dez. 98 = 100).

Quelle: EZB (2002).

Während diese Größe in den ersten beiden Jahren der Währungsunion relativ stetig war und nahe am geschätzten linearen Trend verlief, weicht sie seit dem Frühjahr 2001 sehr stark nach unten ab. Dies kann Verschiedenes bedeuten:

- Das niedrige Niveau der Umlaufgeschwindigkeit kann einen Liquiditätsüberhang widerspiegeln. In diesem Fall käme es früher oder später zu einer höheren Inflationsrate.
- Es kann eine vorübergehende Abweichung der Umlaufgeschwindigkeit vom Trend vorliegen, die durch den Einfluss von Sonderfaktoren zustande kommt; nach Abklingen dieser Effekte würde wieder das ursprüngliche Niveau der Umlaufgeschwindigkeit (bzw. das Niveau, das sich ohne diese Einflüsse eingestellt hätte) erreicht. Einen Effekt auf die Inflationsrate gäbe es dann nicht.
- Es kann sich um einen Niveausprung handeln, der gleichbedeutend wäre mit einer einmaligen Instabilität der Geldnachfrage; entsprechend würde sich am Trendverlauf der Umlaufgeschwindigkeit und damit auch an der Ableitung des Referenzwertes in der Zukunft nichts ändern.
- Die Entwicklung kann der Anfang einer anhaltenden Instabilität der Geldnachfrage sein; damit wäre die erste Säule der geldpolitischen Strategie ernsthaft in Frage gestellt oder sogar hinfällig.

Ein endgültiges Urteil über die eigentlichen Ursachen des hohen M3-Anstiegs ist gegenwärtig nicht möglich. Strukturbrüche oder andauernde Instabilitäten lassen sich nur mit größerem Zeitabstand feststellen. Nach Einschätzung der EZB haben wir es derzeit mit der zweiten Variante zu tun, nach der Sondereinflüsse die Geldnachfrage vorübergehend instabil werden lassen. Für diese Interpretation spricht, dass es eine solche Entwicklung schon einmal gegeben hat: So war 1993/94 in Deutschland ebenfalls eine rasante Zunahme der Geldmenge mit den entsprechenden Konsequenzen für die Umlaufgeschwindigkeit zu beobachten, die auch in dem Schaubild für den Euroraum deutlich zu erkennen sind. Nach Auflösung eines „Liquiditätsstaus“ (Deutsche Bundesbank 1995: 71) bildete sich die Geldmengenzunahme wieder deutlich zurück, und die Umlaufgeschwindigkeit normalisierte sich. Auch kam es nicht zu einem Inflationsschub, den man aufgrund der zeitweise hohen Geldmengenexpansion hätte erwarten können. Der langfristigen Stabilität der Geldnachfrage tat dieser Ausreißer keinen Abbruch.

Folgt man der Analyse der EZB und interpretiert man die jüngste Entwicklung der Geldmenge als Ausreißer, dann müsste sich der Anstieg von M3 deutlich abflachen, und zwar schon sehr bald, denn die Sonderfaktoren bestehen nicht mehr: Die Zinsstrukturkurve verläuft nicht mehr ungewöhnlich flach, sondern sie ist sogar steiler als normal, die Aktienkurse sind deutlich gestiegen, und auch die Unsicherheit an den Finanzmärkten dürfte sich gelegt haben. Im Zuge der Verlangsamung des Expansionstempos von M3 müsste der Referenzwert sogar zeitweise unterschritten werden, denn nur so ist es möglich, dass die Umlaufgeschwindigkeit wieder auf ihr normales Niveau zurückkehrt; in dem Vergleichsfall in Deutschland ist die Geldmenge 1994 sogar eine Zeitlang gesunken. Ein solch flacher Verlauf der Geldmengenexpansion im Vergleich zum Referenzwert

darf dann nicht zum Anlass genommen werden, die Geldpolitik zu lockern, denn er ist letztlich nur Ausdruck dafür, dass der Sonderfaktor an Einfluss verliert. Deshalb wäre es falsch, die Zinsen daraufhin zu senken, genauso wie es heute für falsch gehalten wird, wegen der hohen Zunahme der Geldmenge die Zinsen zu erhöhen. Alles andere wäre, wenn man der Argumentation mit den vorübergehenden Sonderfaktoren folgt, inkonsequent.

Der konjunkturelle Aufschwung wird für sich genommen die Geldnachfrage in nächster Zeit erhöhen. Um zu verhindern, dass dieser Effekt die Geldmenge über das stabilitätsgerechte Maß steigen lässt, ist es angebracht, die Zinsen anzuhöhen. Dies sollte frühzeitig geschehen. Andernfalls müsste man später eine tatsächlich eingetretene Inflation mit kräftigen Zinserhöhungen bekämpfen, wie es beispielsweise im Jahr 2000 der Fall war. Kurzum: Auch dies spricht dafür, den derzeit expansiven Kurs der Geldpolitik zu korrigieren und ein neutrales Niveau der Zinsen anzustreben.

### Unzureichende Haushaltskonsolidierung

Der Konjunkturabschwung hat in den öffentlichen Finanzen deutliche Spuren hinterlassen (Tabelle 1). Das zusammengefasste Budget in den Ländern des Euroraums wies 2001 ein Defizit in Höhe von 1,3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt aus, nach 0,8 Prozent im Vorjahr (ohne Erlöse aus der Versteigerung von UMTS-Lizenzen). Damit nahm der Haushaltsfehlbetrag erstmals seit

Tabelle 1: Indikatoren zur Situation der öffentlichen Haushalte in Euroland 2000–2003

	Bruttoschulden <sup>a</sup>				Finanzierungssaldo <sup>a</sup>			
	2000	2001 <sup>b</sup>	2002 <sup>c</sup>	2003 <sup>c</sup>	2000	2001 <sup>b</sup>	2002 <sup>c</sup>	2003 <sup>c</sup>
Deutschland	60,3	59,9	60,7	60,4	1,2	-2,7	-2,5	-2,0
Frankreich	57,6	57,1	57,5	56,0	-1,4	-1,5	-1,9	-1,4
Italien	110,5	109,0	107,0	104,5	-0,3	-1,4	-1,9	-1,5
Spanien	60,7	58,0	55,5	53,5	-0,4	0,0	0,0	0,5
Niederlande	56,1	54,0	52,5	51,0	2,2	0,3	-0,2	0,0
Belgien	109,3	107,6	105,0	103,0	0,1	0,2	0,0	0,3
Österreich	63,6	61,7	59,5	57,0	-1,5	0,1	-0,2	0,2
Finland	44,0	43,6	42,5	41,0	7,0	4,9	2,0	3,5
Griechenland	102,7	99,0	95,5	92,5	-1,1	-0,5	-0,5	0,0
Portugal	53,7	53,5	53,5	53,0	-1,5	-1,9	-2,2	-1,7
Irland	38,6	36,0	34,5	32,5	4,5	1,7	0,5	1,5
Luxemburg	5,3	4,0	4,0	4,5	6,1	5,0	4,5	4,0
Euroland	69,5	69,2	68,5	67,1	0,3	-1,3	-1,5	-1,1

<sup>a</sup> In Prozent des Bruttoinlandsprodukts. – <sup>b</sup> Teilweise geschätzt. – <sup>c</sup> Prognose.

Quelle: EZB (2002), eigene Berechnungen und Prognosen.

dem Rezessionsjahr 1993 zu. Die Verschlechterung der Haushaltsposition ist in einigen Ländern nicht allein auf konjunkturelle Gründe zurückzuführen. So wurden im vergangenen Jahr in Deutschland, Frankreich und Italien die Steuern teilweise erheblich gesenkt, ohne dass die betreffenden Regierungen die Ausgaben entsprechend kürzten. Dies zog einen Anstieg der strukturellen Budgetdefizite nach sich, was diese Länder in der Haushaltskonsolidierung zurückwarf. Positiv ist hingegen zu sehen, dass mittlerweile acht von zwölf Ländern im Euroraum einen nahezu ausgeglichenen oder überschüssigen Haushalt aufweisen, nachdem es 1998 derer nur drei gewesen waren. Die Staatsschuldenquote sank im vergangenen Jahr angesichts des gestiegenen Budgetdefizits nur noch leicht auf rund 69 Prozent. Bei erneut sinkender gesamtwirtschaftlicher Kapazitätsauslastung im Durchschnitt dieses Jahres dürfte das zusammengefasste Budgetdefizit 2002 nochmals höher ausfallen als im Vorjahr.

Tabelle 2: Kennzahlen der aktualisierten Stabilitätsprogramme der EWU-Länder<sup>a</sup>

	Reales Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>		Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>c</sup>		Bruttoschuldenstand <sup>c</sup>		Ausgaben <sup>c,d</sup>		Einnahmen <sup>c,d</sup>	
	1998-2001	2002-2005	2001 <sup>e</sup>	2005	2001 <sup>e</sup>	2005	2001 <sup>e</sup>	2005	2001 <sup>e</sup>	2005
Deutschland	1,8	2,2	-2,5	0,0	60,0	55,5	48,0	44,5	45,5	44,0
Frankreich	3,0	2,5	-1,4	0,0	57,1	52,9	52,5	50,5	51,1	50,5
Italien	2,0	2,9	-1,1	0,2	107,5	95,4	47,2	44,2	46,1	44,8
Spanien	3,8	2,9	0,0	0,2	57,5	50,0	39,3	38,9	39,3	39,2
Niederlande <sup>f,g</sup>	3,2	2,2	1,0	1,0	51,8	42,0	45,8		46,8	
Belgien	2,6	2,3	0,0	0,7	107,0	88,6	49,1	47,4	49,0	48,1
Österreich	2,6	2,3	0,0	0,5	61,8	52,1	52,6	49,8	52,6	50,3
Finnland	3,9	2,4	4,7	2,6	42,7	41,8	47,1	46,2	51,8	48,8
Griechenland <sup>f</sup>	3,9	3,9	0,1	1,2	99,6	90,0	47,2	45,6	47,3	46,8
Portugal	3,2	2,6	-2,2	0,4	55,9	53,2	46,2	43,6	44,0	44,0
Irland <sup>f</sup>	9,2	5,0	1,4	-0,6	35,8	34,1	33,4	34,3	34,8	33,6
Luxemburg <sup>f</sup>	6,1	5,5	4,1	3,4	5,0	3,9	40,3	38,4	44,4	41,8
Euroland <sup>h</sup>	2,6	2,6	-1,1	0,2	68,7	61,7	47,8	45,4	46,6	45,5

<sup>a</sup> In einigen Stabilitätsprogrammen werden mehrere Szenarien bezüglich der Wirtschaftsentwicklung betrachtet. In dieser Tabelle ist jeweils das Basis-Szenario berücksichtigt worden. –

<sup>b</sup> Durchschnittliche jährliche Veränderungsrate über die vier Jahre in Prozent. Teilweise geschätzt.

– <sup>c</sup> In Prozent des Bruttoinlandsprodukts. – <sup>d</sup> Angaben aus den Stabilitätsprogrammen, um konzeptionelle Unterschiede bereinigt. – <sup>e</sup> Werte für 2001 sind den Stabilitätsprogrammen entnommen. Eventuell angefallene Erlöse aus der Versteigerung von UMTS-Lizenzen sind in den Stabilitätsprogrammen nicht berücksichtigt. – <sup>f</sup> Projektionszeitraum nur bis 2004. – <sup>g</sup> Nur Zentralregierung. – <sup>h</sup> Durchschnitt für die oben genannten Länder.

Quelle: Nationale Stabilitätsprogramme, eigene Berechnungen und Schätzungen.

*Stabilitäts- und Wachstumspakt in Gefahr*

Die Länder des Euroraums haben Ende vergangenen Jahres im Einklang mit ihren Verpflichtungen aus dem Stabilitäts- und Wachstumspakt zum dritten Mal ihre Stabilitätsprogramme aktualisiert (Tabelle 2). In diesen Programmen legen die Mitgliedstaaten ihre Haushaltsplanung für einen Zeitraum von drei bis vier Jahren dar. Im Stabilitäts- und Wachstumspakt haben sich die Mitgliedstaaten verpflichtet, einen mittelfristig nahezu ausgeglichenen Haushalt oder einen Haushaltsüberschuss anzustreben. Die Erfüllung dieses Ziels gewährleistet, dass der Referenzwert für das öffentliche Defizit von 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in einem normalen Konjunkturabschwung nicht überschritten wird. Die Stabilitätsprogramme sehen ohne Ausnahme spätestens für das Jahr 2005 einen nahezu ausgeglichenen oder überschüssigen Haushalt vor. Dabei weist die Mehrzahl der Länder schon heute zielkonforme Budgetsalden auf. Lediglich Deutschland, Frankreich, Italien und Portugal verzeichnen noch deutliche Budgetdefizite, wobei Deutschland und Portugal sich nah an der Obergrenze von 3 Prozent befinden und sie bei einer weiteren Konjunkturreintrübung wahrscheinlich überschreiten würden.

Angesichts dieses Risikos schlug die Europäische Kommission dem Ministerrat (ECOFIN) zu Jahresbeginn vor, auf Grundlage der Verordnung 1466/97 des Stabilitäts- und Wachstumspakts eine Frühwarnung an die deutsche und an die portugiesische Regierung auszusprechen. Auf der Sitzung des Ministerrats am 12. Februar 2002 fand sich nicht die erforderliche qualifizierte Mehrheit von 62 der insgesamt 87 Stimmen. Auffälligerweise verfügen die vier Länder mit deutlichen Defiziten zusammen über eine Sperrminorität im Ministerrat. Es ist also ein Konstruktionsfehler des Stabilitäts- und Wachstumspakts, dass diejenigen Regierungen, welche mit seinen Bestimmungen in Konflikt geraten, selbst stimmberechtigt sind. Ob der Pakt im Ernstfall wirksam ist, wird sich erst dann herausstellen, wenn ein Land den Referenzwert von 3 Prozent überschreitet. Allerdings sind Zweifel darüber angebracht, ob in einem solchen Fall tatsächlich Strafen verhängt werden, zumal das Sanktionsverfahren sehr langwierig ist (Scheide und Solveen 1998: 15 ff.).

*Keine Angst vor dem Sparen*

Letztlich stellt sich aber die Frage, warum es den vier genannten Ländern nicht gelungen ist, in den drei Jahren seit Beginn der Währungsunion eine ausgeglichene Budgetposition zu erreichen. Im Jahr 1998 lagen die Defizitquoten dieser Länder jeweils etwa genauso hoch wie die Defizitquote für den Euroraum insgesamt (2,2 Prozent). Vermutlich herrschte bei den Regierungen dieser Länder der Glaube vor, eine Konsolidierung in Höhe von einem Dreiviertel Prozentpunkt des Bruttoinlandsprodukts pro Jahr würde kurzfristig zu erheblichen Produktionsverlusten führen. Dabei zeigt die jüngere empirische Literatur zu den Effekten von Budgetkonsolidierungen auf die Konjunktur, dass solche traditionellen keynesianischen Wirkungen oftmals nicht mit den Daten in Einklang stehen.<sup>12</sup> So ist es in der Vergangenheit in Ländern, deren Regierungen glaubwür-

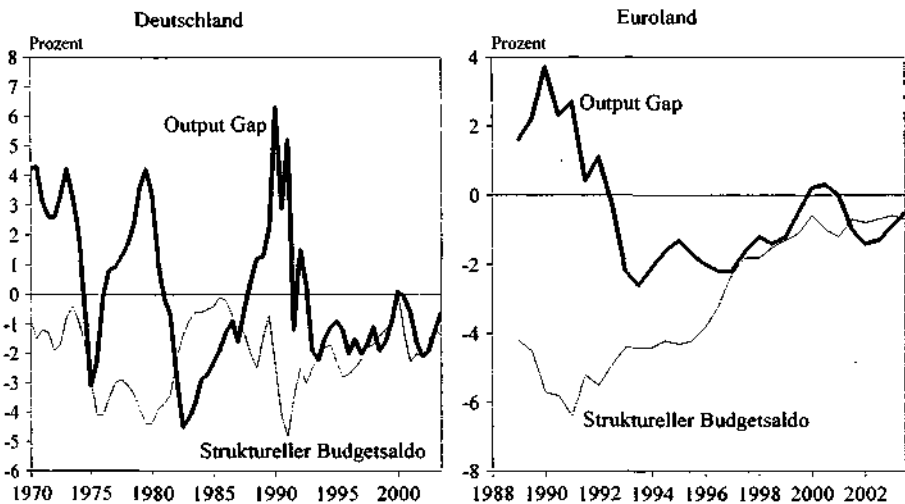
<sup>12</sup> Siehe zum Beispiel Alesina und Perotti (1997) sowie Giavazzi et al. (2000).



dige, auf der Ausgabenseite ansetzende Konsolidierungsstrategien verfolgten, nicht zu einem konjunkturellen Abschwung gekommen, wie es die traditionelle Theorie erwarten lässt. Vielmehr wurde der Ausfall von Staatsnachfrage vielerorts durch eine vermehrte Nachfrage des privaten Sektors ausgeglichen, in einigen Fällen sogar überkompensiert. Die Relevanz solcher so genannten nichtkeynesianischen Effekte der Finanzpolitik gehört mittlerweile zum Konsens in der Makroökonomik (siehe z. B. Blinder 1997).

Schaubild 6 verdeutlicht, dass diese nichtkeynesianischen Effekte in der jüngeren Vergangenheit sowohl im Euroraum insgesamt als auch in Deutschland, das hier repräsentativ für die vier Nachzügler im Konsolidierungsprozess herangezogen wird, eine Rolle gespielt haben könnten. Abgebildet sind jeweils der Output Gap als Konjunkturmaß sowie der strukturelle Budgetsaldo als Maß für diskretionäre Finanzpolitik. Nach der traditionellen Theorie sollte zwischen diesen beiden Größen ein negativer Zusammenhang sowie eine vom Budgetsaldo zum Output Gap führende Kausalität bestehen. Es bietet sich an, bei der Analyse der Daten zwei Phasen zu unterscheiden: Zum einen die Jahre 1970–1992 und zum anderen die Zeit ab 1993, dem Jahr, in dem die Haushaltskonsolidierung im Maastrichter Vertrag verankert wurde. Für den erstgenannten Zeitraum ergibt sich für Deutschland eine negative Korrelation zwischen Output Gap und strukturellem Budgetsaldo (Korrelationskoeffizient:  $-0,29$ ). Allerdings kann die Nullhypothese von Granger-Kausalitätstests nicht abgelehnt werden, d. h., Output Gap und struktureller Budgetsaldo sind nicht kausal füreinander. Für den Zeitraum 1993–2001 ergeben sich hingegen ein positiver Korrelationskoeffizient ( $0,54$ ) und eine Kau-

Schaubild 6: Output Gap und struktureller Budgetsaldo<sup>a</sup>



<sup>a</sup> In Prozent des Produktionspotentials. Halbjahresdaten. 2002 und 2003: Prognosen der OECD.  
Quelle: OECD (2001).

salbeziehung, die vom strukturellen Budgetsaldo zum Output Gap führt.<sup>13</sup> Für den Euroraum insgesamt ergibt sich qualitativ dasselbe Ergebnis (Korrelationskoeffizient 1993–2001: 0,77).

Dieser Befund ist ein Indiz dafür, dass sich die Wirkung diskretionärer Finanzpolitik auf die Konjunktur nach Abschluss des Maastrichter Vertrags geändert hat. Eine solch einfache Analyse lässt zwar nicht die Beantwortung der Frage zu, ob die Finanzpolitik diesen Zusammenhang tatsächlich im Sinne eines Menüs ausnutzen kann.<sup>14</sup> Sie verdeutlicht aber, dass die Behauptung, eine Haushaltskonsolidierung führe zwangsläufig zu einem Konjunktüreinbruch, auf tönernen Füßen steht. Vielmehr zeigen die Arbeiten von Alesina und Perotti, dass Konsolidierungsstrategien, welche auf der Ausgabenseite ansetzen, mit großer Wahrscheinlichkeit zum Erfolg führen. Ein spektakuläres Beispiel für eine solche Strategie stellt der Fall Irlands dar, wo zwischen 1986 und 1989 das strukturelle Budgetdefizit um insgesamt 6 Prozentpunkte reduziert und gleichzeitig ein Anstieg des Output Gaps um 5,5 Prozentpunkte verzeichnet wurde. In diesem Zeitraum reduzierte die irische Regierung die Staatsausgabenquote um insgesamt rund 11,5 Prozentpunkte. Dabei ist zu berücksichtigen, dass drastische Schritte von der Regierung angesichts der schweren Wirtschaftskrise in den Jahren zuvor als unabdingbar angesehen und nicht etwa als Reaktion auf einen einsetzenden Konjunkturaufschwung durchgeführt wurden. Ein weiteres Beispiel für eine erfolgreiche, auf der Ausgabenseite ansetzende Budgetkonsolidierung ist Euroland in den Jahren 1993–2000. In diesem Zeitraum sank das strukturelle Budgetdefizit um rund 4 Prozentpunkte, gleichzeitig nahm der Output Gap um 2 Prozentpunkte zu. Dabei verbesserte sich die Lage der öffentlichen Finanzen ausschließlich aufgrund einer rückläufigen Ausgabenquote; die Einnahmenquote blieb in diesem Zeitraum unverändert.

Angesichts dieser Überlegungen hat das Institut für Weltwirtschaft im Herbstgutachten der Arbeitsgemeinschaft wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute (2001) eine abweichende Position zur Finanzpolitik bezogen. Seinerzeit forderte die Mehrheit der Institute, die Bundesregierung solle die zweite Stufe der Steuerreform vorziehen und ihre Konsolidierungsbemühungen bis zum Beginn des nächsten Aufschwungs aussetzen. Das Institut für Weltwirtschaft vertrat hingegen die Auffassung, vom Konsolidierungskurs solle nicht abgewichen werden, und zwar aus mehreren Gründen: Zum einen neigen Regierungen dazu, Konsolidierungsbemühungen für die Zukunft zu planen, sie aber nicht umzusetzen, wenn der Zeitpunkt gekommen ist. Insbesondere wird im Aufschwung häufig nicht die Notwendigkeit zum Sparen gesehen, da sich das tatsächliche Budgetdefizit konjunkturbedingt verringert. Zum anderen hätte ein Vorziehen der Steuerreform ohne gleichzeitige Ausgabenkürzungen die Glaubwürdigkeit der Konsolidierungsstrategie aufs Spiel gesetzt. Die Glaubwürdigkeit ist jedoch einen

---

<sup>13</sup> In umgekehrter Richtung kann keine Kausalität nachgewiesen werden. Das Ergebnis des Kausalitätstests sollte aufgrund des geringen Stichprobenumfangs (18 Beobachtungen) jedoch nicht überbewertet werden.

<sup>14</sup> Siehe Kamps (2001) zur Identifikation finanzpolitischer Wirkungen und zur Robustheit (nicht)keynesianischer Wirkungszusammenhänge.

wichtiger Erfolgsfaktor. Erwartet der private Sektor, dass Steuersenkungen nicht von Dauer sind, da die Defizitprobleme nicht angepackt werden, so kann es sein, dass die privaten Wirtschaftssubjekte ihre Nachfrage einschränken. Natürlich sind Steuersenkungen unter Effizienzgesichtspunkten zu begrüßen. Allerdings setzt eine dauerhafte Reduzierung der Steuerlast voraus, dass die Staatstätigkeit in entsprechendem Ausmaß eingeschränkt wird. Den Regierungen in Deutschland, Frankreich, Italien und Portugal ist eine beherzte Konsolidierung nach dem Beispiel Irlands zu empfehlen. Gelänge es, den Ausgabenanstieg – insbesondere in den Sozialsystemen – einzudämmen oder die Ausgaben sogar zu kürzen, dann gäbe es Spielraum für eine gleichzeitige Rückführung der Steuerlast und des Budgetdefizits. Dies würde die Wachstumsperspektiven verbessern, und die Chancen stünden gut, dass auch kurzfristig die wirtschaftliche Aktivität nicht gedämpft, sondern sogar angeregt würde.

### **Lohnanstieg noch stabilitätskonform**

Die Löhne im Euroraum sind im vergangenen Jahr etwas schneller gestiegen als in den Jahren zuvor, die von ausgeprägter Lohnzurückhaltung gekennzeichnet gewesen waren. Die Arbeitsentgelte je Arbeitnehmer nahmen um 3 Prozent zu, nach 2,5 Prozent im Jahr 2000 und knapp 2 Prozent in den Jahren 1997–1999. Eine Rate von 3 Prozent ist angesichts eines trendmäßigen Produktivitätsanstiegs von etwa 1,5 Prozent vereinbar mit dem Stabilitätsziel der EZB. Bei einem stärkeren Anziehen des Lohnauftriebs käme es allerdings zum Konflikt mit dem Ziel der Geldpolitik, die Inflation mittelfristig unter 2 Prozent zu halten. Daher hat die EZB erneut signalisiert, dass sie die anstehenden Lohnverhandlungen mit großer Aufmerksamkeit verfolgen wird (EZB 2002: 24).

Die Beschleunigung beim Lohnanstieg war zum einen Ergebnis zunehmender Engpässe am Arbeitsmarkt nach Jahren kräftiger Beschäftigungsausweitung. Zum anderen waren die Arbeitnehmer bemüht, die Realeinkommenseinbußen, zu denen es durch den unerwartet hohen Verbraucherpreisauftrieb gekommen war, zu begrenzen. Dies ist allerdings nur zum Teil gelungen, auch weil in einigen Ländern (so in Deutschland, Italien, Finnland und Irland) längerfristige Tarifverträge ausgehandelt worden waren und Neuverhandlungen noch nicht – bzw. nur in einzelnen weniger bedeutenden Sektoren – anstanden. So ist das Argument eines „Nachholbedarfs“ bei den Reallöhnen in vielen Ländern nach wie vor zu hören.

Allerdings hat sich die konjunkturelle Lage im Verlauf des vergangenen Jahres stark verschlechtert. Eingetrübte Beschäftigungsaussichten und vielerorts steigende Arbeitslosigkeit schwächen die Verhandlungsposition der Gewerkschaften, Gewinneinbrüche und abnehmende Kapazitätsauslastung verringern die Neigung der Unternehmen zu Zugeständnissen. Nicht zuletzt schwächt sich der Anstieg bei den Verbraucherpreisen seit einiger Zeit deutlich ab, was ebenfalls die Bereitschaft der Arbeitnehmer zu moderaten Tarifabschlüssen erhöht.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Löhne in Euroland insgesamt im laufenden Jahr in ähnlichem Tempo zunehmen werden wie 2001. Dabei steht eine Abschwächung in den meisten kleineren Ländern einem etwas beschleunig-

Tabelle 3: Lohnanstieg<sup>a</sup> in Prozent in Euroland

	Gewicht <sup>b</sup> in Prozent	2000	2001 <sup>c</sup>	2002 <sup>d</sup>	2003 <sup>d</sup>
Deutschland	30,8	1,2	1,9	2,5	2,5
Frankreich	19,0	1,9	2,2	2,5	2,6
Italien	16,6	2,9	3,2	2,7	2,7
Spanien	11,6	3,4	3,9	3,6	3,0
Niederlande	5,6	4,6	5,0	4,3	4,0
Portugal	3,7	6,3	6,4	5,0	4,5
Österreich	3,3	2,1	2,4	2,4	2,5
Belgien	3,2	3,2	3,2	3,1	2,5
Griechenland	3,1	6,1	5,5	5,5	5,0
Finnland	1,9	3,9	4,4	4,1	4,0
Irland	1,4	8,7	9,5	7,5	7,0
Euroland	100,0	2,5	3,0	3,0	2,9

<sup>a</sup> Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer. – <sup>b</sup> Auf Basis der Zahl der Erwerbstätigen im Jahr 2000.  
– <sup>c</sup> Schätzung. – <sup>d</sup> Eigene Prognose.

Quelle: Europäische Kommission (2001), OECD (2002), eigene Berechnungen und Prognosen.

ten Lohnanstieg in Deutschland und in Frankreich gegenüber (Tabelle 3). In Frankreich waren die Lohnabschlüsse je Beschäftigten in den vergangenen Jahren dadurch gedämpft worden, dass die Arbeitszeit mit der schrittweisen Einführung der 35-Stundenwoche verkürzt worden war. Dieser Effekt entfällt nunmehr, so dass von daher eine Beschleunigung bei den Lohnzuwächsen wahrscheinlich ist. Auch im kommenden Jahr dürfte sich das Tempo des Lohnauftriebs im Euroraum insgesamt nur wenig verändern. Zwar wird angesichts eines voraussichtlich abgeschwächten Verbraucherpreisanstiegs der geforderte Inflationsausgleich geringer ausfallen. Gleichzeitig ergeben sich aber mit der wieder besseren Konjunktur größere Lohnerhöhungsspielräume. Bei den von uns erwarteten Abschlüssen gibt

Tabelle 4: Arbeitskosten und Produktivität in Euroland – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent

	1999	2000	2001	2002	2003
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,3	2,5	3,0	3,0	2,9
Arbeitsproduktivität <sup>a</sup>	0,9	1,4	0,2	1,2	1,9
Lohnstückkosten	1,4	1,1	2,8	1,8	1,0

<sup>a</sup> Reales Bruttoinlandsprodukt je Beschäftigten.

Quelle: Europäische Kommission (2001), EZB (2002), eigene Berechnungen und Prognosen.

es Anreize zur Beschäftigungsausweitung; sie sind allerdings geringer als am Ende der neunziger Jahre. Gleichzeitig bleibt die Lohnpolitik auf einem Kurs, der das Stabilitätsziel der EZB nicht gefährdet. Der Lohnstückkostenanstieg dürfte sich bei konjunkturbedingt verbesserter Produktivitätsentwicklung wieder auf Raten unter 2 Prozent abschwächen (Tabelle 4). Im kommenden Jahr wird der Preisauftrieb von der Lohnstückkostenseite her somit gedämpft.

### National unterschiedliche Lohnfindungsprozesse

In den Ländern der Europäischen Union bestehen Lohnverhandlungssysteme, die sich historisch entwickelt haben und sich in verschiedener Hinsicht unterscheiden. Neben sektoralen und unternehmensspezifischen Lohnverhandlungen, die in jedem Land anzutreffen sind (Tabelle 5), gibt es in vier Ländern Lohnverhandlungen auf zentraler Ebene, die entweder die Gesamtwirtschaft (in Finnland und in Irland), den privaten Sektor (in Belgien und in Griechenland) oder die Industrie (in Dänemark) umfassen (EIRO 2000). Abgesehen davon gibt es in einer Reihe von Ländern staatlich festgelegte Mindestlöhne.<sup>15</sup>

Tabelle 5: Lohnverhandlungsebenen in den Ländern der EWU

	Zentrale Ebene	Sektorale Ebene	Unternehmens-ebene	Einordnung insgesamt
Belgien	xxx	x	x	zentralisiert
Dänemark	xx	xx	x	intermediär
Deutschland		xxx	x	intermediär
Finnland	xx	xx	x	zentralisiert
Frankreich		x	xxx	dezentral
Griechenland	x	xxx	x	intermediär
Irland	xxx	x	x	zentralisiert
Italien		xxx	x	intermediär
Luxemburg		xx	xx	intermediär
Niederlande	*	xxx	x	zentralisiert
Österreich	*	xxx	x	zentralisiert
Portugal		xxx	x	intermediär
Schweden		xxx	x	intermediär
Spanien		xxx	x	intermediär
Vereinigtes Königreich		x	xxx	dezentral

x = Lohnverhandlungsebene vorhanden, aber unbedeutend. – xx = Lohnverhandlungsebene wichtig, aber nicht dominierend. – xxx = dominierende Lohnverhandlungsebene. – \* Bedeutende übergeordnete Koordination.

Quelle: EIRO (2000), Dhose und Krieger-Boden (1998), eigene Darstellung.

<sup>15</sup> Mindestlöhne in verschiedener Ausprägung gibt es in Belgien, Deutschland, Frankreich, Griechenland, Irland, Luxemburg, in den Niederlanden, in Portugal, Spanien und im Vereinigten Königreich (vgl. EIRO 2000).

Die zentrale Ebene ist in Belgien und in Irland entscheidend, während sie in Finnland nicht in jeder Lohnrunde maßgeblich ist und in Dänemark eine der sektoralen Ebene vergleichbare Bedeutung hat. Die Unternehmensebene dominiert das Verhandlungsergebnis in Frankreich und im Vereinigten Königreich und ist auch in Luxemburg wichtig. In den übrigen Ländern ist die sektorale Ebene vorherrschend. Eine dominante Lohnverhandlungsebene lässt sich für Finnland, Dänemark und Luxemburg nicht feststellen. Sektorale Lohnverhandlungen sind in Irland und im Vereinigten Königreich auf wenige Branchen beschränkt. In anderen Ländern, so in Frankreich, in den Niederlanden, in Portugal und in Spanien, unterliegen vor allem kleinere und mittlere Unternehmen sektoralen Tarifabschlüssen, während die Großunternehmen vielfach Firmentarifverträge abschließen. Unterschiede gibt es auch hinsichtlich der geographischen Reichweite der Tarifabschlüsse. Während in den meisten Ländern sektorale Tarifabschlüsse für das gesamte Land gelten, ist ihre Reichweite zumindest formal in Deutschland, Frankreich und Spanien auf bestimmte Regionen beschränkt.

Es gibt des Weiteren Unterschiede im Verhältnis der Verhandlungsebenen zueinander. In einer Reihe von Ländern ergänzen sich die sektorale und die Unternehmensebene. Dabei wird in den sektoralen Tarifverträgen in der Regel eine Untergrenze für den Lohnanstieg festgelegt, die von den Unternehmen je nach individueller Situation überschritten werden darf. Dagegen wird in Belgien und in Irland zentral eine Obergrenze festgelegt, die von den Tarifpartnern auf sektoraler Ebene bzw. auf Unternehmensebene einzuhalten ist.

Typisiert man die nationalen Lohnverhandlungssysteme in der Tradition von Calmfors und Driffill (1988) nach ihrem Zentralitätsgrad, so sind sie in der überwiegenden Zahl der Länder als intermediär zu bezeichnen.<sup>16</sup> Zentrale Lohnverhandlungssysteme finden sich in Belgien, Finnland und Irland sowie in Österreich und in den Niederlanden, wo zwar die eigentlichen Lohnverhandlungen überwiegend auf sektoraler Ebene angesiedelt sind, auf nationaler Ebene aber über eine zentrale Koordination erheblicher Einfluss ausgeübt wird. Als dezentral zu charakterisieren sind die Lohnverhandlungssysteme im Vereinigten Königreich und in Frankreich.

Darüber hinaus werden die Lohnfindungsprozesse davon geprägt, in welchem Ausmaß Arbeitnehmer und Arbeitgeber in Interessenverbänden organisiert sind und inwieweit die Tarifverträge verbindlich sind bzw. welcher Anteil der Arbeitsplätze von Tarifverträgen erfasst wird. Hier gibt es ebenfalls beträchtliche Unterschiede von Land zu Land (Tabelle 6). Die skandinavischen Länder sind durch einen hohen gewerkschaftlichen Organisationsgrad gekennzeichnet. Dagegen ist der Organisationsgrad der Unternehmen hier nicht besonders hoch, ebenso liegt der Erfassungsgrad der Tarifverträge eher im Mittelfeld. Das Instrument der Allgemeinverbindlicherklärung der Tarifverträge gibt es innerhalb dieser Gruppe lediglich in Finnland. Der in der EU vorherrschende Typus ist jedoch der, bei dem der gewerkschaftliche Organisationsgrad relativ niedrig (und im Zeitablauf fallend) ist und die Unternehmen vergleichsweise stark organisiert sind. Dies führt dazu, dass der Erfassungsgrad der Tarifverträge zumeist ausgesprochen hoch ist.

<sup>16</sup> Für eine leicht abweichende Einstufung vgl. OECD (1997).

Tabelle 6: Organisationsgrad von Arbeitnehmern und Arbeitgebern, Erfassungsgrad und Inzidenz von Allgemeinverbindlicherklärungen in den Ländern der EWU<sup>a</sup>

	Gewerkschaftlicher Organisationsgrad	Unternehmensorganisationsgrad <sup>b</sup>	Erfassungsgrad	Gesetzl. Allgemeinverbindlicherklärung
Belgien	40	80	82	bedeutsam
Dänemark	68	48	52	nicht vorhanden
Deutschland	25	76	80	bedeutsam
Finnland	65	58	67	bedeutsam
Frankreich	<7	71	75	eingeschränkt
Griechenland	<15	n.v.	97	bedeutsam
Irland	37	44	n.v. <sup>c</sup>	vernachlässigbar
Italien	32	40	90	nicht vorhanden
Luxemburg	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Niederlande	19	80	79	eingeschränkt
Österreich	37	96	97	bedeutsam
Portugal	<20	n.v.	80	eingeschränkt
Schweden	77	60	72	nicht vorhanden
Spanien	<15	70	67	eingeschränkt
Vereinigtes Königreich	21	57	40	nicht vorhanden

<sup>a</sup> Mitte der neunziger Jahre. – <sup>b</sup> Gemessen am Anteil der Arbeitnehmer in Unternehmen, die Mitglied von Unternehmensverbänden sind. – <sup>c</sup> Der Erfassungsgrad in Irland ist sehr hoch; genaue Zahlen liegen jedoch nicht vor. – n.v. = nicht verfügbar.

Quelle: Auer (2001: 58), Dhose und Krieger-Boden (1998: 68).

Gestärkt wird die Macht der Gewerkschaften in einigen Ländern dadurch, dass die Tarifverträge für allgemeinverbindlich erklärt werden können.

Die Koordination der Lohnpolitik auf gesamtwirtschaftlicher und/oder nationaler Ebene erfolgt in den Ländern auf unterschiedliche Weise.<sup>17</sup> Im Vereinigten Königreich und in Frankreich beschränkt sich die Koordination auf die Einhaltung eines staatlich verordneten Mindestlohns. Eine stärkere Form der Einflussnahme durch die Regierung erfolgt in Belgien und in Luxemburg, wo es Lohnindexierungsmechanismen gibt.<sup>18</sup> In den übrigen Ländern findet eine Abstimmung der Lohnpolitik zwischen den Verbänden der Tarifpartner auf nationaler Ebene statt. Diese erfolgt zum Teil explizit, indem von den Spitzenverbänden der Gewerkschaften und der Unternehmer zentrale Lohnleitlinien vorgegeben werden (Belgien, Finnland, Irland, Niederlande, Spanien). Zum Teil ist die Koordination implizit, indem einem Sektor die Lohnführerschaft zufällt. An solchen Pi-

<sup>17</sup> Vgl. hierzu OECD (1997), EIRO (2000).

<sup>18</sup> Die Lohnzuwächse sind grundsätzlich an die Inflationsrate gekoppelt, allerdings spielte in Belgien zuletzt die Entwicklung der Arbeitskosten in den wichtigsten Handelspartnerländern eine entscheidende Rolle bei der Bestimmung der Tarifloohnerhöhungen.

lotabschlüssen orientieren sich die Sozialpartner bei den übrigen Tarifverträgen insbesondere in Österreich, Dänemark, Deutschland und Schweden.

Eine neuere lohnpolitische Entwicklung ist die Bildung von Kommissionen und „runden Tischen“. Solche parteiübergreifenden Institutionen wurden bislang in zehn EU-Ländern gebildet.<sup>19</sup> Ihre Ausgestaltung und Relevanz ist allerdings von Land zu Land sehr unterschiedlich. Die Beschlüsse reichen von unverbindlichen Grundsatzserklärungen zu Fragen der Lohnpolitik (wie beispielsweise im Rahmen des „Bündnis für Arbeit“ in Deutschland) bis hin zu gesetzlich festgeschriebenen Vorgaben für die Lohnentwicklung (beispielsweise im Rahmen der irischen Konsensprogramme).

Alles in allem sind die Unterschiede in den nationalen Lohnfindungssystemen ausgeprägt. Vor diesem Hintergrund kann von einem einheitlichen Lohnfindungsprozess oder gar einer einheitlichen Lohnpolitik im Euroraum nicht gesprochen werden. Aus institutionellen Gründen ist das Verfolgen konkreter Lohnleitlinien für den Euroraum insgesamt zurzeit nicht möglich. Vielmehr ist der Lohnanstieg im Euroraum auf unterschiedliche nationale Entwicklungen zurückzuführen, die sich wiederum zumeist nur in sehr begrenztem Maße zentral steuern lassen.

Damit wird auch die Möglichkeit einer Koordinierung der makroökonomischen Politikfelder auf EU-Ebene oder im Euro-Währungsgebiet, wie sie verschiedentlich mit dem Ziel einer besseren Ausschöpfung des Wachstumspotentials gefordert wird, erschwert. Um die Voraussetzungen für eine gemeinsame europäische Lohnpolitik zu schaffen, müssten die nationalen Lohnverhandlungssysteme harmonisiert und außerdem zentralisiert werden. Es besteht aber in der Politik wie in der Wissenschaft keine hinreichende Einigkeit darüber, wie die geeigneten Institutionen aussehen sollten. Eine Harmonisierung der Lohnfindungsprozesse erscheint auch aus mehreren grundsätzlichen Erwägungen heraus nicht angebracht.

Es muss berücksichtigt werden, dass sich die für die Lohnsetzung relevanten Institutionen in den einzelnen Ländern historisch entwickelt haben und möglicherweise Ausdruck unterschiedlicher nationaler Präferenzen sind. Es ist nicht selbstverständlich, dass Arbeitsmarktinstitutionen, die in einem Land gute Ergebnisse hervorgebracht haben, auch in jedem anderen Land zufriedenstellend funktionieren (Freeman 1988). Es ist zumindest zweifelhaft, ob eine zentral gesteuerte Harmonisierung der EU-Arbeitsmarktinstitutionen den national unterschiedlichen Erfordernissen gerecht werden kann. Vielmehr sollte darauf vertraut werden, dass sich überlegene Institutionen im Wettbewerb zwischen verschiedenen Alternativen herausbilden und durchsetzen (von Hayek 1968).

### **Ausblick: Auftriebskräfte setzen sich durch**

Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die Konjunktur im Euroraum die Talsohle im ersten Quartal 2002 durchschritten hat und der Aufschwung unmit-

<sup>19</sup> Für eine Übersicht siehe EIRO (2000), zu näheren Informationen im einzelnen Fajertag und Pochet (1997), Hassel (1998) und Kuntze (1998).



Tabelle 7: Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Euroland 2001–2003

	2001				2002				2003			
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q. <sup>a</sup>	2. Q. <sup>a</sup>	3. Q. <sup>a</sup>	4. Q. <sup>a</sup>	1. Q. <sup>a</sup>	2. Q. <sup>a</sup>	3. Q. <sup>a</sup>	4. Q. <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,1	0,3	0,8	-0,7	1,7	3,2	3,6	3,4	3,0	2,7	2,4	2,3
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	-0,2	1,2	-0,4	-0,9	1,3	2,9	3,6	3,4	3,1	2,8	2,4	2,1
Privater Verbrauch <sup>b</sup>	4,1	1,8	0,3	0,4	1,2	2,2	2,4	2,8	2,7	2,5	2,1	1,9
Staatsverbrauch <sup>b</sup>	2,5	1,6	1,1	2,2	1,8	1,9	1,6	1,9	1,5	1,4	1,4	1,5
Anlageinvestitionen <sup>b</sup>	-0,9	-2,5	-1,0	-3,3	1,5	4,5	5,9	5,9	5,5	4,8	4,0	3,6
Vorratsveränderungen <sup>c</sup>	-2,8	0,4	-0,6	-0,8	-0,1	0,2	0,5	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
Außenbeitrag <sup>c</sup>	2,3	-0,8	1,2	0,2	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
Exporte <sup>b,d</sup>	-0,1	-1,8	-1,7	-3,4	3,3	5,5	6,4	6,7	5,9	5,6	5,6	5,4
Importe <sup>b,d</sup>	-6,1	0,3	-4,9	-4,1	2,4	4,7	6,5	7,0	6,3	6,1	5,9	5,2
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	8,4	8,3	8,3	8,4	8,5	8,5	8,5	8,4	8,3	8,1	8,0	7,9
Konsumentenpreise (HVPI) <sup>f</sup>	2,3	3,1	2,5	2,2	2,4	1,6	1,7	1,7	1,4	1,7	1,9	2,0
Geldmenge M3 <sup>b</sup>	6,5	7,3	9,6	9,8	4,9	1,7	3,4	3,4	5,0	5,0	5,0	5,0
Zinssatz für Dreimonatsgeld	4,7	4,6	4,3	3,3	3,3	3,3	3,6	4,0	4,2	4,3	4,3	4,2
Zinssatz für Staatsanleihen (10 Jahre)	5,0	5,2	5,1	4,8	5,0	5,3	5,5	5,6	5,6	5,5	5,4	5,3
Wechselkurs gegenüber dem Dollar <sup>g</sup>	0,92	0,88	0,89	0,90	0,88	0,91	0,94	0,96	0,96	0,92	0,92	0,93
Realer effektiver Wechselkurs <sup>h</sup>	89,0	86,9	88,2	88,5	87,7	88,8	90,1	90,8	90,5	88,9	89,0	89,0

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

Tabelle 8: Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Euroland 2000–2003

	Gewicht in Prozent <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>				Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>				Arbeitslosenquote <sup>d</sup> in Prozent			
		2000	2001 <sup>e</sup>	2002 <sup>f</sup>	2003 <sup>f</sup>	2000	2001	2002 <sup>f</sup>	2003 <sup>f</sup>	2000	2001	2002 <sup>f</sup>	2003 <sup>f</sup>
Deutschland	31,1	3,0	0,6	1,2	2,7	2,0	2,4	1,4	1,6	7,9	7,9	8,2	7,9
Frankreich	21,4	3,6	2,0	2,1	3,1	1,9	1,8	1,6	1,6	9,3	8,6	9,0	8,5
Italien	17,8	2,9	1,8	1,7	3,0	2,7	2,3	1,8	1,8	10,4	9,5	9,3	8,8
Spanien	9,2	4,1	2,8	2,5	3,5	3,5	3,2	2,2	2,0	14,0	13,0	12,6	11,8
Niederlande	6,1	3,5	1,1	1,8	3,4	2,3	5,2	3,4	2,0	2,8	2,4	2,6	2,7
Belgien	3,8	4,0	1,0	1,8	3,6	2,7	2,4	1,9	1,9	6,9	6,6	6,8	6,2
Österreich	3,1	3,3	1,1	1,7	3,1	2,0	2,3	1,2	1,6	3,6	3,6	4,0	3,7
Finnland	2,0	5,6	0,7	2,3	4,5	3,0	2,6	1,9	1,8	9,7	9,1	9,4	8,7
Griechenland	1,9	4,3	4,7	3,0	4,7	2,3	3,6	3,7	2,6	11,1	10,4	9,9	9,3
Portugal	1,7	3,4	1,7	2,0	3,5	2,8	4,4	2,5	2,3	4,1	4,1	4,5	4,3
Irland	1,6	11,4	6,0	4,5	7,0	2,8	4,0	3,3	2,9	4,2	3,8	4,3	4,1
Luxemburg	0,3	7,5	5,1	4,0	5,5	5,2	2,4	1,5	1,7	2,4	2,4	2,6	2,3
Euroland	100,0	3,4	1,5	1,7	3,0	2,3	2,5	1,9	1,8	8,8 <sup>g</sup>	8,3 <sup>g</sup>	8,5 <sup>g</sup>	8,1 <sup>g</sup>

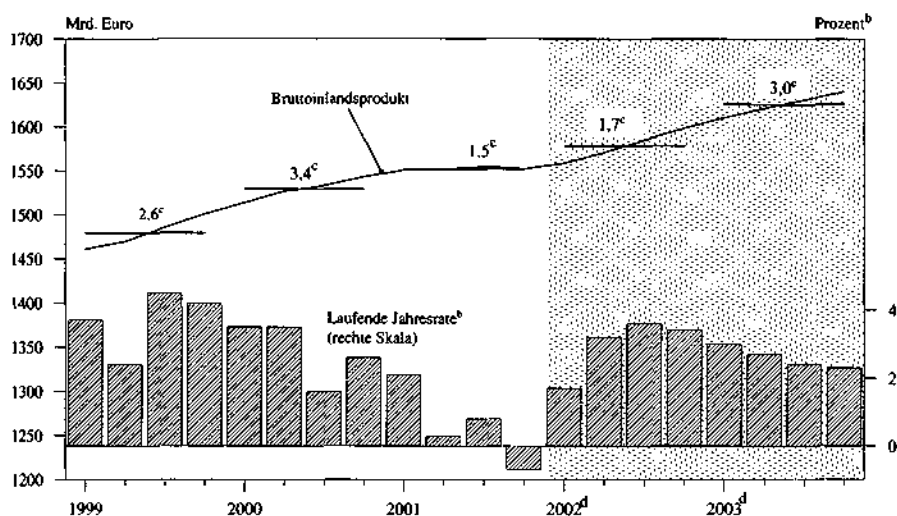
<sup>a</sup> Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2000. – <sup>b</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). – <sup>c</sup> Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). – <sup>d</sup> Standardisierte Arbeitslosenquote nach dem ILO-Konzept. – <sup>e</sup> Teilweise geschätzt. – <sup>f</sup> Prognose. – <sup>g</sup> Auf der Grundlage der Erwerbstätigen von 2000.

Quelle: EZB (2002), OECD (2002), eigene Berechnungen und Prognosen.

telbar bevorsteht. Die von der Europäischen Kommission zusammengestellten Vertrauensindikatoren sind seit Dezember vergangenen Jahres aufwärts gerichtet. Insbesondere die Produktionserwartungen in der Industrie und die Erwartungen der Verbraucher über die zukünftige wirtschaftliche Lage zogen in den vergangenen Monaten deutlich an. Gleichzeitig ist der Einkaufsmanagerindex für Euroland deutlich gestiegen; er lag zuletzt nur noch knapp unter 50, dem Wert, ab dem der Index eine Expansion der Produktion signalisiert. Schließlich zeigt der von EUROFRAME berechnete Konjunkturindikator eine kräftige Belebung der wirtschaftlichen Expansion im Verlauf des ersten Halbjahrs an.

Im ersten Quartal dieses Jahres dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion gleichwohl nochmals langsamer zugenommen haben als das Potential (Tabelle 7). Die privaten Haushalte haben ihre Konsumausgaben wohl angesichts einer wieder höheren Inflation und steigender Arbeitslosigkeit nur langsam ausgeweitet. Da die Kapazitätsauslastung derzeit niedrig ist, dürften sich die verbesserten Absatz- und Ertrags Erwartungen im ersten Quartal noch nicht in einem deutlichen Investitionsanstieg niederschlagen. Die Ausfuhren dürften im ersten Quartal allenfalls leicht gestiegen sein. In den kommenden Monaten wird die Konjunktur im Ausland erheblich an Fahrt gewinnen und die Exporte begünstigen. Im Verlauf dieses Jahres dürften sich auch die binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte im Euroraum mehr und mehr durchsetzen. Anregend wirkt dabei die expansive Geldpolitik. Alles in allem rechnen wir für den Durchschnitt dieses Jahres mit einer Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,7 Prozent, nach 1,5 Prozent im

Schaubild 7: Reales Bruttoinlandsprodukt<sup>a</sup> in Euroland



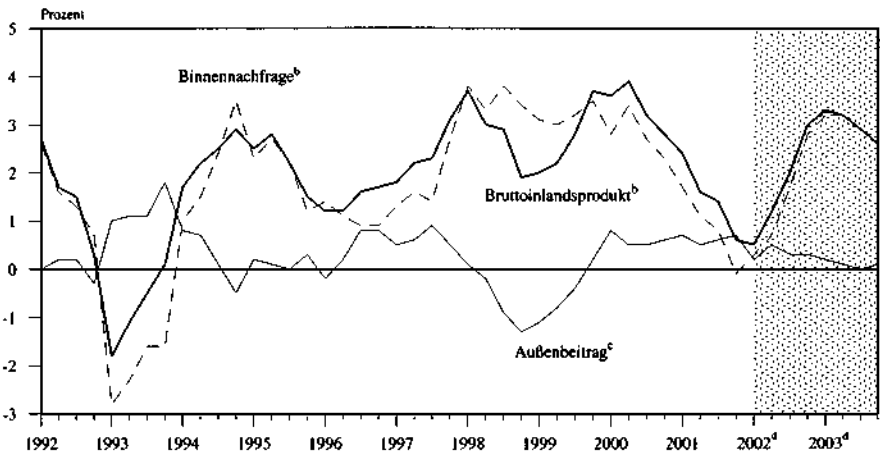
<sup>a</sup> Saison- und arbeitstäglich bereinigt. – <sup>b</sup> Veränderungen gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. – <sup>c</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. – <sup>d</sup> Ab 2002 I: Prognose.

Quelle: Eurostat (2002), eigene Prognosen.

Vorjahr (Tabelle 8). Der Aufschwung wird den Arbeitsmarkt erst im Herbst erfassen, so dass im Jahresdurchschnitt mit einem geringfügigen Anstieg der Arbeitslosenquote zu rechnen ist.

Im Laufe des kommenden Jahres werden sich die Produktionszuwächse in Euroland allmählich verringern (Schaubild 7); im zweiten Halbjahr dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion in der Grundtendenz potentialgerecht zunehmen. Die konjunkturelle Beruhigung ist dabei auf das Auslaufen wichtiger Impulse zurückzuführen. Der Aufschwung in der Weltwirtschaft wird voraussichtlich im ersten Halbjahr 2003 seinen Höhepunkt überschreiten, so dass im weiteren Jahresverlauf mit einer weniger dynamischen Auslandsnachfrage zu rechnen ist. Vom realen effektiven Außenwert des Euro werden bei der von uns unterstellten Wechselkursentwicklung weder anregende noch dämpfende Effekte ausgehen. Die Binnennachfrage wird im Verlauf des kommenden Jahres ebenfalls etwas an Schwung verlieren (Schaubild 8). Maßgeblich hierfür ist, dass die Geldpolitik im Winterhalbjahr auf einen neutralen Kurs eingeschwenkt sein wird und die Effekte der vorangegangenen Lockerung nach und nach auslaufen werden. Die Finanzpolitik wird im Großen und Ganzen konjunkturalneutral wirken. Das reale Bruttoinlandsprodukt dürfte im Durchschnitt des kommenden Jahres um 3 Prozent zunehmen. Im Zuge des Aufschwungs wird sich die Lage am Arbeitsmarkt spürbar verbessern; für den Durchschnitt des Jahres 2003 rechnen wir mit einer Arbeitslosenquote von 8,1 Prozent.

Schaubild 8: Bruttoinlandsprodukt, Binnennachfrage und Außenbeitrag in Euro-land<sup>a</sup>



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

<sup>d</sup> Ab 2002 I: Prognose.

Quelle: Eurostat (2002), eigene Prognosen.

Der Auftrieb der Verbraucherpreise wird sich bis zur Mitte dieses Jahres deutlich abschwächen. Maßgeblich hierfür ist zum einen der Wegfall der witterungsbedingten Verteuerung von Nahrungsmitteln, zum anderen der Rückgang der Energiepreise in den vergangenen Monaten. Im weiteren Jahresverlauf wird der Preisauftrieb angesichts der noch unterdurchschnittlichen Kapazitätsauslastung und stabilitätsgerechter Lohnabschlüsse gering bleiben. Das hohe Preisniveau zu Jahresbeginn hat zur Folge, dass die Inflationsrate im Durchschnitt dieses Jahres mit 1,9 Prozent dennoch recht hoch ausfällt. Spürbare Preiserhöhungsspielräume werden sich erst im kommenden Jahr bei dann gefestigter Konjunktur ergeben. Im Jahr 2003 dürfte der Harmonisierte Verbraucherpreisindex sein Niveau im Vorjahr um 1,8 Prozent übertreffen.

## Summary

### **Euroland: Recovery Is Under Way**

The economy in the euro area has turned around. While GDP stagnated during the second half of 2001, there are more and more signs that output will increase considerably in the first half of this year. A number of leading indicators has improved in recent months, especially the business climate. The turnaround has already become visible in the indicators for activity in manufacturing, i.e. the sector that was particularly hit by the downturn. All in all, the slowdown of the Euroland economy has not been very pronounced. One indication for this is that in 2001, the year of the downturn, employment continued to increase and unemployment remained more or less constant.

The factors which have led to the cyclical slowdown have turned around and now stimulate economic activity: Monetary policy has become expansionary and oil prices have dropped substantially; in addition, there are signs of a recovery in the rest of the world, notably in the United States which will gain more and more momentum.

### *Correction of Monetary Policy in the Fall*

Key interest rates in the euro area have remained unchanged since early November 2001 after the ECB had loosened monetary policy under the impression of the terrorist attacks of September 11. Real short-term interest rates are well below their historical average. Therefore, economic activity is stimulated by the monetary policy stance.

The ECB defines price stability in terms of the HICP. This index is, however, very much influenced by short-term fluctuations of prices for food and energy as the past three years have shown. If the ECB had followed a Taylor rule using this price index, interest rates would have varied quite substantially. Therefore, a Taylor rule appears to be more appropriate in which the core rate of inflation is used instead. This way, both the output gap and the inflation gap can be stabilized more successfully.

Money growth has exceeded the reference value of 4.5 percent for M3 considerably for several months. This increase implies that the velocity of money shows

an unusually large deviation from the trend of velocity. According to the interpretation of the ECB, the demand for M3 has become unstable only in the short run due to special factors. If this judgment is correct, money growth will slow down markedly in the coming months because these special factors are not relevant anymore. As a consequence, velocity will return to its trend without an increase of inflation. This implies, however, that the expected slowdown of money growth should not be used as an indication that monetary policy needs to be loosened because the deceleration of M3 growth is nothing but a normalization.

We expect that the ECB will start to raise interest rates once the recovery has gained sufficient strength; according to our forecast, this will be the case in the fall of this year. Until the spring of 2003, the ECB will raise key interest rates to the neutral level which should prevail when the output gap is closed and when inflation is at its target. In our assessment, this neutral rate lies between 4 and 4.5 percent.

### *Insufficient Consolidation Efforts*

The downswing has significantly affected public finances. The consolidated budget deficit of the countries in the euro area last year increased for the first time since the recession in 1993. Yet, in Germany, France, Italy and Portugal the degradation of the budget position was not only due to cyclical reasons but also to waning consolidation efforts. These countries still record high budget deficits – Germany and Portugal are even near the 3-percent-limit laid down in the Maastricht Treaty and would probably exceed it if a further deterioration of economic activity occurred.

Governments in Germany, France, Italy and Portugal should begin to pursue a strict consolidation course. The recent empirical literature shows that countries that undertook credible consolidation strategies based on expenditure cuts did not experience cyclical downturns. Rather, cuts in government spending were often matched by a proportional increase in private demand and sometimes even overcompensated by private spending. If the governments of these countries achieved to dampen the increase in government spending – especially as regards social security – or even achieved to cut expenditures then there would be room for a parallel reduction of the tax burden and of budget deficits. This would improve growth perspectives and there would be a chance that economic activity would not be dampened in the short run but rather stimulated.

### *Moderate wage increases*

In 2001, wages in the euro area increased somewhat faster than in the previous years largely reflecting the improvement of the labor market situation due to the strong upswing. Also, employees tried to limit the reduction of real wages which was the consequence of the higher than expected rate of inflation. In our forecast, wage increases will average about 3 percent both this year and next year. This implies that there is room for an increase of employment although it is smaller than at the end of the 1990s. Nevertheless, the development of wages does not imply a risk for price stability.

### *Outlook: Propelling Forces Gain the Upper Hand*

The leading indicators suggest that the European economy has reached its trough in the first quarter of 2002 and that the upswing is imminent. From spring on, economy-wide production will increase at a faster pace than potential output. On the one hand, this is due to the strong recovery in the United States which will stimulate European exports. On the other hand, domestic demand will strongly pick up in view of expansionary monetary policy and of the decline in oil prices in the past months.

Real GDP will probably increase by 1.7 percent on average in 2002, after having risen by 1.5 percent last year. The upswing will seize the labor market only in autumn so that we expect the unemployment rate to slightly rise this year on average. The upward trend of prices will weaken until this summer. This is due to the normalization of food prices and to the decline in energy prices in the past months. The Harmonized Index of Consumer Prices will exceed its level in the previous year by 1.9 percent in 2002.

In the course of the coming year, the increase in production will gradually slow down. The upswing in the world economy will probably pass its peak in the first half of next year implying a less dynamic external demand for European products. Domestic demand will also lose some momentum in the course of 2003. This is due to the fact that monetary policy will return to a neutral course next winter and that the effects of the preceding easing will gradually fade. All in all, we expect real GDP to increase by 3 percent next year.

### **Literatur**

- Alesina, A., und R. Perotti (1997). Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects. *IMF Staff Papers* 44 (2): 210–248.
- Arbeitsgemeinschaft Deutscher Wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute (2001). *Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 2001*. Essen.
- Auer, P. (2000). *Employment Revival in Europe. Labour Market Success in Austria, Denmark, Ireland and the Netherlands*. International Labour Organization, Genf.
- Benner, J., D. Borbély, K.-J. Gern, C. Kamps, A. Kuhn, B. Sander, J. Scheide und H. Strauß (2002). Weltwirtschaft erholt sich. *Die Weltwirtschaft* (1), in Vorbereitung.
- Blinder, A. S. (1997). Is There A Core of Practical Macroeconomics That We Should All Believe? *American Economic Review Papers and Proceedings* 87(2): 240–243.
- Calmfors, L., und J. Driffill (1988). Bargaining Structure, Corporatism and Macroeconomic Performance. *Economic Policy* 3 (1): 13–61.
- Christiano, L. J., und T. J. Fitzgerald (1999). The Band Pass Filter. NBER Working Paper 7257. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- 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.
- Deutsche Bundesbank (1995). *Geschäftsbericht 1994*. Frankfurt am Main.
- Dohse, D., und C. Krieger-Boden (1998). *Währungsunion und Arbeitsmarkt – Auftakt zu unabdingbaren Reformen*. Kieler Studien 290. Tübingen.

- EIRO (European Industrial Relations Observatory) (2000). Wage Policy and EMU. <http://eiro.eurofound.ie/2000/07/Study/TN0007402S.html>
- EUROFRAME (2002). Eurogrowth Indicator. März. <http://www.euro-frame.org/indicator/index.htm>
- Europäische Kommission (2001). *Europäische Wirtschaft*. Beiheft A (10/11). Brüssel.
- Eurostat (2002). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2002). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- Fagan, G., J. Henry und R. Mestre (2001). An Area-Wide Model (AWM) for the Euro Area. ECB Working Paper 42. Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Fajertag, G., und P. Pochet (Hrsg.) (1997). *Social Pacts in Europe*. European Trade Union Institute, Brüssel.
- Freeman, R. (1988). Labour Market Institutions and Economic Performance. *Economic Policy* 6: 64–80.
- Gern, K.-J., C.-P. Meier, J. Scheide und M. Schlie (1999). Euroland: Geldpolitik regt Konjunktur an. *Die Weltwirtschaft* (3): 318–344.
- Gern, K.-J., J. Gottschalk, C. Kamps, B. Sander, J. Scheide und H. Strauß (2001). Weltwirtschaft vor dem Ende der Talfahrt. *Die Weltwirtschaft* (3): 211–238.
- Giavazzi, F., T. Jappelli, und M. Pagano (2000). Searching for Non-Linear Effects of Fiscal Policy. *European Economic Review* 44 (7): 1259–1289.
- Hassel, A. (1998). Soziale Pakte in Europa. *Gewerkschaftliche Monatshefte* 49 (11): 626–637.
- Hayek, F. A. von (1968). *Der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren*. Kieler Vorträge 56. Tübingen.
- Kamps, C. (2001). Fiscal Consolidation in Europe: Pre- and Post-Maastricht. Kieler Arbeitspapiere 1028. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Kamps, C., und C. Pierdzioch (2002). Monetary Policy Rules and Oil Price Shocks. Kieler Arbeitspapiere 1090. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Kamps, C., und J. Scheide (2001). Euroland: Abkühlung der Konjunktur – kein Grund zu Aktivismus. *Die Weltwirtschaft* (1): 51–77.
- Kuntze, O.-E. (1998). Neue, korporativistische Einkommenspolitik in europäischen Ländern – Anachronismus oder Standortvorteil? *Ifo-Schnelldienst* 51 (34/35): 25–43.
- OECD (1997). *Employment Outlook*. Paris.
- (2001). *Economic Outlook*. Dezember. Paris.
- (2002). *Main Economic Indicators*. Februar. Paris.
- Sachverständigenrat (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) (1987). *Vorrang für die Wachstumspolitik. Jahresgutachten 1987/88*. Wiesbaden.
- Scheide, J., und R. Solveen (1998). Before EMU Starts: Economic Policy Stimulates Recovery in Europe. Kieler Diskussionsbeiträge 294. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Taylor, J. B. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference on Public Policy* 39: 195–214.
- (Hrsg.) (1999). *Monetary Policy Rules*. Chicago.