

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

Article — Digitized Version

Euroland: Aufschwung verzögert sich

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Carstensen, Kai; Gern, Klaus-Jürgen; Kamps, Christophe; Scheide, Joachim (2002) : Euroland: Aufschwung verzögert sich, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 3, pp. 255-278

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/2854>

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: Aufschwung verzögert sich

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

Die Konjunktur in Euroland hat sich im Verlauf dieses Jahres erholt, doch blieb der Produktionsanstieg moderat. In den ersten beiden Quartalen erhöhte sich das reale Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von durchschnittlich knapp 1½ Prozent. Damit ist die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung nochmals etwas gesunken, und die Arbeitslosigkeit hat leicht zugenommen. Zwar hat sich die Ausfuhr wie erwartet belebt, die Binnennachfrage blieb aber verhaltener als von uns prognostiziert. Die Frühindikatoren zeigen nicht an, dass sich die konjunkturelle Expansion im dritten Quartal spürbar beschleunigt hat.

Eine Reihe von Faktoren hat dazu geführt, dass die Konjunktur nicht an Schwung gewann. Die Konsumenten waren infolge des Preisschubs zu Jahresbeginn und der Euro-Bargeldeinführung offenbar verunsichert und haben ihre Käufe zeitweise eingeschränkt. Die Impulse, die von der Geldpolitik ausgingen, haben nicht dazu geführt, dass die Unternehmen ihre Lagerdispositionen deutlich änderten; die Anlageinvestitionen haben sich bislang lediglich stabilisiert. Vermutlich haben sich die Gewinnerwartungen der Unternehmen noch nicht durchgreifend gebessert, was sich auch im Einbruch an den Aktienmärkten widerspiegelt. In jüngster Zeit haben sich zudem die Exportaussichten wieder leicht eingetrübt. Zum einen sind die Konjunkturperspektiven in den Vereinigten Staaten nicht zuletzt infolge des Kursverfalls am Aktienmarkt unsicherer geworden; zum anderen hat sich der Euro deutlich aufgewertet. Schließlich erhöhte sich in den vergangenen Wochen der Preis für Rohöl deutlich, was ein weiteres Risiko für die Konjunktur bedeutet.

Trotz dieser Häufung von negativen Einflüssen erwarten wir, dass der Aufschwung in Euroland bevorsteht. Denn die geldpolitischen Impulse sind immer noch beträchtlich, so dass die Binnennachfrage von dieser Seite angeregt wird. Außerdem rechnen wir nicht damit, dass sich die amerikanische Konjunktur abschwächt; trotz der andauernden Anpassungsprozesse, ausgelöst auch durch das Platzen der „bubble“ an den Aktienmärkten, wird die Wirtschaft dort – wenn auch vorerst in moderatem Tempo – expandieren. Auch in der übrigen Welt wird sich die Erholung allmählich festigen (Benner et al. 2002). Damit sind kräftige Anstöße für die Exporte zu erwarten; sie werden freilich gedämpft durch die reale Aufwertung des Euro.

Nicht zuletzt die Turbulenzen an den Aktienmärkten haben deutlich gemacht, dass sich die Konjunktur im Euroraum noch nicht hinreichend gefestigt hat; vielmehr haben die Risiken zugenommen. Auch deshalb wird die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen in diesem Jahr nicht, wie bislang erwartet, erhöhen. Das Risiko eines konjunkturellen Rückschlags halten wir allerdings für gering. Deshalb empfehlen wir, die Leitzinsen vorerst unverändert zu lassen. Auch die beiden Säulen der geldpolitischen Strategie signalisieren derzeit nicht, dass die Zinsen gesenkt werden sollten. In der Finanzpolitik haben es mehrere Länder

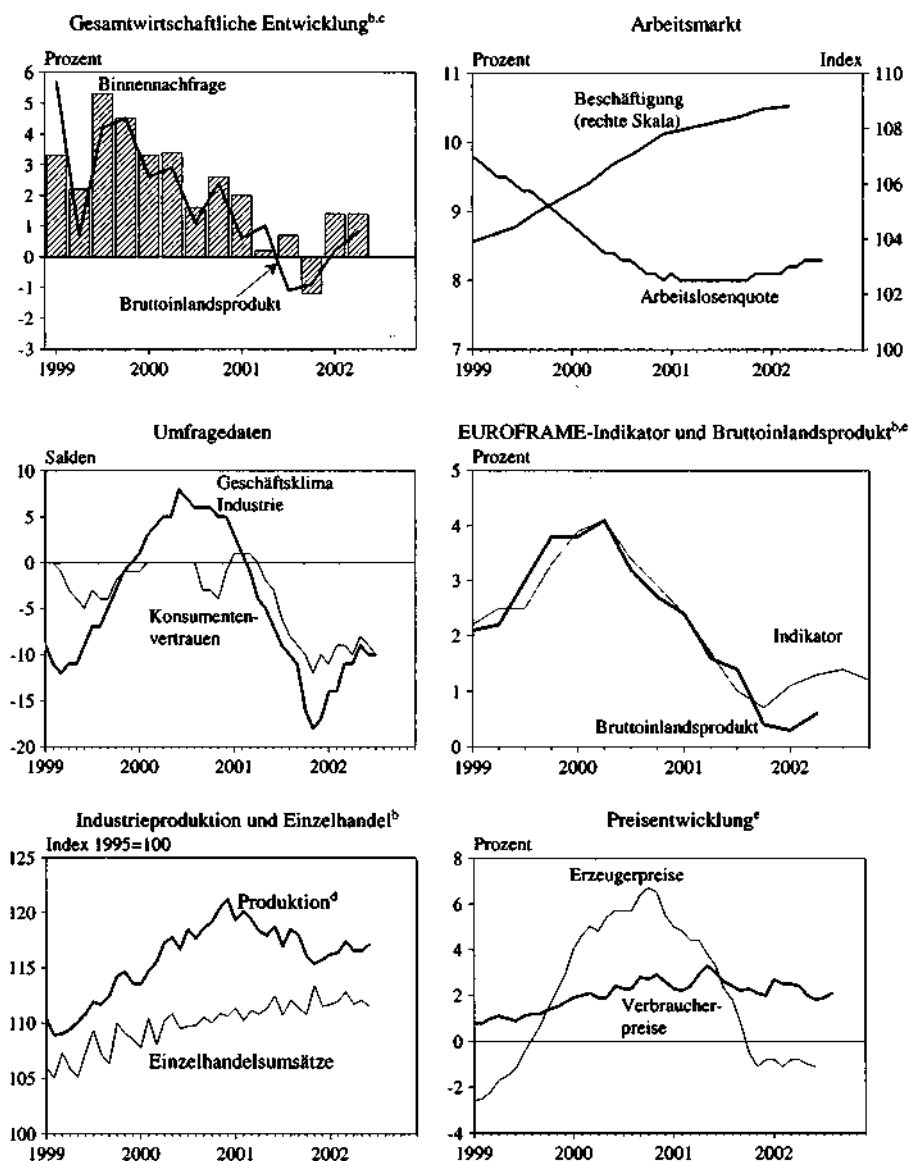
versäumt, dem Stabilitäts- und Wachstumspakt zu entsprechen und ihre öffentlichen Haushalte auszugleichen; zu den Ländern gehört mit Deutschland auch die größte Volkswirtschaft im Euroraum. In dem Maße, wie bei den Bürgern die Hoffnung schwindet, dass die Steuern gesenkt werden, werden die mittelfristigen Wachstumsaussichten beeinträchtigt; vermutlich ist das sogar ein Dämpfer auch für die Konjunktur. Ferner lässt die Entwicklung der Löhne in Euroland derzeit nicht erwarten, dass Wachstum und Beschäftigung gefördert werden. So hat es im laufenden Jahr in den meisten Ländern kaum noch eine Lohnzurückhaltung gegeben.

Zögerliche Erholung

Die Konjunktur im Euroraum hat sich im bisherigen Jahresverlauf nur leicht belebt. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm im zweiten Quartal 2002 mit einer laufenden Jahresrate von knapp 1,5 Prozent ebenso verhalten zu wie im Quartal zuvor (Schaubild 1). Damit stieg die gesamtwirtschaftliche Produktion nochmals langsamer als das Produktionspotential, dessen Zuwachsrate wir auf etwa 2,5 Prozent veranschlagen. Seit seinem zyklischen Höhepunkt im Jahr 2000 ist der Output Gap um rund 2 Prozentpunkte gefallen.¹ Die Erholung ist bisher insbesondere deshalb schleppend verlaufen, weil die Unternehmensinvestitionen trotz deutlicher Impulse seitens der Geldpolitik immer noch abwärts gerichtet waren. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich vor dem Hintergrund der schwachen Konjunktur vergleichsweise wenig eingetrübt. Die Arbeitslosenquote hat seit verganginem Herbst zugenommen, ihr Anstieg ist mit 0,3 Prozentpunkten jedoch recht mild ausgefallen. Zudem ist die Beschäftigung bis zuletzt ausgeweitet worden, wenn auch in deutlich verringertem Tempo.

Die Erholung der wirtschaftlichen Aktivität im ersten Halbjahr 2002 ist spürbar schwächer ausgefallen als erwartet. Zwar konnte – wie von uns prognostiziert – eine Rezession im Euroraum vermieden werden, aber der erwartete dynamische Aufschwung ist nicht eingetreten. Unsere Prognose vom Frühjahr gründete nicht zuletzt auf einer Reihe von Frühindikatoren, die auf eine rasche Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Sommerhalbjahr hindeuteten. So hat sich der Einkaufsmanagerindex seit Ende des vergangenen Jahres deutlich erholt; er liegt seit März über der 50-Punkte-Marke und signalisiert damit einen Aufschwung. Zudem hatten sich das Vertrauen in der Industrie und das Konsumentenvertrauen bis in das Frühjahr hinein merklich vergrößert; erst zuletzt haben sich diese beiden Indikatoren etwas verschlechtert. Ferner zeigte der von EUROFRAME berechnete Konjunkturindikator eine kräftige Beschleunigung der wirtschaftlichen Expansion im Verlauf des ersten Halbjahrs an. Vor diesem Hintergrund ist die geringe Dynamik im Frühjahr überraschend.

¹ Eigene Berechnungen auf Basis eines Hodrick- Prescott-Filters deuten darauf hin, dass der Output Gap im zweiten Quartal rund –1 Prozent betrug. Die OECD (2002a: 217) schätzt den Output Gap für den Durchschnitt dieses Jahres auf –1,6 Prozent. Nach beiden Schätzungen hat die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung im Zeitraum 2000–2002 um rund 2 Prozentpunkte abgenommen.

Schaubild 1: Indikatoren^a zur Konjunktur in Euroland

^a Saisonbereinigt. – ^b Real. – ^c Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate in Prozent. – ^d Industrie ohne Baugewerbe. – ^e Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: EUROFRAME (2002), Eurostat (2002), EZB (2002c).

Maßgeblich für die nur schleppende Konjunkturerholung war die schwache Binnennachfrage; sie nahm im Verlauf des ersten Halbjahrs 2002 mit einer laufenden Jahresrate von lediglich 0,5 Prozent zu. Dabei waren die Unternehmensinvestitionen sogar rückläufig. Offenbar wogen die weiter gesunkene Kapazitätsauslastung, der Kursrückgang an den Aktienmärkten und das erneute Anziehen des Ölpreises schwerer als die Impulse seitens der Geldpolitik und die sich bessernde Auslandsnachfrage. Die privaten Haushalte weiteten ihre Konsumausgaben im selben Zeitraum kaum aus. Zwar stiegen die Löhne und Gehälter zu Jahresbeginn in einigen Ländern merklich beschleunigt, aber real gerechnet fiel der Zuwachs angesichts des gleichzeitigen Preisschubs deutlich geringer aus. Auch dürfte der Anstieg der Arbeitslosigkeit die Zuversicht der Haushalte beeinträchtigt haben, was seinen Ausdruck im Index des Verbrauchervertrauens findet, der zuletzt nur leicht höher lag als an seinem Tiefpunkt im vergangenen November.

Die Exporte stiegen im Verlauf des ersten Halbjahrs 2002 um 4,2 Prozent (laufende Jahresrate), nach einem Rückgang um reichlich 3 Prozent im Verlauf des vergangenen Jahres. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die von Eurostat in den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ausgewiesenen Handelsdaten den Handel innerhalb des Euroraums einschließen. Weitere von Eurostat veröffentlichte Handelsdaten, die mit jenen in den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nur eingeschränkt vergleichbar sind, deuten darauf hin, dass der Anstieg der Exporte auf den Handel innerhalb des Euroraums zurückzuführen ist. Die Lieferungen in das außereuropäische Ausland stagnierten indes im ersten Halbjahr 2002. Während die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten wieder ausgeweitet wurden, waren jene in das Vereinigte Königreich und nach Japan weiter rückläufig. Der Außenbeitrag zum realen Bruttoinlandsprodukt nahm unterdessen kräftig zu, da die Importe angesichts der schwachen Binnenkonjunktur im Verlauf des ersten Halbjahrs kaum ausgeweitet wurden.

Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe hat sich nach einer Beschleunigung im Januar im weiteren Jahresverlauf merklich beruhigt. Maßgeblich hierfür war der Rückgang der Energie- und insbesondere der Lebensmittelpreise. Im August lag der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) vorläufigen Schätzungen zufolge gleichwohl um 2,1 Prozent über seinem Vorjahresniveau.² Zwischen Mai und Juli dieses Jahres befand sich die Inflationsrate im von der Europäischen Zentralbank als mit Preisniveaustabilität vereinbar angesehenen Zielkorridor von 0 bis 2 Prozent. Die Kerninflationsrate (HVPI ohne Preise für Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak) überschritt hingegen bis zuletzt die 2-Prozent-Marke, vor allem weil die Preise für Dienstleistungen, welche zur Euro-Bargeldeinführung deutlich angehoben worden waren, auch in den vergangenen Monaten kräftig stiegen. Im weiteren Jahresverlauf wird der Preisauftrieb in der Grundtendenz wohl verhalten sein, da die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen infolge der anhaltenden Konjunkturschwäche gering sein dürften. Die Inflationsrate dürfte allerdings bis zum Jahresende nicht deutlich unter 2 Prozent sinken, weil die Verbraucherpreise auch in der zweiten Hälfte des Vorjahres kaum gestiegen waren.

² Der Anstieg der Inflationsrate über 2 Prozent im August ist darauf zurückzuführen, dass die Verbraucherpreise im selben Monat des Vorjahres gesunken waren.

Vorerst keine Änderung der Geldpolitik

Die Europäische Zentralbank hat ihre Leitzinsen seit November 2001 unverändert gelassen. Der Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte liegt weiterhin bei 3,25 Prozent. Die Geldmarktsätze sind während des Sommers leicht gesunken, da immer weniger mit einer Anhebung der Leitzinsen gerechnet wurde; Anfang September kostete das Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3,35 Prozent. Der kurzfristige Realzins – näherungsweise berechnet auf Basis der Kerninflationsrate – beträgt weiterhin knapp 1 Prozent, also deutlich weniger als im langjährigen Durchschnitt. Damit gehen von der Geldpolitik anregende Wirkungen auf die Konjunktur aus.

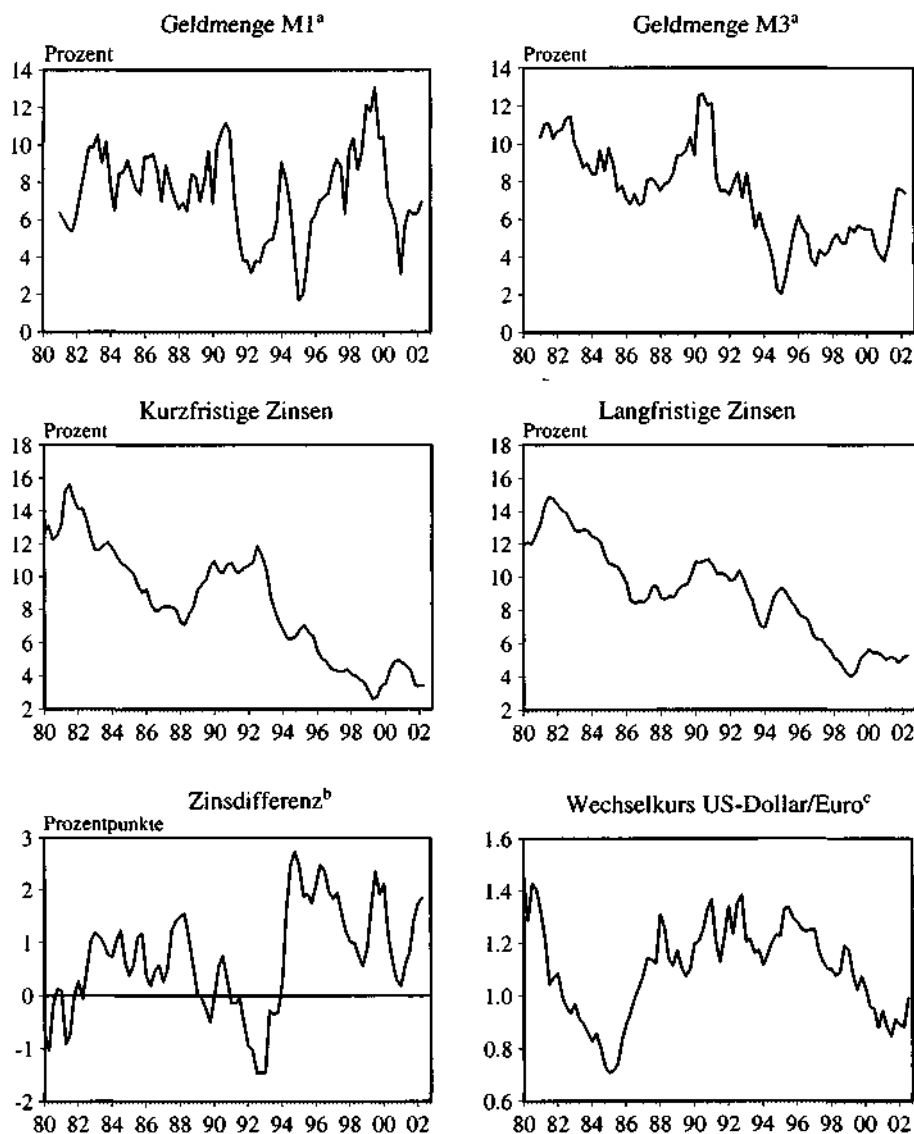
Auch die Kapitalmarktzinsen waren rückläufig; hier spielte eine Rolle, dass im Zuge der höheren Volatilität und des Kursrückgangs an den Aktienmärkten vermehrt Staatsanleihen nachgefragt wurden. Von dem Zwischenhoch im Frühjahr (5,3 Prozent) verminderte sich die Rendite für 10-jährige Titel auf zuletzt 4,5 Prozent. Damit liegt auch der langfristige Realzins unter dem Niveau, das dem langjährigen Durchschnitt entspricht. Die Liquiditätsversorgung im Euroraum ist nach wie vor sehr reichlich: Der von der EZB angekündigte Referenzwert für die Geldmenge M3 von 4,5 Prozent wird seit einem Jahr erheblich überschritten, die Zuwachsrate betrug im Juli 7,1 Prozent. Beim saisonbereinigten Verlauf zeigt sich allerdings eine Verlangsamung: Während die laufende Jahresrate³ im Herbst 2001 – dem Höhepunkt der Expansion – noch mehr als 10 Prozent betragen hatte, lag sie im Juli bei etwa 7½ Prozent. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen hat sich erstmals seit Beginn der Währungsunion spürbar verringert. Seit dem Frühjahr 2002 wertete sich der Euro gegenüber dem amerikanischen Dollar kräftig auf (Schaubild 2); gegenüber anderen wichtigen Währungen stieg der Kurs allerdings deutlich weniger an. Der reale effektive Außenwert legte um annähernd 7 Prozent zu. Alles in allem sind die monetären Rahmenbedingungen im Euroraum immer noch günstig, sie haben sich jedoch gegenüber der Situation im Frühjahr 2002 etwas verschlechtert.

Noch vor wenigen Monaten war erwartet worden, dass die EZB die Leitzinsen bald anheben würde. Dies war nicht nur die Sicht an den Finanzmärkten; auch wir hatten bei der Konjunkturprognose im vergangenen Frühjahr unterstellt, dass die EZB in diesem Herbst damit beginnen würde, ihre Politik zu straffen. Ausschlaggebend hierfür war die Einschätzung, dass es bei der erwarteten konjunkturellen Erholung angebracht sein würde, den expansiven Kurs allmählich zurückzunehmen. Allerdings hat sich die Konjunktur nicht wie prognostiziert gefestigt. Vor diesem Hintergrund, aber auch wegen der Turbulenzen an den Aktienmärkten, wird nun nicht mehr mit einer Anhebung der Zinsen in diesem Jahr gerechnet. Vielfach wird für möglich gehalten, ja sogar gefordert, dass die EZB die Zinsen demnächst noch einmal senkt.

Ob Zinssenkungen tatsächlich angezeigt sind, lässt sich anhand verschiedener Maßstäbe für den Kurs der Geldpolitik beurteilen. Die EZB verwendet in ihrer geldpolitischen Strategie zwei Säulen. Die Signale, die von der ersten Säule,

³ Dreimonatsvergleich, auf Jahresrate hochgerechnet.

Schaubild 2: Ausgewählte monetäre Indikatoren in Euroland 1980–2002



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

Quelle: EZB (2002c).

nämlich der Entwicklung der Geldmenge M3, ausgehen, haben sich in den vergangenen Monaten nicht geändert. Daran gemessen ist eine Zinssenkung nicht angebracht, denn der Referenzwert wird immer noch erheblich überschritten. Zwar macht die EZB nach wie vor auch Sonderfaktoren für den raschen Anstieg von M3 verantwortlich; so ist beispielsweise die implizite Aktienkursvolatilität im Euroraum in den Sommermonaten kräftig gestiegen. Die Notenbank betont aber gleichzeitig, dass die Geldmenge durchaus auch von der konjunkturellen Erholung beeinflusst wird. In der vorhandenen Überschussliquidität sieht die EZB deshalb weiterhin „Anlass zur Sorge“ (EZB 2002b: 8).

Tatsächlich kann der Liquiditätsüberhang unter bestimmten Bedingungen ein Inflationsrisiko darstellen. Dies hängt entscheidend von der Stabilität der Geldnachfrage ab. Ist sie auch kurzfristig stabil, so wäre das Risiko am größten. Denn dann müsste sich die Umlaufgeschwindigkeit, die derzeit deutlich unter dem Gleichgewichtsniveau liegt, rasch erhöhen; in diesem Fall käme es zu einem starken Anstieg des nominalen Bruttoinlandsprodukts und, wegen des damit verbundenen kräftigen Aufschwungs, zu einer höheren Inflationsrate. Unsere Untersuchungen deuten jedoch darauf hin, dass die Geldnachfrage seit einiger Zeit nicht mehr stabil ist (Kasten 1). Dies kann möglicherweise mit den Sonderfaktoren zusammenhängen, auch wenn sich dies nicht verlässlich abschätzen lässt. Wäre dies ein nur vorübergehender Einfluss,⁴ würde sich die Zunahme der Geldmenge endogen vermindern; nach Abklingen dieser Faktoren würde sich dann auch das Niveau der Umlaufgeschwindigkeit wieder normalisieren. In diesem Fall hätte der beobachtete Liquiditätsüberhang keine Konsequenzen für die Inflation (Gern et al. 2002: 65). Mit zunehmender Dauer der raschen Expansion von M3 nimmt jedoch die Wahrscheinlichkeit zu, dass temporäre Sonderfaktoren nicht allein verantwortlich gemacht werden können. Auch wenn derzeit eine Unsicherheit über die Aussagefähigkeit von M3 besteht, sehen wir das Risiko, dass ein Liquiditätsüberhang besteht; entsprechend liefert die erste Säule derzeit kein Argument dafür, die Zinsen zu senken.

Was die zweite Säule, die Perspektiven für die Preisentwicklung, betrifft, so haben sich die Verhältnisse zuletzt wenig verändert. Zwar hat sich die Inflationsrate im Euroraum nach dem Ausreißer zu Beginn dieses Jahres zurückgebildet, sie beträgt aber weiterhin rund 2 Prozent. Die Kerninflationsrate liegt hartnäckig bei etwa 2½ Prozent. Auch die Erwartungen signalisieren nicht, dass die Inflationsrate im kommenden Jahr so weit unter die 2-Prozentmarke sinkt, dass die Preisniveaustabilität gesichert erscheint. Dies folgt sowohl aus dem Indikator, der sich aus den französischen indexierten Anleihen berechnen lässt, als auch aus dem „Survey of Professional Forecasters“ (EZB 2002c: 21 ff.). Etwas günstiger erscheinen die kurzfristigen Inflationsaussichten zwar aufgrund der Euro-Aufwertung, die bereits zu einem deutlichen Rückgang der Importpreise beigetragen hat. Dem steht aber entgegen, dass der Preis für Rohöl in den vergangenen Wochen kräftig angezogen hat. Nach unserer Prognose liegt der Anstieg des HVPI im

⁴ Weitreichende Konsequenzen für die geldpolitische Strategie der EZB würden sich ergeben, wenn die Geldnachfrage nachhaltig instabil geworden wäre. Denn dann ließe sich die „prominente Rolle“ der Geldmenge M3 nicht mehr rechtfertigen.

Kasten 1: Zur Stabilität der Geldnachfrage in Euroland

Die seit Mitte 2001 erheblich über dem Referenzwert von 4,5 Prozent liegende Zunahme der Geldmenge M3 und die damit einhergehende Überschussliquidität^a sind möglicherweise Indizien für eine Instabilität der Geldnachfrage in Euroland. Für den Zeitraum von 1980:1 bis 1998:IV haben Coenen und Vega (2001) gezeigt, dass eine stabile Geldnachfrage vorliegt. Im Folgenden soll ihre Analyse auf den Zeitraum bis 2002:1 erweitert werden, um Aussagen über die Stabilität in jüngster Zeit machen zu können.

Wir erklären die reale Geldnachfrage ($M3r$) durch das reale Bruttoinlandsprodukt (Y), einen kurzfristigen Zins (STR) als Maß für die Eigenverzinsung der in M3 enthaltenen Anlagen, einen langfristigen Zins (LTR) als Maß für die Opportunitätskosten der Geldhaltung anstatt von längerfristigen Wertpapieren und die Inflationsrate (π) als Maß Opportunitätskosten der Geldhaltung.^b

Die Schätzung folgt weitgehend dem Ansatz von Coenen und Vega: In einem ersten Schritt wird ein unrestringiertes Lagmodell der Ordnung 2 geschätzt, aus dem die Parameter der Langfristbeziehung abgeleitet werden. In einem zweiten Schritt wird ein sparsam parametrisiertes Fehlerkorrekturmodell zur Schätzung der Anpassungsdynamik herangezogen, dabei werden die Langfristparameter der ersten Stufe verwendet, zudem wird eine Dummyvariable eingesetzt, um die Entwicklungen in Deutschland im Jahre 1986 abzufedern. Die Schätzungen werden für den Zeitraum von 1980:1 bis 1998:IV, für den Stabilität als gesichert angesehen werden kann, und für den Zeitraum von 1980:1 bis 2002:1 durchgeführt. Für den ersten Zeitraum erhalten wir das folgende Ergebnis (kleine Variablen in Logarithmen, t -Statistiken in Klammern):

$$\begin{aligned} \Delta m3r = & -0,84 - 0,10 \left[m3r - 1,14 y + 0,94 LTR - 0,67 STR - 3,89 \pi \right]_{t-1} \\ & (-6,36) \quad (-6,38) \quad (-16,49) \quad (1,82) \quad (-1,52) \quad (1,76) \\ & + 0,19 \Delta m3r_{t-1} + 0,13 \Delta^2 y_t - 0,24 \Delta LTR_{t-1} + 0,14 \Delta STR_t - 0,78 \Delta \pi_t \\ & (2,17) \quad (2,63) \quad (-3,00) \quad (2,26) \quad (-6,23) \\ & - 0,50 \Delta \pi_{t-1} - 0,009 D86_t \\ & (-3,97) \quad (-3,80) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,75; JB = 0,68 [0,71]; AR1 = 1,19 [0,27]; AR4 = 3,29 [0,51];$$

$$ARCH1 = 1,24 [0,27]; ARCH4 = 3,57 [0,47]; RESET1 = 0,35 [0,55];$$

$$HET1 = 11,08 [0,80]; HET2 = 34,72 [0,67].$$

Alle Parameter besitzen plausible Vorzeichen und Größenordnungen, zudem wird das Modell von allen gängigen Spezifikationstests unterstützt, und auf rekursiven Schätzungen aufbauende Stabilitätstests finden keine Anzeichen für strukturelle Brüche. Der von Banerjee et al. (1998) vorgeschlagene Test auf Kointegration zeigt an, dass die Geldnachfrage eine Kointegrationsbeziehung darstellt.^c

Dieses Bild ändert sich, wenn der erweiterte Zeitraum von 1980:1 bis 2002:1 herangezogen wird. Aus Gründen der Vergleichbarkeit verwenden wir die gleichen Variablen wie oben und erhalten

$$\begin{aligned} \Delta m3r = & -0,95 - 0,11 \left[m3r - 1,21 y + 0,84 LTR - 0,18 STR + 0,86 \pi \right]_{t-1} \\ & (-6,24) \quad (-6,25) \quad (-22,94) \quad (1,68) \quad (-0,51) \quad (0,64) \\ & + 0,32 \Delta m3r_{t-1} + 0,10 \Delta^2 y_t - 0,14 \Delta LTR_{t-1} \\ & (4,02) \quad (2,04) \quad (-1,62) \\ & + 0,05 \Delta STR_t - 0,78 \Delta \pi_t - 0,53 \Delta \pi_{t-1} - 0,009 D86_t \\ & (0,72) \quad (-6,52) \quad (-4,43) \quad (-3,39) \end{aligned}$$

Kasten 1: Fortsetzung

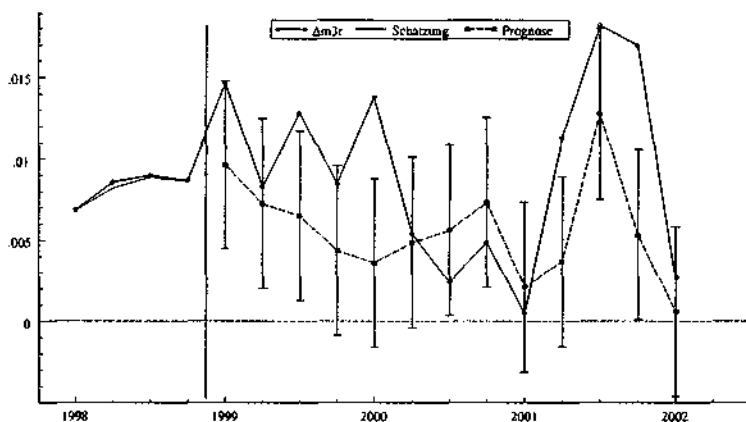
$$R^2 = 0,69; JB = 1,94 [0,38]; AR1 = 5,92 [0,02]; AR4 = 9,03 [0,06];$$

$$ARCH1 = 0,04 [0,83]; ARCH4 = 2,91 [0,57]; RESET1 = 0,37 [0,55];$$

$$HET1 = 14,16 [0,59]; HET2 = 30,69 [0,83].^d$$

Bis auf den Test auf Autokorrelation erster Ordnung unterstützen die Spezifikationstests das geschätzte Modell. Auch der Kointegrationstest kommt wiederum zu dem Ergebnis, dass Kointegration vorliegt. Es fällt jedoch auf, dass sich insbesondere bei den Langfristkoeffizienten für *STR* und π deutliche Änderungen ergeben, zudem sind beide nunmehr insignifikant. Diese Anzeichen für Instabilität werden mit Hilfe von geeigneten Tests überprüft.

Eine einfache Möglichkeit zur Erkennung von strukturellen Brüchen besteht darin, dass für den Stützzeitraum von 1980:I bis 1998:IV geschätzte Modell für den nachfolgenden Zeitraum als Prognosemodell zu verwenden. Eine auf dieser Überlegung basierende, dynamische Prognose der Zuwachsrates von *M3r* ist in der nachfolgenden Grafik dargestellt. Es wird deutlich, dass die tatsächlich realisierte Rate in fünf von 13 Beobachtungspunkten oberhalb eines 95% Konfidenzintervalls liegt, insbesondere im ersten Quartal des Jahres 2000 und in den Quartalen II bis IV des Jahres 2001. Offensichtlich ist das Modell nicht in der Lage, die zu beobachtenden hohen realen Zuwachsrates zu prognostizieren.

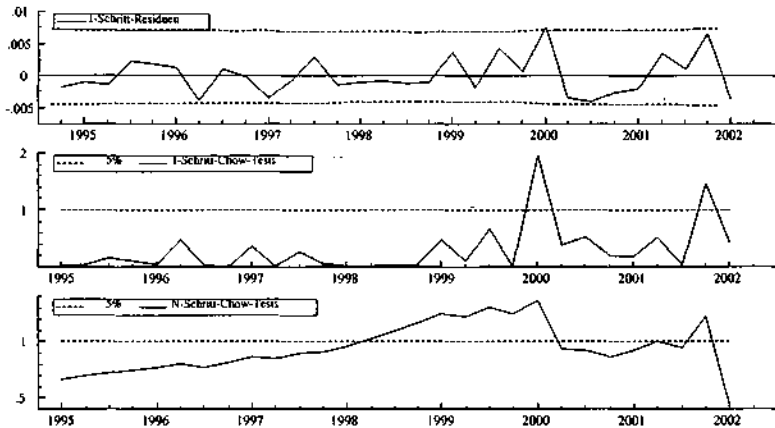


Zusätzliche Evidenz kann aus einer rekursiven Analyse des ökonometrischen Modells abgeleitet werden. Um eine mögliche Instabilität der Langfristparameter zu erkennen, wird zunächst das unrestringierte Lagmodell rekursiv geschätzt. Es zeigt sich, dass sich die Veränderung der geschätzten Langfristparameter graduell vollzieht, die, gemessen an der Schätzunsicherheit, nicht überinterpretiert werden sollte. Daher fixieren wir die für den Gesamtzeitraum geschätzte Langfristbeziehung und untersuchen im weiteren die Stabilität des dynamischen Anpassungsprozesses. Dazu ziehen wir wiederum rekursive Parameterschätzer heran. Sie lassen erkennen, dass das Modell ungefähr ab 2000:I, eventuell auch etwas später, instabil wird.

Dies wird auch anhand der in der nachfolgenden Grafik angegebenen 1-Schritt-Residuen sowie der 1-Schritt-Chow-Tests⁶ deutlich: In den Quartalen 2000:I und 2001:IV liegen die Residuen außerhalb des 95%-Intervalls, die 1-Schritt-Chow-Tests überschreiten den 95%-kritischen Wert. Es werden also signifikante Strukturbrüche gefunden. Auch

Kasten 1: Fortsetzung

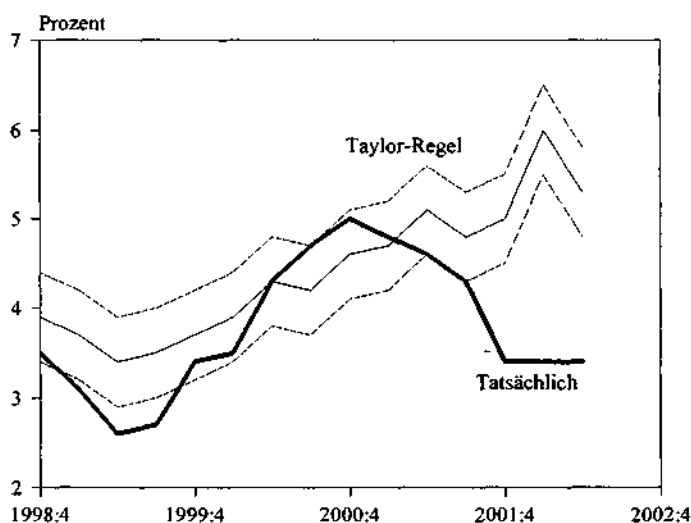
die N-Schritt-Chow-Tests^f machen deutlich, dass die Hypothese der Strukturkonstanz nicht bestätigt werden kann. Es ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Verteilungen der Teststatistiken nur für den Fall eines bekannten Bruchpunktes Gültigkeit besitzen. Insofern sollten die hier dargestellten Ergebnisse als ein Indiz für eine Instabilität der Geldnachfrage verstanden werden.



Zur Erklärung der Abweichungen der Geldmengenexpansion vom Zielpfad wird vielfach die Unsicherheit an den Aktienmärkten angeführt. Wir haben daher versucht, die mit Hilfe von Tagesdaten gemessene, durchschnittliche Volatilität des Deutschen Aktienindex (DAX) als erklärende Variable in das Modell der Geldnachfrage einzubeziehen. Die Parameter dieser Variable und ihrer Verzögerungen stellten sich jedoch sowohl einzeln als auch gemeinsam als insignifikant heraus. Es scheint daher fraglich, ob die mögliche Instabilität der Geldnachfrage tatsächlich durch die Unsicherheit an den Aktienmärkten erklärt werden kann.

^a Die EZB misst die Liquiditätssituation mit Hilfe der Konzepte der nominalen und realen Geldlücke. Beide Maße zeigen eine deutliche Überschussliquidität für den o.g. Zeitraum an (EZB 2002b: 10). - ^b Die Zeitreihen stammen, soweit verfügbar, von der EZB. Rückwärtige Ergänzungen bis 1980 wurden anhand der Daten von Coenen und Vega (2001) vorgenommen, die mit den offiziell publizierten Daten der EZB verknüpft wurden. Für M3 wurde ein Index verwendet, der den durch die Erweiterung des Euro-Währungsgebietes hervorgerufenen Bruch vermeidet. - ^c Der t -Wert des Anpassungsparameters der Kointegrationsbeziehung beträgt $-6,38$, der von Banerjee et al. (1998) tabellierte kritische Wert liegt bei $-4,03$. Daher wird die Hypothese fehlender Kointegration abgelehnt. - ^d Es wurden durchgeführt: Jarque-Bera Test auf Normalverteilung (JB) Breusch-Godfrey-Tests auf Freiheit von Autokorrelation 1. und 1. bis 4. Ordnung ($AR1$, $AR4$), LM-Tests auf Freiheit von ARCH-Effekten 1. und 1. bis 4. Ordnung ($ARCH1$, $ARCH4$), Test auf Nichtlinearität 1. Ordnung ($RESET1$), White-Tests auf Heteroskedastizität unter Verwendung von Quadraten sowie von Quadraten und Kreuzprodukten ($HET1$, $HET2$). - ^e 1-Schritt-Chow-Tests stellen die Schätzungen zu den zwei Zeitpunkten t und $t-1$ gegenüber und überprüfen die Nullhypothese der Strukturkonstanz. Sie basieren daher auf 1-Schritt-Prognosen. - ^f N-Schritt-Chow-Tests stellen die Schätzungen zu den zwei Zeitpunkten t und T gegenüber und überprüfen die Nullhypothese der Strukturkonstanz. Sie basieren daher auf sich verringernden N-Schritt-Prognosen.

Schaubild 3: Kurzfristiger Zins in Euroland: Tatsächliche Werte und Werte nach der Taylor-Regel³



³ Der Taylor-Zins wird unter verschiedenen Annahmen über den gleichgewichtigen Realzins (2 Prozent, 2½ Prozent und 3 Prozent) und auf der Basis des HVPI ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak berechnet.

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

kommenden Jahr leicht unter 2 Prozent. Auch wegen der Preisentwicklung halten wir es für angebracht, die Zinsen vorerst auf dem jetzigen Niveau zu belassen, zumal die Inflation in der Vergangenheit häufig negativ überraschte.

Gegen eine Lockerung der Geldpolitik spricht auch, dass die Leitzinsen gemessen an der Inflationsentwicklung und der Kapazitätsauslastung im Euroraum immer noch niedrig sind. Dies lässt sich erhärten durch eine Schätzung der Taylor-Regel (Schaubild 3). Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Inflation immer noch über der Zielrate der EZB liegt.⁵ Für sich genommen muss deshalb der kurzfristige Realzins gemäß der Regel höher sein als der „gleichgewichtige“ Realzins, für den wir unterstellen, dass er in einer Spanne von 2 bis 3 Prozent liegt.⁶ Ein niedrigerer Realzins ergibt sich hingegen, weil die Kapazitätsauslastung im Euroraum immer noch unter dem Normalniveau liegt. Wir veranschlagen den Output Gap für das zweite Quartal 2002 auf etwa -1 Prozent. Der auf dieser Basis berechnete Taylorzins liegt zwischen 4¾ und 5¾ Prozent. Gemessen daran sind die kurzfristigen Zinsen im Euroraum derzeit also

⁵ Für die Berechnung des Taylorzinses ist es sinnvoll, die Kerninflationsrate heranzuziehen (Gern et al. 2002: 60 ff.).

⁶ Der gleichgewichtige Realzins ist nicht beobachtbar. Die überwiegende Zahl der Schätzungen liegt in diesem Bereich.

niedrig genug, um der Konjunktur Impulse zu geben. Eine Zinssenkung wäre nur angebracht, wenn sich die Konjunkturaussichten deutlich verschlechtern sollten.

Im nächsten Jahr wird sich nach unserer Prognose der Aufschwung im Euroraum festigen, und der Output Gap wird steigen. Wir unterstellen, dass die EZB die Leitzinsen ab dem Frühjahr 2003 allmählich erhöhen wird. Gegen Ende des Jahres dürfte der Geldmarktzins bei 4 Prozent liegen, was in etwa dem neutralen Niveau entspricht. Folglich lassen im Prognosezeitraum die Impulse von der Geldpolitik nach, sie wird jedoch nicht restriktiv. Ferner werden sich die monetären Rahmenbedingungen infolge der von uns prognostizierten leichten realen Aufwertung des Euro etwas verschlechtern.

Finanzpolitik: Nagelprobe für den Stabilitäts- und Wachstumspakt

Die anhaltende Konjunkturschwäche hat deutliche Spuren in den öffentlichen Haushalten im Euroraum hinterlassen. Die Haushaltsfehlbeträge werden in den meisten Mitgliedsländern wie schon im Vorjahr spürbar höher ausfallen, als in den Stabilitätsprogrammen vorgesehen. Im Jahr 2002 dürfte das zusammengefasste Budget im Euroraum ein Defizit in Höhe von 2,2 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt aufweisen (Tabelle 1), nach 1,3 Prozent im Vorjahr. Die Verschlechterung der Haushaltsposition ist auf die schwache Konjunktur zurückzuführen. Bei der von uns prognostizierten Abnahme der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung von $1\frac{3}{4}$ Prozent im Jahr 2002 ergibt sich unter der Annahme einer Elastizität des Budgetsaldos in Bezug auf den Output Gap von 0,5 (OECD 1999: 147) eine zyklische Komponente der Defizitveränderung in Höhe von rund 0,9 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Die verschlechterte Haushaltslage ist also auf das Wirken der automatischen Stabilisatoren zurückzuführen. Dies bedeutet, dass die Finanzpolitik im Euroraum als Ganzem in diesem Jahr neutral ausgerichtet ist.

Im kommenden Jahr wird die Finanzpolitik auf einen restriktiven Kurs einschwenken. Ein restriktiver Kurs wird allerdings nur in denjenigen Ländern des Euroraums verfolgt werden, deren Haushalte in diesem Jahr hohe Defizite aufweisen. Die Haushaltsdefizite in Portugal und voraussichtlich auch in Deutschland werden 2002 sogar die im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegte Obergrenze von 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt überschreiten. In Frankreich und in Italien nähert sich das Defizit dieser Marke weiter an. Für diese vier Länder wird es schwierig, den in ihren Stabilitätsprogrammen vom vergangenen Herbst für das Jahr 2004 angekündigten Budgetausgleich in die Tat umzusetzen. Um dieses Ziel zu erreichen, wären jeweils kräftige Abgabenerhöhungen oder Ausgabenkürzungen erforderlich. Die Regierungen dieser Länder scheinen zu solchen Maßnahmen jedoch nicht bereit zu sein. Die französische Regierung hat vor kurzem angekündigt, dass sie das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts erst im Jahr 2007 erreichen könne, es sei denn, das reale Bruttoinlandsprodukt würde in den kommenden drei Jahren jeweils um 3 Prozent zunehmen. Ähnlich wie im Fall Italiens, das in seinem Stabilitätsprogramm vom vergangenen Herbst eine mittelfristige Wachstumsrate von rund 3 Prozent unterstellt hatte, ist

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

	Bruttoschulden ^a				Finanzierungssaldo ^a			
	2000	2001	2002 ^b	2003 ^b	2000	2001	2002 ^b	2003 ^b
Deutschland	60,2	59,5	61,2	62,0	1,1	-2,8	-3,1	-2,3
Frankreich	57,4	57,2	58,0	57,5	-1,3	-1,4	-2,3	-2,0
Italien	110,6	109,8	110,0	109,0	-0,5	-2,2	-2,9	-2,5
Spanien	60,4	57,2	55,5	53,5	-0,3	0,0	-0,5	-0,2
Niederlande	56,0	52,9	52,0	51,0	2,2	0,2	-0,8	-0,5
Belgien	109,3	107,5	105,5	103,0	0,1	0,2	-0,7	-0,4
Österreich	63,6	62,9	62,0	60,5	-1,5	0,1	-0,9	-0,5
Finnland	44,0	43,6	43,5	43,0	7,0	4,9	3,0	2,5
Griechenland	103,9	102,6	101,0	99,0	-0,8	0,1	-0,4	0,0
Portugal	53,4	55,4	58,5	59,0	-1,5	-4,1	-4,8	-3,0
Irland	39,0	36,3	35,0	34,0	4,5	1,7	0,0	-0,5
Luxemburg	5,6	5,5	5,5	5,5	5,8	5,0	4,5	4,0
Euroland	69,5	69,1	69,5	68,5	0,2	-1,3	-2,2	-1,7

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

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

eine solche Annahme unrealistisch, da das Wachstum des Produktionspotentials in beiden Ländern deutlich geringer ist.⁷ Diese beiden Länder werden demzufolge bei ansonsten unveränderter Politik nur bei einer außergewöhnlich guten Konjunktur in der Lage sein, den in ihren Stabilitätsprogrammen eingegangenen Verpflichtungen nachzukommen.

Noch schwieriger ist die Lage in Deutschland⁸ und Portugal. Die portugiesische Regierung musste im Juli dieses Jahres einräumen, dass das Budgetdefizit für das Jahr 2001 nicht wie zunächst berichtet 2,2 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt betrug, sondern 4,1 Prozent.⁹ Damit überschreitet das Defizit in Portugal bereits im vergangenen Jahr die Obergrenze des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Die Europäische Kommission (2002a) hat unmittelbar nach

⁷ Schätzungen der OECD (2002a) zufolge beträgt die Potentialwachstumsrate in Frankreich und Italien derzeit jeweils knapp 2½ Prozent.

⁸ Für eine ausführliche Darstellung siehe Boss und Scheide (2002).

⁹ Auch die italienische Regierung korrigierte im Sommer die Defizitquote für 2001 nach oben, von 1,4 Prozent auf 2,2 Prozent. Diese beiden Fälle verdeutlichen, dass die Mitgliedsländer des Euroraums erhebliche Spielräume für kreative Buchführung besitzen. Diese Spielräume wurden in der Qualifizierungsphase für die Währungsunion von einigen Ländern in erheblichem Umfang genutzt (Kitterer und Wiese 1998: 29 ff.).

Veröffentlichung der neuen Defizitzahlen das so genannte Verfahren bei einem übermäßigen Defizit nach Artikel 104 des EG-Vertrags eingeleitet.¹⁰ Dieses Verfahren sieht zunächst vor, dass die Europäische Kommission einen Bericht über die Haushaltslage in dem Mitgliedstaat mit einer Defizitquote von mehr als 3 Prozent erstellt. Im Fall Portugals wird die Kommission dem ECOFIN-Rat den Bericht im September übergeben. Der ECOFIN-Rat muss bis zum 1. Dezember 2002 entscheiden, ob in Portugal ein übermäßiges Defizit besteht. Die Entscheidung erfolgt mit qualifizierter Mehrheit – 62 von insgesamt 87 Stimmen. Stellt der ECOFIN-Rat ein übermäßiges Defizit fest, so hat die portugiesische Regierung vier Monate Zeit, Korrekturmaßnahmen zu ergreifen. Ergreift sie in diesem Zeitraum keine wirksamen Maßnahmen, kann der ECOFIN-Rat – wiederum mit qualifizierter Mehrheit, aber Portugal ist jetzt nicht mehr stimmberechtigt – Portugal mit der Maßgabe in Verzug setzen, geeignete Schritte einzuleiten. Geschieht dies nicht innerhalb von zwei Monaten, hat der ECOFIN-Rat die Möglichkeit, mit qualifizierter Mehrheit Sanktionen gegen Portugal zu verhängen. Diese Sanktionen bestehen in einer unverzinslichen Einlage von maximal 0,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Wird das übermäßige Defizit nicht innerhalb von zwei Jahren beseitigt, wird die Einlage in eine Geldbuße umgewandelt. Zudem könnten unter Umständen die Mittel entfallen, die Portugal derzeit aus dem Kohäsionsfonds erhält.

Die Europäische Kommission wird in naher Zukunft das Verfahren bei einem übermäßigem Defizit auch im Fall Deutschlands einleiten, falls – wie von uns prognostiziert – das Defizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr größer als 3 Prozent ausfällt. Allerdings ist fraglich, ob sich im ECOFIN-Rat sowohl im Fall Portugals als auch im Fall Deutschlands die erforderliche qualifizierte Mehrheit für die Feststellung eines übermäßigen Defizits ergeben wird. In Frankreich und Italien ist die Finanzpolitik zwar derzeit nicht durch ein übermäßiges Defizit gekennzeichnet, aber beide Länder handeln nicht im Einklang mit den mittelfristigen Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts, und zudem nähert sich das Defizit jeweils der kritischen 3-Prozent-Marke. Es ist also nicht auszuschließen, dass die deutschen, französischen, italienischen und portugiesischen Finanzminister eine Koalition bilden, um die Feststellung eines übermäßigen Defizits zu verhindern. Zusammen verfügen die vier Länder über 35 Stimmen im ECOFIN-Rat und damit über eine Sperrminorität.

Ob sich der Stabilitäts- und Wachstumspakt als zahnlöser Tiger erweist, wird sich in den kommenden Monaten zeigen. Nun rächt sich, dass es die Regierungen der großen Länder selbst bei der guten Konjunktur 1999 und 2000 versäumt haben, entschlossen zu konsolidieren. Ein Aufweichen des Pakts – wie mancherorts gefordert – würde einen herben Rückschlag auf dem Weg zu gesunden Staatsfinanzen bedeuten und könnte die Akteure an den Finanzmärkten nachhaltig verunsichern, mit der Folge dauerhaft höherer Zinsen. Zudem wären die Länder im Euroraum bei einem Aussetzen der Konsolidierungsbemühungen noch weniger als bisher für die Folgen der demographischen Alterung gerüstet.

¹⁰ Siehe Scheide und Solveen (1997) und EZB (1999) für eine ausführliche Beschreibung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit.

Nicht zuletzt würde eine Politik permanent hoher Budgetdefizite die Sicherung der Preisniveaustabilität durch die EZB erschweren. Alles in allem plädieren wir dafür, am Stabilitäts- und Wachstumspakt festzuhalten.

Lohnanstieg vorübergehend beschleunigt

Der Anstieg der Löhne im Euroraum hat sich in diesem Jahr spürbar beschleunigt, nachdem bereits im vergangenen Jahr eine leichte Zunahme des Lohndrucks zu verzeichnen gewesen war. Im ersten Quartal 2002 lag das Entgelt je Arbeitnehmer um 3 Prozent höher als ein Jahr zuvor (Gesamtjahr 2001: 2,7 Prozent). Die bislang verfügbaren Tarifabschlüsse¹¹ deuten darauf hin, dass für das Jahr 2002 insgesamt mit einem Lohnanstieg von 3,2 Prozent zu rechnen ist (Tabelle 2). Besonders ausgeprägt war die Beschleunigung in Deutschland, wo der moderate Kurs der beiden Vorjahre trotz der Konjunkturschwäche, die sich bereits deutlich auf dem Arbeitsmarkt niedergeschlagen hatte, verlassen wurde. Ausschlaggebend war hier, dass die Gewerkschaften spürbare Reallohnzuwächse durchsetzen wollten, nachdem es in den beiden Vorjahren aufgrund der unerwartet hohen Inflation zu Kaufkrafteinbußen gekommen war. Diese Nachschlagsdiskussion blieb allerdings im Wesentlichen auf Deutschland und – in geringerem Maße – Italien beschränkt, da nur hier die Reallöhne¹² im vergangenen Jahr rückläufig waren.

Tabelle 2: Lohnanstieg^a in Prozent in Euroland 2000–2003

	2000	2001	2002 ^b	2003 ^b
Deutschland	1,2	1,6	2,9	2,4
Frankreich	1,9	2,0	2,5	2,5
Italien	3,0	2,8	2,7	2,4
Spanien	3,4	4,3	3,6	3,0
Niederlande	4,6	4,6	5,0	4,2
Portugal	6,3	5,8	4,5	3,8
Österreich	2,1	2,8	2,4	2,3
Belgien	3,2	3,2	3,2	3,0
Griechenland	6,1	6,2	6,5	5,9
Finnland	3,9	4,5	3,6	3,5
Irland	8,8	9,2	7,5	7,0
Luxemburg	4,3	5,3	3,8	4,0

^a Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer. – ^b Prognose.

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

¹¹ Aktuelle tarifpolitische Informationen finden sich insbesondere in der Datenbank des European Industrial Relations Observatory (<http://www.eiro.eurofound.ie>).

¹² Gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer deflationiert mit dem Deflator des privaten Verbrauchs.

Tabelle 3: Arbeitskosten und Produktivität in Euroland 1999–2003 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent

	1999	2000	2001	2002 ^a	2003 ^a
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,3	2,6	2,7	3,0	2,6
Arbeitsproduktivität ^b	0,9	1,5	0,1	0,5	1,2
Lohnstückkosten	1,4	1,1	2,6	2,5	1,4

^a Prognose. – ^b Reales Bruttoinlandsprodukt je Beschäftigten.

Quelle: Wie Tabelle 1.

In den meisten anderen Ländern schlug sich die konjunkturelle Abschwächung in einer Verlangsamung des Lohnauftriebs nieder.

Für das kommende Jahr erwarten wir, dass sich der Anstieg der Nominallöhne wieder merklich verringert. Dabei wirkt die ungünstige Entwicklung am Arbeitsmarkt dämpfend. Die Beschäftigung wird bis weit in das kommende Jahr hinein nur langsam zunehmen, und die Arbeitslosigkeit dürfte sich nur allmählich zurückbilden. Außerdem ist zu erwarten, dass sich die Inflation weiter abschwächt, so dass die Reallöhne auch bei geringeren Nominallohnzuwächsen in wenig verändertem Tempo steigen. Nicht zuletzt ist eine Verlangsamung des Lohnauftriebs bereits in den Tarifverträgen wichtiger Branchen in Deutschland angelegt.

Für die Preisstabilität gehen von der Lohnentwicklung noch keine Gefahren aus. Zwar erhöhen sich die nominalen Lohnstückkosten – also der Nominallohnanstieg abzüglich der Rate des Produktivitätszuwachses – in diesem Jahr in einem Ausmaß, das über die Obergrenze der von der EZB mit Preisstabilität vereinbar erachteten Spanne für die angestrebte Inflationsrate von 2 Prozent hinausgeht, nachdem dies bereits im vergangenen Jahr der Fall gewesen war (Tabelle 3). Doch liegt dies vor allem an einer konjunkturbedingt nur schwachen Produktivitätszunahme. Es wäre verfehlt, bei der Bewertung der Inflationswirkungen der Lohnpolitik die kurzfristigen, zyklischen Schwankungen der Arbeitsproduktivität zugrunde zu legen. Vielmehr sollte der Maßstab die Trendproduktivität sein, die hier als Durchschnitt über einen Konjunkturzyklus berechnet wird.¹³ Nimmt man die Trendrate des Produktivitätsanstiegs von 1,4 Prozent als Grundlage, ergibt sich für den Euroraum insgesamt ein Anstieg der Lohnstückkosten in diesem Jahr um 2,1 Prozent.

Die Unterschiede hinsichtlich des Lohnstückkostenanstiegs sind von Land zu Land freilich beträchtlich, die Spanne reichte im vergangenen Jahr von 0,1 Prozent in Österreich bis zu 5,5 Prozent in Irland. Die Unterschiede sind zum einen in den unterschiedlich hohen Lohnsteigerungen begründet, zum anderen in

¹³ Gemessen von Tiefpunkt zu Tiefpunkt umfasst der jüngste vollständige Zyklus die Jahre 1997 bis 2002. Dabei ist unsere Prognose unterstellt.

Tabelle 4: Trendproduktivität und nominale Lohnstückkosten in Euroland 2000–2002 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr

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

^a Auf Basis der Zahl der Erwerbstätigen im Jahr 2000. – ^b Reales Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigen; jahresdurchschnittliche Veränderungsrate 1997–2002. – ^c Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer abzüglich Trendproduktivität. – ^d Prognose.

Quelle: Wie Tabelle 2.

der unterschiedlichen Produktivitätsentwicklung (Tabelle 4). Diese Differenzen im Lohnstückkostenauftrieb sind wesentliche Ursache für die Unterschiede bei den Inflationsraten¹⁴ und damit maßgeblich für die Verschiebungen der realen Wechselkurse innerhalb des Euroraums verantwortlich. Anpassungen der realen Austauschverhältnisse zwischen den EWU-Ländern müssen möglich sein, um den unterschiedlichen Erfordernissen der nationalen Wirtschaftsräume Rechnung zu tragen. Eine Fixierung der realen Austauschverhältnisse dadurch, dass für alle Länder die gleiche Inflationsrate angestrebt wird, ist weder wünschenswert noch praktisch umsetzbar. Allerdings können in einzelnen Ländern durch relativ hohe Lohnzuwächse Wettbewerbsprobleme entstehen, die die wirtschaftliche Entwicklung auf mittlere Sicht dämpfen. Eine solche Entwicklung sollte insbesondere in Ländern, deren Wirtschaft unterausgelastet ist, vermieden werden.

¹⁴ Weitere Faktoren, die die Inflation in den einzelnen Ländern in unterschiedlicher Weise beeinflussen, sind die Veränderung der Terms of Trade, die Entwicklung der indirekten Steuersätze und die Veränderung des Gewinnanteils der Unternehmen.

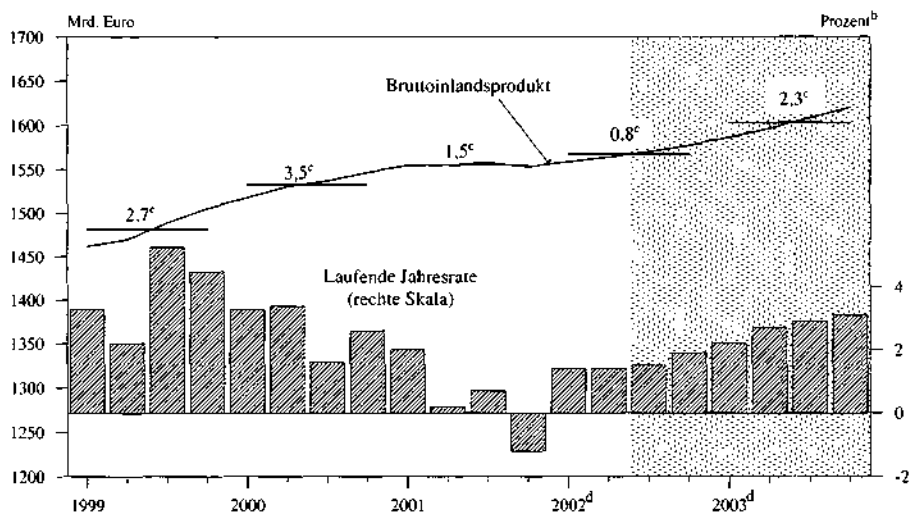
Ausblick: Aufschwungskräfte gewinnen allmählich die Oberhand

Die Frühindikatoren zeichnen derzeit kein einheitliches Bild von der Konjunktur im Euroraum im zweiten Halbjahr 2002. Auf der einen Seite signalisieren die in den von EUROFRAME berechneten Konjunkturindikator eingehenden Größen wie z.B. der kurzfristige Realzins weiterhin einen bevorstehenden Aufschwung. Dies kommt auch in der indikatorgestützten Prognose der Europäischen Kommission¹⁵ zum Ausdruck, die für das dritte Quartal 2002 eine Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukt anzeigt, welche die Wachstumsrate des Produktionspotentials zumindest erreicht, aber wahrscheinlich sogar übertrifft. Diese Indikatoren deuteten allerdings auch schon für das erste Halbjahr 2002 auf ein hohes Expansionstempo hin. Auf der anderen Seite haben sich einige Stimmungsindekoren seit der Jahresmitte spürbar eingetrübt. So haben sich das Vertrauen in der Industrie und das Verbrauchervertrauen im Sommer verringert. Zudem war zuletzt auch der Einkaufsmanagerindex rückläufig, wenngleich er weiterhin über der 50-Punkte-Marke liegt und somit einen Aufschwung signalisiert. Unserer Einschätzung nach handelt es sich um eine vorübergehende Verschlechterung der Stimmungsindekoren, die mit dem starken Kursrückgang an den Aktienmärkten im Frühsommer zusammenhängt, und nicht um den Beginn einer neuerlichen Schwächephase. Alles in allem dürfte die konjunkturelle Dynamik im zweiten Halbjahr 2002 jedoch verhalten sein.

Das reale Bruttoinlandsprodukt wird in Euroland im Durchschnitt dieses Jahres angesichts des niedrigen Niveaus zu Jahresbeginn lediglich um 0,8 Prozent zunehmen, nach 1,4 Prozent im vergangenen Jahr. Im Jahresverlauf dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion um 1,5 Prozent steigen. Dabei wird das Expansionstempo im Verlauf des zweiten Halbjahrs wohl größer sein, dennoch dürfte die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts spürbar hinter jener des Produktionspotentials zurückbleiben (Schaubild 4). Maßgeblich hierfür ist zum einen, dass die Zunahme der Exporte nur mäßig ausfällt, denn die Konjunktur in den wichtigsten Absatzmärkten des Euroraums gewinnt nur langsam an Fahrt (Benner et al. 2002), und die kräftige Aufwertung des Euro in den vergangenen Monaten bremst. Zum anderen werden die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben angesichts der sich verschlechternden Lage am Arbeitsmarkt wohl nur moderat ausweiten. Die Unternehmensinvestitionen dürften hingegen ihren seit Anfang vergangenen Jahres anhaltenden Abwärtstrend beenden und im Laufe des zweiten Halbjahrs an Schwung gewinnen, wenn sich die volle Wirkung der Zinssenkungen vom vergangenen Herbst entfaltet. Wir rechnen damit, dass der Harmonisierte Verbraucherpreisindex im Durchschnitt von 2002 sein Niveau im Vorjahr um 2,1 Prozent überschreitet. Die Lage am Arbeitsmarkt wird sich angesichts der schwachen Konjunktur weiter eintrüben. Deshalb ist zu erwarten, dass die Arbeitslosenquote bis zum Jahresende noch leicht zunimmt. Im Durchschnitt dieses Jahres dürfte sie 8,3 Prozent betragen, nach 8,0 Prozent im Vorjahr.

Im Laufe des kommenden Jahres wird sich die wirtschaftliche Aktivität spürbar beleben. Ab Frühjahr dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion in der Grund-

¹⁵ Siehe http://europa.eu.int/comm/economy_finance/indicators_en.htm

Schaubild 4: 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 Ab 2002 III: Prognose.

Quelle: Eurostat (2002), eigene Prognose.

tendenz schneller expandieren als das Produktionspotential (Tabelle 5). Zum einen erwarten wir, dass das Expansionstempo in der Weltwirtschaft zunimmt (Benner et al. 2002) und die Euro-Aufwertung nach und nach an Wirkung verliert, so dass die Ausfuhren des Euroraums an Schwung gewinnen werden (Schaubild 5). Zum anderen wird die Konjunktur auch im kommenden Jahr durch die Geldpolitik angeregt. Mit den von uns für das erste Halbjahr 2003 erwarteten Zinsanhebungen werden sich die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen zwar geringfügig verschlechtern, sie bleiben aber günstig. Da sich zudem im Zuge der zunehmenden weltwirtschaftlichen Dynamik die Absatz- und Ertrags-erwartungen aufhellen werden, dürften die Anlageinvestitionen im kommenden Jahr kräftig expandieren. Die privaten Haushalte werden ihre Konsumausgaben über das ganze Jahr deutlich schneller ausweiten als in diesem. Hierzu tragen ein stärkerer Realeinkommenszuwachs und die allmähliche Besserung der Lage am Arbeitsmarkt bei. Die Arbeitslosenquote dürfte im Zuge des Aufschwungs spürbar sinken, wir rechnen für den Durchschnitt des kommenden Jahres mit einer Quote von 8,2 Prozent. Das reale Bruttoinlandsprodukt dürfte 2003 um 2,3 Prozent zunehmen, nach lediglich 0,8 Prozent in diesem Jahr (Tabelle 6).

Der Preisauftrieb dürfte im Prognosezeitraum moderat bleiben. Zwar werden sich im Zuge des Aufschwungs die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen vergrößern, aber die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wird Ende 2003 noch nicht ihr Normalniveau erreicht haben, so dass die Inflationsrisiken von dieser Seite begrenzt erscheinen. In diese Richtung wirkt auch die Europäische

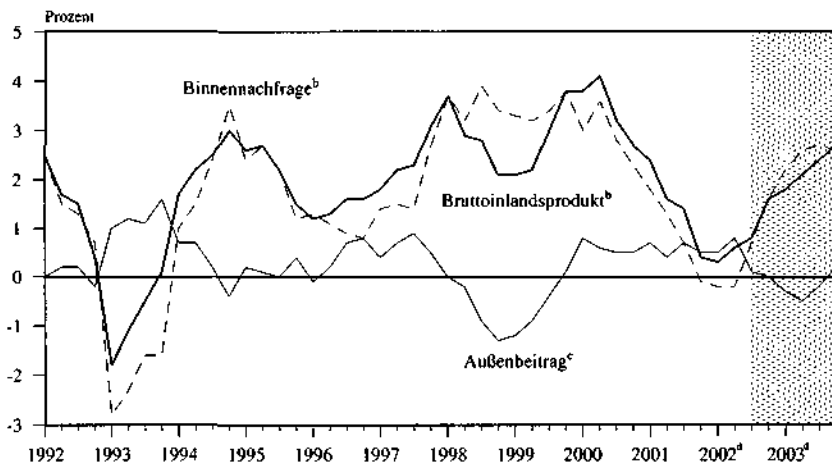
Tabelle 5: Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Euroland 2001–2003

	2001				2002				2003			
	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.	1.Q.	2.Q.	3.Q. ^a	4.Q. ^a	1.Q. ^a	2.Q. ^a	3.Q. ^a	4.Q. ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	2,0	0,2	0,7	-1,2	1,4	1,4	1,5	1,9	2,2	2,7	2,9	3,1
Inlandsnachfrage ^b	0,6	1,0	-1,1	-0,9	0,2	0,8	2,5	2,7	2,6	2,8	2,6	2,6
Privater Verbrauch ^b	4,0	2,1	0,4	-0,1	-0,7	1,6	1,8	2,0	2,2	2,2	2,3	2,2
Staatsverbrauch ^b	1,1	1,7	1,2	1,5	3,1	1,5	1,3	1,5	1,4	1,4	1,4	1,2
Anlageinvestitionen ^b	-1,5	-2,5	-2,5	-3,6	-2,3	-3,2	2,0	4,0	4,6	4,6	5,0	5,2
Vorratsveränderungen ^c	-1,5	0,0	-1,0	-0,3	0,5	0,3	0,8	0,4	0,0	0,2	-0,1	0,0
Außenbeitrag ^c	1,5	-0,8	1,8	-0,3	1,2	0,6	-0,9	-0,7	-0,3	0,0	0,4	0,5
Exporte ^{b,d}	-0,5	-4,6	-1,3	-6,6	0,5	8,0	1,7	2,2	3,4	4,6	5,3	5,6
Importe ^{b,d}	-4,4	-2,8	-6,1	-6,4	-2,9	6,9	4,4	4,5	4,4	5,0	4,5	4,5
Arbeitslosenquote ^e	8,0	8,0	8,0	8,1	8,1	8,3	8,4	8,5	8,4	8,3	8,2	7,9
Konsumentenpreise (HVPI) ^f	2,3	3,1	2,4	2,1	2,6	2,1	2,0	1,9	1,5	1,4	1,7	1,8
Geldmenge M ³ ^b	5,9	6,9	8,7	9,8	4,8	6,3	3,0	3,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Zinssatz für Dreimonatsgeld	4,7	4,6	4,3	3,3	3,4	3,5	3,4	3,4	3,5	3,7	4,0	4,0
Zinssatz für Staatsanleihen (10 Jahre)	5,0	5,2	5,1	4,8	5,1	5,3	4,9	5,2	5,4	5,6	5,7	5,7
Wechselkurs gegenüber dem Dollar ^g	0,92	0,88	0,89	0,90	0,88	0,92	0,99	1,00	1,02	1,00	1,00	1,00
Realer effektiver Wechselkurs ^h	88,7	86,8	88,0	88,6	88,0	90,4	91,7	92,1	92,8	92,1	92,1	92,1

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

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

Schaubild 5: Bruttoinlandsprodukt, Binnennachfrage und Außenbeitrag in Euroland^a



^a In konstanten Preisen. – ^b Veränderungsrate gegenüber Vorjahr. – ^c Veränderung des Außenbeitrags gegenüber Vorjahr in Relation zum Bruttoinlandsprodukt des Vorjahresquartals. – ^d Ab 2002 III: Prognose.

Quelle: Wie Schaubild 4.

Zentralbank, die den Expansionsgrad ihrer Politik allmählich verringern wird. Kommt es zudem – wie in dieser Prognose unterstellt – nicht zu starken Schüben bei den in der jüngsten Vergangenheit besonders volatilen Öl- und Nahrungsmittelpreisen, so dürfte die Inflationsrate im kommenden Jahr im Zielkorridor der Europäischen Zentralbank verharren. Für den Durchschnitt des kommenden Jahres rechnen wir mit einem Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex um 1,6 Prozent, nach 2,1 Prozent in diesem Jahr.

Summary

Euroland: Upswing Postponed

The recovery in Euroland has started at the beginning of this year but it has remained rather moderate. Real GDP increased at an annual rate of less than 1½ percent during the first half of 2002. Capacity utilization has declined further and unemployment continued to go up. While exports have gained some strength, domestic demand has just about stabilized.

Several factors can be made responsible for the sluggish performance. Consumer sentiment was affected by the price increases at the beginning of this year and obviously also the introduction of the new currency. Profit expectations of firms have not improved sufficiently as it is also reflected in the collapse of stock

Tabelle 6: Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Euroland 2000–2003

	Gewicht in Prozent ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b				Verbraucherpreise ^{b,c}				Arbeitslosenquote ^d in Prozent			
		2000	2001	2002 ^e	2003 ^e	2000	2001	2002 ^e	2003 ^e	2000	2001	2002 ^e	2003 ^e
Deutschland	30,3	2,9	0,6	0,4	1,8	2,0	2,4	1,4	1,2	7,8	7,8	8,2	8,2
Frankreich	21,4	4,2	1,8	1,1	2,6	1,9	1,8	1,7	1,5	9,3	8,5	8,9	8,8
Italien	17,9	2,9	1,8	0,5	2,2	2,7	2,3	2,4	1,8	10,4	9,5	9,0	8,9
Spanien	9,6	4,2	2,7	2,0	3,0	3,5	2,8	3,3	2,0	11,3	10,7	11,2	10,8
Niederlande	6,3	3,5	1,1	0,5	2,4	2,3	5,2	3,8	2,1	2,8	2,4	2,8	3,3
Belgien	3,8	4,0	1,0	0,6	2,5	2,7	2,4	1,5	1,4	6,9	6,6	6,9	6,9
Österreich	3,1	3,3	0,8	0,5	2,5	2,0	2,3	1,7	1,7	3,7	3,6	4,1	4,2
Finnland	2,0	6,1	0,7	1,5	4,0	3,0	2,6	2,0	1,8	9,8	9,2	9,3	9,0
Griechenland	1,9	4,1	4,1	2,5	3,5	2,3	3,6	3,8	2,7	11,1	10,4	9,9	9,3
Portugal	1,8	3,6	1,7	1,2	1,8	2,8	4,4	3,3	2,6	4,1	4,1	4,4	4,9
Irland	1,7	11,5	5,9	4,0	5,0	2,8	4,0	4,4	2,8	4,2	3,8	4,5	4,4
Luxemburg	0,3	7,5	3,5	3,0	4,5	5,2	2,4	1,9	1,9	2,3	2,0	2,3	2,4
Euroland	100,0	3,5	1,5	0,8	2,3	2,3	2,5	2,1	1,6	8,5 ^f	8,0 ^f	8,3 ^f	8,2 ^f

^a Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2001. – ^b Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). – ^c Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). – ^d Standardisierte Arbeitslosenquote nach dem ILO-Konzept. – ^e Prognose. – ^f Auf der Grundlage der Erwerbstätigen von 2000.

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

prices. In addition, export expectations have deteriorated recently because of the uncertainty about the US economy and the appreciation of the euro.

In spite of these negative factors, we still expect that the upswing in Euroland is under way. Interest rates are very low and stimulate domestic demand, and the recovery of the world economy will provide impulses for exports.

Interest Rate Cuts not Necessary

In the light of the recent turbulences on stock markets and the increased uncertainty about the economic outlook in the euro area, the ECB will probably not raise interest rates this year as was expected a few months ago. In fact, there is a discussion whether the ECB would – or even should – lower interest rates.

According to both pillars of the monetary policy strategy, an easing of monetary policy cannot be justified. Money growth still exceeds the reference value by a high margin. Although our estimates indicate that money demand has become unstable recently, there is a risk that there is some excess liquidity in the euro area and that the high money growth cannot be explained by special factors alone. The perspectives for inflation have also not improved considerably. Current inflation is close to 2 percent, and the core rate has remained stubbornly high at 2½ percent. Another reason to be skeptical is that interest rates are currently quite low given the output gap and the rate of inflation in the euro area. Calculations of the Taylor rule suggest that interest rates provide a sufficient stimulus for economic activity.

The Stability and Growth Pact Must Be Maintained

The budget deficit in Portugal and also in Germany will probably exceed 3 percent of GDP this year; in Italy and France it is also approaching this level. For these four countries it will be difficult to achieve a balanced budget by the year 2004. They do not seem to be willing to pursue the necessary measures.

The European Commission will soon start the excessive deficit procedure for Portugal and possibly also Germany. However, it is not certain there will be the necessary majority in the ECOFIN Council for the decision whether an excessive deficit exists. One cannot exclude that Italy and France have an interest to block such a decision because they also have problems of meeting the obligations of the Stability and Growth Pact. So it is possible that the finance ministers of these four countries which together have 35 votes in the Council prevent the decisions to be made under the excessive deficit procedure.

The coming months will show whether the Pact really has teeth. We are strongly in favor of a strict application of the Stability and Growth Pact. A softening of the rules or an abolition of the Pact would be a serious blow for sound fiscal policies in Europe and the credibility of the governments. As a consequence, interest rates may be higher, and the task of the ECB to maintain price stability would become more difficult. The lack of consolidation also implies that the countries in the euro area are even less prepared for the consequences of the demographic changes. To the extent that citizens cannot expect tax cuts in the future, the outlook for economic growth deteriorates.

Upswing Will Slowly Gain Momentum

The recent deterioration of consumer and business sentiments does not, in our view, imply that a renewed downturn is imminent. After a relatively sluggish growth in the rest of this year, economic activity will pick up considerably in the course of 2003 and real GDP will rise faster than potential output. For the year as a whole, real GDP will increase by 2.3 percent, after 0.8 percent in 2002. The labor market situation will slowly improve in the course of next year. Inflation will remain moderate also because the ECB will slowly tighten monetary policy; in addition, we expect that wages will rise only moderately. The HICP will increase by 1.6 in 2003, after 2.1 this year.

Literatur

- Banerjee, A., J. J. Dolado und R. Mestre (1998). Error-Correction Mechanism Tests for Cointegration in a Single-Equation Framework. *Journal of Time Series Analysis* 19 (3): 267–283.
- Benner, J., D. Borbély, K.-J. Gern, C. Kamps, A. Kuhn, B. Sander und J. Scheide (2002). Stockende Erholung der Weltkonjunktur. *Die Weltwirtschaft* (3), in diesem Heft.
- Boss, A., und J. Scheide (2002). Budgetausgleich in Deutschland im Jahr 2004? *Die Weltwirtschaft* (3), in diesem Heft.
- Coenen, G., und J.-L. Vega (2001). The Demand for M3 in the Euro Area. *Journal of Applied Econometrics* 16 (6): 727–748.
- EUROFRAME (2002). Eurogrowth Indicator. September. <http://www.euro-frame.org>
- Europäische Kommission (2001). *Europäische Wirtschaft* 72. Brüssel.
- (2002a). Statement by Commissioner Solbes on the Portuguese deficit data. Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen, Pressemitteilung IP/02/1168 vom 25. Juli 2002. Brüssel.
- Europäische Kommission (2002b). *European Economy* (2). Brüssel.
- Eurostat (2002). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (1999). *Monatsbericht*. Mai. Frankfurt am Main.
- (2002a). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- (2002b). *Monatsbericht*. Juni. Frankfurt am Main.
- (2002c). *Monatsbericht*. August. Frankfurt am Main.
- Gern, K.-J., C. Kamps und J. Scheide (2002). Euroland: Der Aufschwung beginnt. *Die Weltwirtschaft* (1): 54–84.
- Kitterer, W., und J. Wiese (1998). Zur Nachhaltigkeit der Finanzpolitik in den Ländern der Europäischen Union. Europäisches Steuerzahlerinstitut für öffentliche Finanzen Schrift 1. Köln.
- OECD (1999). *Economic Outlook* 66. Dezember. Paris.
- (2002a). *Economic Outlook* 71. Juni. Paris.
- (2002b). *Main Economic Indicators*. Juli. Paris.
- Scheide, J., und R. Solveen (1997). Before EMU Starts: Economic Policy Stimulates Recovery in Europe. Kieler Diskussionsbeiträge 294. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.