

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

**Article — Digitized Version**

## Euroland: Stagnation wird allmählich überwunden

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 (2003) : Euroland: Stagnation wird allmählich überwunden, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 3, pp. 265-298

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/3081>

**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.*

Vorabdruck aus

## Die Weltwirtschaft 2003, Heft 3

Vierteljahresschrift des Instituts für Weltwirtschaft  
an der Universität Kiel

### **Euroland: Stagnation wird allmählich überwunden**

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

Die Konjunktur im Euroraum befindet sich weiterhin in einer Schwächephase. Im Verlauf des Jahres 2003 hat die gesamtwirtschaftliche Produktion annähernd stagniert. Eine Reihe von Faktoren trug dazu bei, dass sich die erwartete Erholung der Konjunktur nicht einstellte. So wirkte der Kurssturz auf den Aktienmärkten im vergangenen Jahr ebenso dämpfend wie der zeitweise hohe Ölpreis. Hinzu kam die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Irak-Konflikt, die sowohl die Investitionsbereitschaft der Unternehmen als auch das Konsumklima beeinträchtigte. Schließlich erhielten die Exporte durch die Aufwertung des Euro einen Dämpfer.

Nach dem Ende des Irak-Kriegs deuten einige Indikatoren jedoch auf eine Besserung der Lage hin. So zogen die Aktienkurse wieder deutlich an. Seit der Jahresmitte scheint sich auch das Geschäftsklima etwas aufzuhellen; dazu trägt bei, dass sich die Weltkonjunktur allmählich erholt und der Eurokurs wieder nachgibt. Da wichtige belastende Faktoren an Einfluss verlieren, werden die niedrigen Zinsen mehr und mehr ihre expansive Wirkung entfalten und zu einer konjunkturellen Besserung in Euroland beitragen. Sie dürfte im späteren Verlauf dieses Jahres einsetzen und sich im kommenden Jahr verstärken. Allerdings ist ein kräftiger Aufschwung, der zu einer merklich höheren Kapazitätsauslastung führt, im Prognosezeitraum wenig wahrscheinlich. In der Folge wird sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt im kommenden Jahr nur wenig verbessern. Die Inflation dürfte moderat bleiben und der Zielvorgabe der Europäischen Zentralbank (EZB) entsprechen.

Die Wirtschaftspolitik im Euroraum wurde durch die lange Zeit anhaltende Konjunkturflaute besonders herausgefordert. Die EZB hat die Zinsen gesenkt und trägt so zur Stabilisierung der wirtschaftlichen Lage bei. Der Geldmenge M3 kommt in der Strategie der Geldpolitik nun eine geringere Rolle zu als vorher. Dies ist insofern berechtigt, als die Geldnachfrage im Euroraum offenbar instabil geworden ist; darauf deutet auch unsere Untersuchung hin. In der Finanzpolitik haben einige Regierungen den Kurs der Haushaltskonsolidierung verlassen. Von dem Schwenk zu höheren strukturellen Budgetdefiziten verspricht man sich offenbar eine Anregung der Konjunktur. Dies ist ein fragwürdiges Experiment. Eine solche Politik steht im

Widerspruch zu den geltenden Regeln und den wiederholten Absichtserklärungen auf europäischer und auf nationaler Ebene, und die Finanzpolitik in Europa verliert zunehmend an Glaubwürdigkeit. Damit wird auch die wirtschaftliche Erholung belastet.

## **Erneuter konjunktureller Rückschlag**

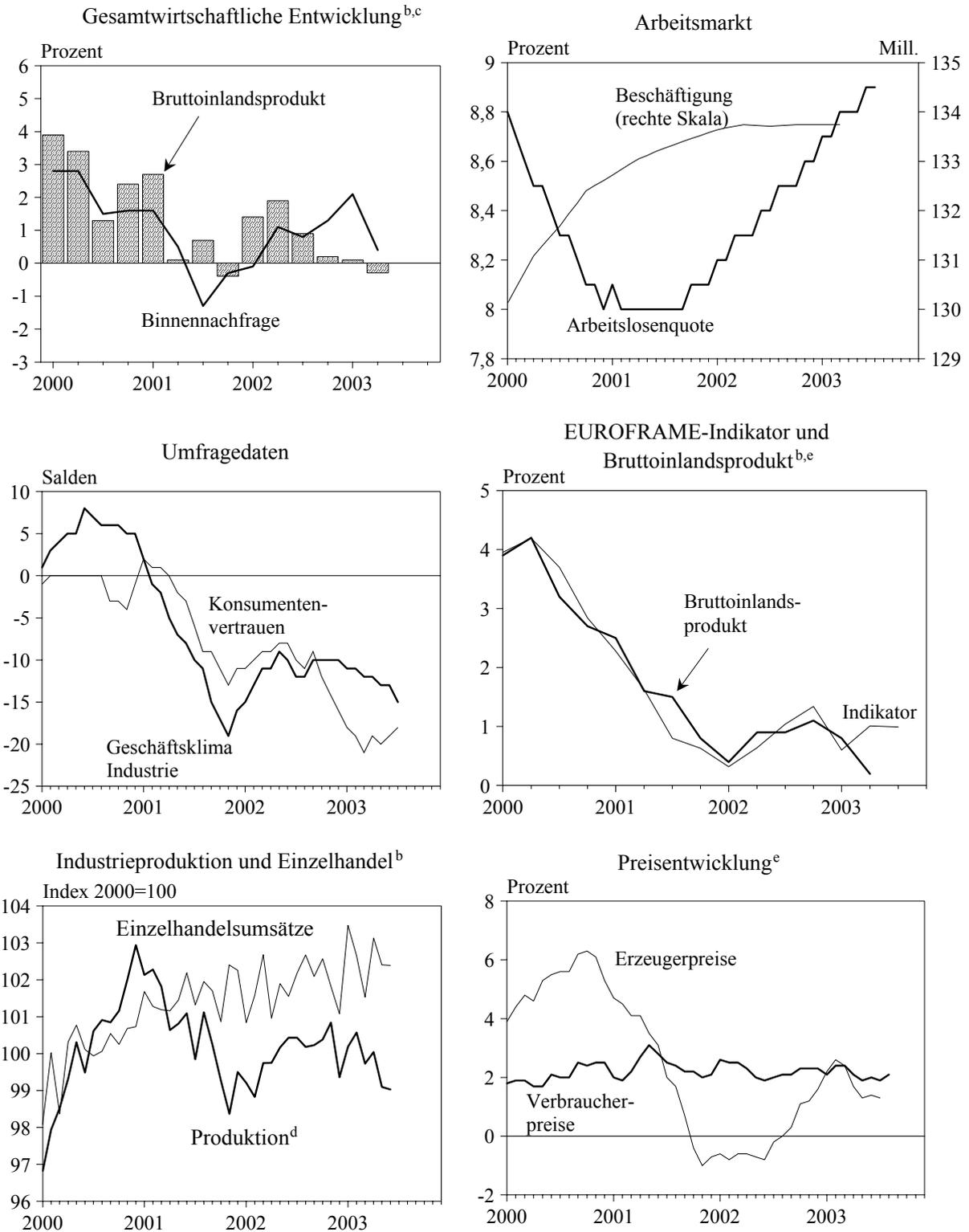
Die Konjunktur im Euroraum hat sich im ersten Halbjahr 2003 weiter eingetrübt. Nachdem die Erholung bereits in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres ins Stocken geraten war, stagnierte das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im ersten Halbjahr. Im zweiten Quartal sank es sogar leicht (Abbildung 1). Damit ist die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion nun schon seit zwei Jahren Quartal für Quartal hinter dem Trendwachstum zurückgeblieben. Die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten im Euroraum sind mittlerweile deutlich unterausgelastet; allerdings hängt das Ausmaß der Unterauslastung vom Verfahren ab, das zur Schätzung des Produktionspotentials herangezogen wird (Kasten 1).

Die derzeitige Schwächephase unterscheidet sich von früheren Konjunkturabschwüngen in zweierlei Hinsicht. Zum einen ist die Stärke des Abschwungs gemessen an den Rezessionen von 1974/75, 1980/82 oder 1992/93 immer noch als moderat anzusehen. Zum anderen erstreckt sich die Konjunkturschwäche nicht wie sonst üblich hauptsächlich auf den Industrie-sektor, sondern auch auf den Dienstleistungssektor. So deuten die von der Europäischen Kommission zusammengestellten Stimmungsindikatoren darauf hin, dass der Konjunkturreinbruch im Dienstleistungssektor in den vergangenen beiden Jahren schärfer war als 1992/93, während die Rezession in der Industrie deutlich milder ausfiel als vor zehn Jahren. Dennoch wurde die Beschäftigung im Dienstleistungssektor im derzeitigen Abschwung weiter – wenn auch verlangsamt – ausgeweitet, während sie in der Industrie seit zwei Jahren rückläufig ist. Die Zahl der Beschäftigten in der Gesamtwirtschaft, die in den vergangenen beiden Jahren noch weiter zugenommen hatte, ist erst im Laufe dieses Jahres zurückgegangen. Die Arbeitslosenquote, die im Jahr 2001 mit 8,0 Prozent ihren zyklischen Tiefpunkt erreicht hatte, stieg auf zuletzt 8,9 Prozent. Gemessen an früheren Abschwüngen hat sich die Lage am Arbeitsmarkt verhältnismäßig wenig verschlechtert.

Maßgeblich für die erneute Eintrübung der Konjunktur seit Sommer 2002 war der ausgeprägte Rückgang der Exporte. Letztere nahmen im Verlauf des ersten Halbjahrs 2003 mit einer laufenden Jahresrate von knapp 4 Prozent ab. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die von Eurostat in den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ausgewiesenen Daten den Handel innerhalb des Euroraums einschließen. Berechnungen der Europäischen Zentralbank (EZB

Abbildung 1:

Indikatoren<sup>a</sup> zur Konjunktur in Euroland 2000–2003



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

Quelle: EUROFRAME (2003); Eurostat (2003); EZB (2003d).

*Kasten 1:*

## Zur Höhe des Output Gaps im Euroraum

Die OECD (2003a), die das Produktionspotential mithilfe eines Produktionsfunktionsansatzes bestimmt, schätzt den Output Gap im Euroraum in diesem Jahr auf  $-1,8$  Prozent.<sup>a</sup> Eigene Schätzungen auf Basis eines HP-Filters (Hodrick und Prescott 1997) und eines Bandpass-Filters (Christiano und Fitzgerald 2003) deuten dagegen auf einen Output Gap von lediglich  $-0,8$  Prozent bzw.  $-0,6$  Prozent hin. Die Abweichungen zwischen den OECD-Schätzungen und den Schätzungen für die beiden univariaten Zeitreihenmethoden sind unter anderem auf Unterschiede im zugrundeliegenden Konzept des Produktionspotentials zurückzuführen. Dem OECD-Verfahren liegt ein Potentialkonzept zugrunde, das das Produktionspotential als eine im Zeitablauf relativ gleichmäßig zunehmende Größe ansieht. Demzufolge weichen die OECD-Schätzungen für die Potentialwachstumsrate für aufeinander folgende Jahre kaum voneinander ab. So schätzt die OECD die durchschnittliche Wachstumsrate im Euroraum im Zeitraum 1993–2003 auf 2,0 Prozent, bei einer Standardabweichung von lediglich 0,1 Prozentpunkten. Dagegen liegt den beiden univariaten Methoden, die häufig in quantitativen Anwendungen der Theorie der realen Konjunkturzyklen eingesetzt werden, ein alternativer Potentialbegriff zugrunde, nach dem das Potentialwachstum im Zeitablauf keinesfalls gleichmäßig ist. Vielmehr wirkt sich eine Reihe von Schocks nicht nur auf das reale Bruttoinlandsprodukt, sondern auch auf das Produktionspotential aus, mit der Folge, dass das Potentialwachstum im Zeitablauf teilweise erheblich variiert. Während Potentialschätzungen auf Basis des HP-Filters und des Bandpass-Filters hinsichtlich der durchschnittlichen Wachstumsrate zu ähnlichen Ergebnissen wie die OECD-Schätzungen kommen, weisen die Schätzungen auf Basis dieser Verfahren deutlich höhere Standardabweichungen auf. Dies schlägt sich zum Beispiel in der Potentialschätzung für 2003 nieder. Während die OECD (2003a) die Potentialwachstumsrate im Euroraum in diesem Jahr auf 2,0 Prozent schätzt, legt der HP-Filter eine Rate von 1,6 Prozent nahe und der Bandpass-Filter sogar eine Rate von lediglich 1,2 Prozent.

Die quantitativen Unterschiede in der Potentialschätzung und davon abgeleitet in der Schätzung des Output Gaps haben wichtige Implikationen. So ist die Höhe des Output Gaps ein wichtiger Orientierungspunkt für die Stabilisierungspolitik, in erster Linie die Geldpolitik. Es ist allgemein anerkannt, dass die Geldpolitik die Potentialwachstumsrate nicht beeinflussen kann. Ihre Rolle wird vielmehr – neben ihrer primären Aufgabe der Sicherung der Preisniveaustabilität – darin gesehen, die Schwankungen des realen Bruttoinlandsprodukts um den Potentialpfad abzumildern. Diese beiden Aufgaben der Geldpolitik kommen zum Beispiel in der Taylor-Regel zum Ausdruck, in die der Output Gap als eine Bestimmungsgröße des Zinssatzes eingeht.<sup>b</sup> Darüber hinaus kommt dem Output Gap auch eine zentrale Rolle bei der Beurteilung der Finanzpolitik zu. Die Berechnung struktureller Budgetdefizite, anhand derer die Ausrichtung der Finanzpolitik bestimmt wird, setzt die Kenntnis des Output Gaps voraus.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die diskutierten Verfahren teilweise zu sehr unterschiedlichen Einschätzungen der konjunkturellen Lage und damit zu divergierenden Politikempfehlungen führen können. Bezogen auf die derzeitige Konjunkturschwäche deutet die OECD-Schätzung auf deutlich unterausgelastete Kapazitäten im Euroraum hin, während die Unterauslastung gemäß den beiden alternativen Verfahren nur gering ist. Alle Verfahren stimmen hingegen darin überein, dass die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung in den vergangenen drei Jahren deutlich abgenommen hat.

<sup>a</sup>Diesem Wert liegt die Prognose der OECD (2003a) für die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts von 1,0 Prozent zugrunde. Legt man indes unsere Prognose (0,5 Prozent) zugrunde, so ergibt sich sogar ein Output Gap von  $-2,3$  Prozent. –

<sup>b</sup>Empirische Schätzungen von Taylor-Regeln für Deutschland zeigen zudem, dass der Koeffizient des Output Gaps sich für alternative Output-Gap-Maße unterscheidet (Clausen und Meier 2003).

2003d: 36–37) auf Basis von Handelsdaten, die allerdings mit jenen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung nur eingeschränkt vergleichbar sind, deuten darauf hin, dass im Winterhalbjahr 2003 die Lieferungen in die Vereinigten Staaten, in das Vereinigte Königreich und nach Asien zurückgegangen sind.<sup>1</sup> Hierzu dürfte die deutliche Aufwertung des Euro maßgeblich beigetragen haben. Gegenüber dem US-Dollar hatte der Euro im Laufe des vergangenen Jahres um rund 14 Prozent an Wert gewonnen, real effektiv hatte er um 8 Prozent aufgewertet. Im Laufe des ersten Halbjahres wertete der Euro um weitere 15 Prozent gegenüber dem US-Dollar und real effektiv um weitere 8 Prozent auf. Die Binnennachfrage, die im Winterhalbjahr vergleichsweise kräftig gestiegen war, neigte zuletzt wieder zur Schwäche. Dabei waren die Konsumausgaben der privaten Haushalte vor dem Hintergrund der verschlechterten Arbeitsmarktlage und die Unternehmensinvestitionen angesichts einer weiter gesunkenen Kapazitätsauslastung rückläufig.

Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe hat sich (nach einer vorübergehenden Beschleunigung im Winterhalbjahr) wieder abgeschwächt. Dennoch ist die Inflationsrate vor dem Hintergrund der anhaltenden Konjunkturschwäche erstaunlich hoch. Im bisherigen Verlauf des Jahres nahm der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) saisonbereinigt mit einer laufenden Jahresrate von 1,8 Prozent zu. Er übertraf im August sein Niveau im Vorjahr um 2,1 Prozent. Die Kerninflationsrate (HVPI ohne Preise für Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak) fiel in diesem Jahr erstmals seit Sommer 2001 unter die 2-Prozent-Marke – sie betrug zuletzt 1,6 Prozent. Zu dem Rückgang der Kerninflationsrate dürfte beigetragen haben, dass die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen angesichts der anhaltenden Konjunkturschwäche abgenommen haben. Zudem dämpfte die Aufwertung des Euro den Anstieg der Importpreise.

## **Lage der öffentlichen Haushalte trübt sich weiter ein**

Vor dem Hintergrund der anhaltenden Konjunkturschwäche hat sich die Lage der öffentlichen Haushalte im Euroraum weiter verschlechtert. Die Haushaltsfehlbeträge werden in den meisten Mitgliedsländern wie schon in den Vorjahren spürbar höher ausfallen, als in den Stabilitätsprogrammen vorgesehen. Im Jahr 2003 dürfte das zusammengefasste Budget im Euroraum ein Defizit von 2,6 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt aufweisen (Tabelle 1), nach 2,2 Prozent im Vorjahr. Maßgeblich für die Zunahme des Budgetdefizits ist die erneute Eintrübung der Konjunktur. Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wird, gemessen an

---

<sup>1</sup> Diese Daten lassen zudem darauf schließen, dass der Handel innerhalb des Euroraums ebenfalls rückläufig war.

der Potentialschätzung der OECD, in diesem Jahr voraussichtlich um 1 ½ Prozentpunkte abnehmen. Unter der Annahme einer Elastizität des Budgetsaldos in bezug auf den Output Gap von 0,5 (OECD 1999: 147) ergibt sich eine zyklische Komponente der Defizitveränderung von rund 0,7 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Die Zunahme des tatsächlichen Haushaltsfehlbetrags fällt geringer aus, da die Finanzpolitik im Euroraum insgesamt in diesem Jahr leicht restriktiv ausgerichtet ist. Nach Schätzungen der OECD (2003a) sinkt das strukturelle Budgetdefizit in diesem Jahr in allen Mitgliedsländern des Euroraums mit den Ausnahmen Frankreich und Österreich. Allerdings ist der Rückgang des strukturellen Defizits in einigen Ländern auf Einmalmaßnahmen zurückzuführen. So erzielte z.B. Italien im ersten Halbjahr 2003 im Zuge einer breit angelegten Steueramnestie Mehreinnahmen in Höhe von schätzungsweise 0,8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Kurzfristig konnte Italien dank dieser außerordentlichen Einnahmen ein Überschreiten der Defizitobergrenze des Stabilitäts- und Wachstumspakts vermeiden. Mittelfristig steigt jedoch die Wahrscheinlichkeit eines Überschreitens der 3-Prozent-Marke. Häufig wiederkehrende Steueramnestien – in Italien war es die dritte Amnestie innerhalb von zwanzig Jahren – untergraben erfahrungsgemäß die Steuerehrlichkeit, so dass mittel- und langfristig die Steuereinnahmen geringer ausfallen, als es ohne Amnestie der Fall wäre.

Tabelle 1:

Indikatoren zur Situation der öffentlichen Haushalte in Euroland 2001–2004 (in Prozent des Bruttoinlandsprodukts)

	Bruttoschulden				Finanzierungssaldo			
	2001	2002	2003 <sup>a</sup>	2004 <sup>a</sup>	2001	2002	2003 <sup>a</sup>	2004 <sup>a</sup>
Deutschland	59,5	60,8	63,4	65,1	-2,8	-3,5	-3,6	-3,8
Frankreich	56,8	59,1	61,5	62,0	-1,5	-3,1	-4,0	-3,7
Italien	109,5	106,7	105,5	104,0	-2,6	-2,3	-2,3	-2,8
Spanien	56,9	54,0	52,0	50,5	-0,1	-0,1	-0,6	-0,5
Niederlande	52,8	52,6	53,0	53,0	0,1	-1,1	-2,0	-2,0
Belgien	108,5	105,4	103,0	100,5	0,4	0,0	-0,5	-0,8
Österreich	67,3	67,9	68,5	68,5	0,3	-0,6	-1,5	-1,3
Finnland	43,8	42,7	41,5	40,0	5,1	4,7	3,0	2,0
Griechenland	107,0	104,9	103,0	101,0	-1,4	-1,2	-1,0	-0,7
Portugal	55,6	58,0	60,0	60,5	-4,2	-2,7	-3,5	-3,0
Irland	36,8	34,0	33,0	32,5	1,1	-0,1	-1,0	-1,5
Luxemburg	5,6	5,7	5,7	5,7	6,4	2,6	0,5	0,0
Euroland	69,2	69,1	69,9	69,9	-1,6	-2,2	-2,6	-2,7

<sup>a</sup>Prognose.

Quelle: Eurostat (2003); eigene Berechnungen und Prognosen.

Im kommenden Jahr wird die Finanzpolitik im Euroraum insgesamt etwa neutral ausgerichtet sein, wobei es Unterschiede zwischen den einzelnen Mitgliedsländern gibt. In der Mehrzahl der Länder wird das strukturelle Budgetdefizit leicht sinken, zumeist durch Maßnahmen, welche die Zunahme der Staatsausgaben begrenzen. In Deutschland, Finnland und Irland wird die Finanzpolitik hingegen expansiv ausgerichtet sein. Dabei ist die Ausgangslage dieser drei Länder sehr unterschiedlich. Finnland und Irland haben in den vergangenen zehn Jahren beachtliche Erfolge bei der Haushaltskonsolidierung erzielt. In beiden Ländern lagen die Staatsschulden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zuletzt deutlich unter der 60-Prozent-Marke des Maastrichter Vertrages. Da zudem Finnland einen Budgetüberschuss und Irland ein nur geringes Budgetdefizit aufweist, besteht kaum Anlass zur Sorge, dass die Finanzpolitik in diesen beiden Ländern in Konflikt mit den Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts geraten könnte. Anders sieht die Lage im Fall Deutschlands aus. Dort stieg im vergangenen Jahr das Budgetdefizit auf 3,5 Prozent und überschritt damit die im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegte Obergrenze. Daraufhin leitete die Europäische Kommission das so genannte Verfahren bei einem übermäßigen Defizit nach Artikel 104 EG-Vertrag ein.<sup>2</sup> Nach dem Wortlaut des Paktes müsste Deutschland, um Sanktionen zu entgehen, in diesem Jahr, spätestens aber im nächsten Jahr das Budgetdefizit auf unter 3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts begrenzen. Angesichts der bereits bekannten Haushaltsdaten für dieses Jahr und der Pläne der deutschen Regierung ist aber nicht zu erwarten, dass dies gelingt. Im Zuge der dritten Stufe der Steuerreform dürfte das strukturelle Budgetdefizit im kommenden Jahr vielmehr spürbar steigen. Damit wird das Budgetdefizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in Deutschland 2004 im dritten Jahr in Folge die 3-Prozent-Marke übertreffen. Gleiches gilt für Frankreich, wo der Restriktionskurs im kommenden Jahr nicht ausreicht, um das Defizit unter diese Marke zu drücken. Angesichts der hohen Budgetdefizite in den großen Mitgliedsländern wird der zusammengefasste Haushaltsfehlbetrag im Euroraum im kommenden Jahr mit 2,7 Prozent ebenfalls recht hoch ausfallen.

*„I promise action“*  
Arnold S.

## **Finanzpolitik auf Abwegen**

Auf europäischer Ebene gelten einige Regeln für die Wirtschaftspolitik, auf die sich die Regierungen der EU-Staaten geeinigt haben. Sie sind umfassend in den Grundzügen der Wirtschaftspolitik beschrieben, die in jährlichem Rhythmus von der Kommission entworfen und

---

<sup>2</sup> Ein solches Verfahren läuft auch gegen Frankreich und Portugal.

dann vom Ecofin-Rat verabschiedet werden. In der Finanzpolitik beziehen sich die Regeln auf den Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) sowie auf generelle Prinzipien, die bei der Haushaltskonsolidierung im Vordergrund stehen sollen. So verspricht man sich von Abgabensenkungen einerseits und einer Umschichtung der Staatsausgaben zugunsten von Investitionen in Sachkapital und Humankapital andererseits einen Impuls für das Wirtschaftswachstum.<sup>3</sup> Das Erreichen eines ausgeglichenen Haushalts ist mit diesem Ziel nicht nur kompatibel, es wird in den Grundzügen sogar ausdrücklich als förderlich angesehen.

Während elf der 15 EU-Staaten das Ziel des Budgetausgleichs bis zum Jahr 2002 erreicht haben, gelang dies in vier Ländern nicht. Auch im laufenden Jahr zeichnet sich in Deutschland, Frankreich, Italien und Portugal ein hohes Defizit ab, das teilweise nach Definition des SWP sogar als übermäßig angesehen wird. Dabei ist der Fehlbetrag keineswegs in erster Linie konjunkturbedingt, vielmehr sind auch die strukturellen Defizite groß und liegen, je nach Berechnungsmethode, bei 2 bis 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.<sup>4</sup>

Die Europäische Kommission hat die Aufgabe, über die Einhaltung des SWP zu wachen und bei Verfehlungen geeignete Maßnahmen zu ergreifen. Die deutsche Bundesregierung konnte Anfang 2002 noch einen „blauen Brief“ vermeiden, indem sie versprach, die Defizitquote unter 3 Prozent zu halten. Tatsächlich betrug sie jedoch im Jahr 2002 mehr als 3 Prozent, so dass das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit eingeleitet wurde. Als sich im Herbst 2002 für das Jahr 2003 ein Überschreiten der 3-Prozent-Marke abzeichnete, wurde auf Maßnahmen gedrängt, mit denen der Anstieg des Defizits begrenzt werden sollte. Im kommenden Jahr droht nun sowohl in Frankreich als auch in Deutschland, dass das Budgetdefizit im dritten Jahr in Folge mehr als 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt beträgt. Daraufhin müsste die Kommission nach den Regeln des Stabilitätspakts geeignete Maßnahmen vorschlagen, damit ein Überschreiten der Marke von 3 Prozent vermieden wird. Es ist aber fraglich, ob die Kommission das tut. Die bisherigen Verlautbarungen, nicht zuletzt die offene Kritik des Präsidenten der EU-Kommission an dem SWP, lassen dies nicht erwarten. Der eigentliche Test steht also noch bevor. Handelt die Kommission nicht nach den Vorschriften des Stabilitätspakts, trägt sie selbst zu seiner faktischen Abschaffung bei. Es wäre den Bürgern Europas dann wohl nur schwer zu vermitteln, welchen Sinn Absprachen und Verträge auf europäischer Ebene noch haben.

---

<sup>3</sup> Zu den Hauptzielen der Wirtschaftspolitik der EU zählt ein dauerhaft hohes Wirtschaftswachstum, wie es in der Lissabonner Strategie beschrieben ist. Auch die Finanzpolitik soll durch die beschriebenen Maßnahmen dazu beitragen.

<sup>4</sup> Vgl. die Diskussion in Gern et al. (2003: 63–66).

Dabei verstoßen die Länder gegen Vorgaben und teilweise auch gegen ihre eigenen Absichtserklärungen, und zwar nicht nur, indem sie erneut ein übermäßiges Defizit ankündigen bzw. in Kauf nehmen, sondern darüber hinaus sogar einen Anstieg des strukturellen Defizits herbeiführen. Beispielsweise sind in Deutschland Steuersenkungen vorgesehen, die nicht durch entsprechende Einschnitte bei den Staatsausgaben finanziert werden. Dies steht in krassem Widerspruch zu den Grundzügen. Dort heißt es erstens, dass der Spielraum für Steuersenkungen generell durch Kürzungen bei den Staatsausgaben geschaffen werden soll. Das ist insofern konsequent, als es andernfalls nicht dazu käme, dass die Haushaltsdefizite abgebaut werden. Zweitens wurde, nachdem sich abzeichnete, dass der Budgetausgleich bis zum Jahr 2004 nicht mehr realistisch war, beschlossen, die strukturellen Defizite in den Problemländern kontinuierlich zu verringern: „In den kommenden drei Jahren sollten die Mitgliedstaaten [...] alle notwendigen Maßnahmen ergreifen, um eine jährliche Verbesserung der konjunkturbereinigten Haushaltsposition um mindestens 0,5 % des Bruttoinlandsprodukts sicherzustellen“ (Europäische Kommission 2003b: 5). Dies wurde in den Empfehlungen für die einzelnen Länder nochmals bekräftigt. Mit einem offensichtlichen Verstoß gegen die Ankündigungen auf europäischer Ebene sowie gegen die nationalen Stabilitätsprogramme wird die Finanzpolitik in den betroffenen Ländern immer weniger glaubwürdig. Letztlich werden die selbst gesetzten Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts ignoriert. Kommt es zum Scheitern des Pakts, liegt es nicht an den Anforderungen, die der Pakt an die Politik stellt, sondern allein daran, dass sich die betreffenden Regierungen nicht an die Abmachungen halten.

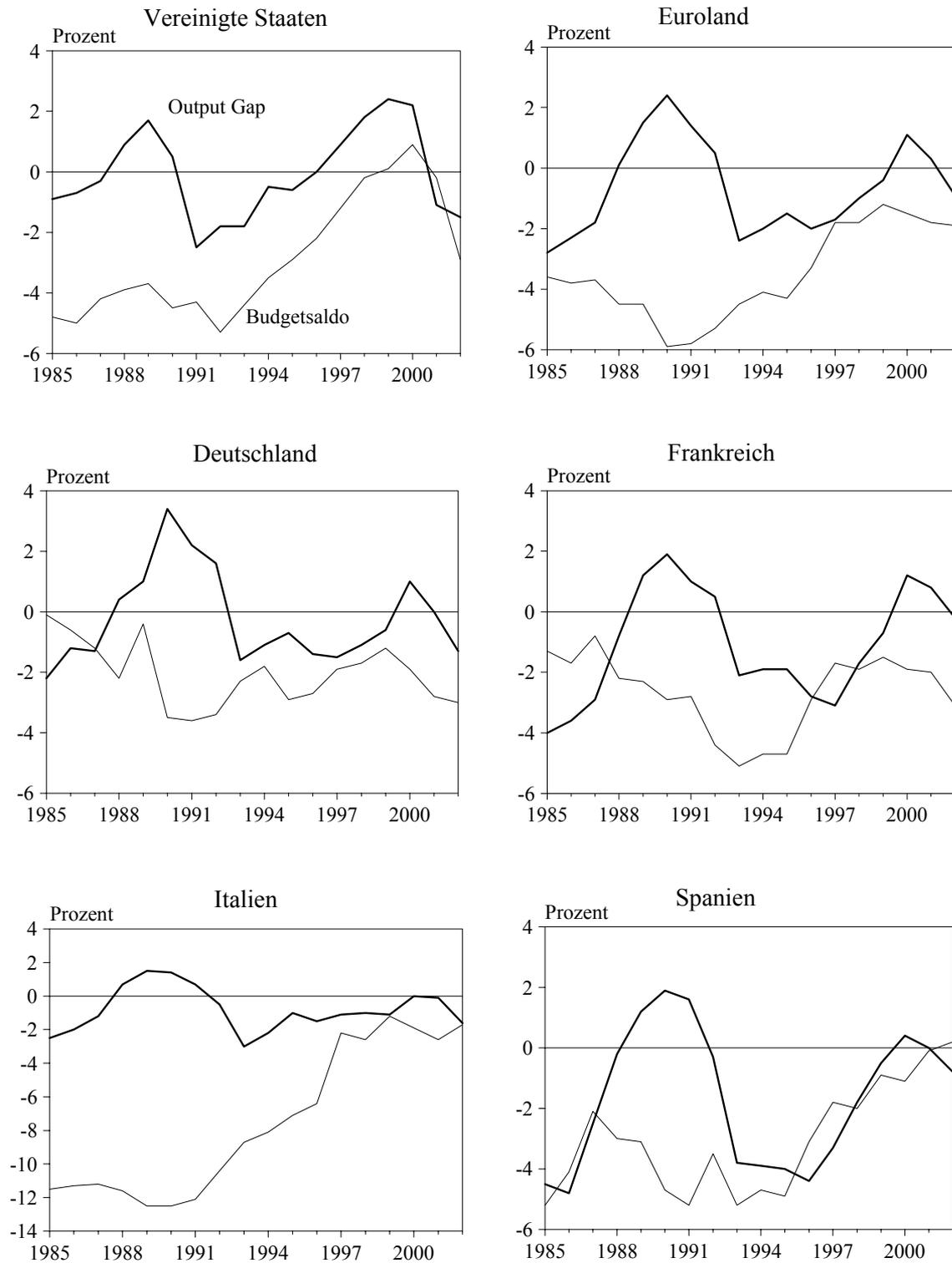
In der derzeitigen Diskussion um die richtige Finanzpolitik steht denn auch nicht mehr die Haushaltskonsolidierung im Vordergrund, sondern das Bemühen, durch expansive Maßnahmen die Konjunktur anzuregen. War eine antizyklisch ausgerichtete Politik in den von allen Mitgliedstaaten verabschiedeten Grundzügen aus dem Jahr 2002 noch als untauglich bezeichnet worden, versprechen sich einige Regierungen nun offenbar positive Effekte. Gegen eine solche Politik gibt es in der wissenschaftlichen Literatur erhebliche Einwände. So präsentiert Taylor (2000) theoretische Argumente und empirische Evidenz gegen die Erfolgchancen einer diskretionären Finanzpolitik.<sup>5</sup> Wenn es so wäre, dass die Finanzpolitik so wirkt wie unterstellt, dann müsste eine Zunahme (Abnahme) des strukturellen Budgetsaldos tendenziell mit einer Abnahme (Zunahme) der Kapazitätsauslastung einhergehen. Die in Abbildung 2 aufgeführten Beispiele zeigen, dass der Budgetsaldo und der Output Gap in der Regel nicht negativ korreliert sind. Zumeist ist kein Zusammenhang oder sogar eine positive Korrelation

---

<sup>5</sup> Zur Diskussion über die Wirksamkeit der Finanzpolitik und über die Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik in Europa vgl. Scheide (2003).

Abbildung 2:

Struktureller Budgetsaldo und Output Gap in ausgewählten Ländern und Regionen 1985–2002



Quelle: OECD (2003a).

festzustellen. So war die Korrelation in den Vereinigten Staaten durchweg positiv, und seit Beginn der neunziger Jahre war dies auch in Euroland insgesamt sowie überwiegend in seinen vier größten Volkswirtschaften der Fall. Die Evidenz spricht also gegen die These, dass eine expansiv ausgerichtete Finanzpolitik einen systematisch positiven Effekt auf die Konjunktur hat. Von daher sind die Erfolgchancen der geplanten Expansionsmaßnahmen gering. Die Wahrscheinlichkeit ist groß, dass die Glaubwürdigkeit der Finanzpolitik noch weiter abnimmt, ohne dass für die Konjunktur etwas gewonnen wäre.

### **Geldpolitik bleibt expansiv**

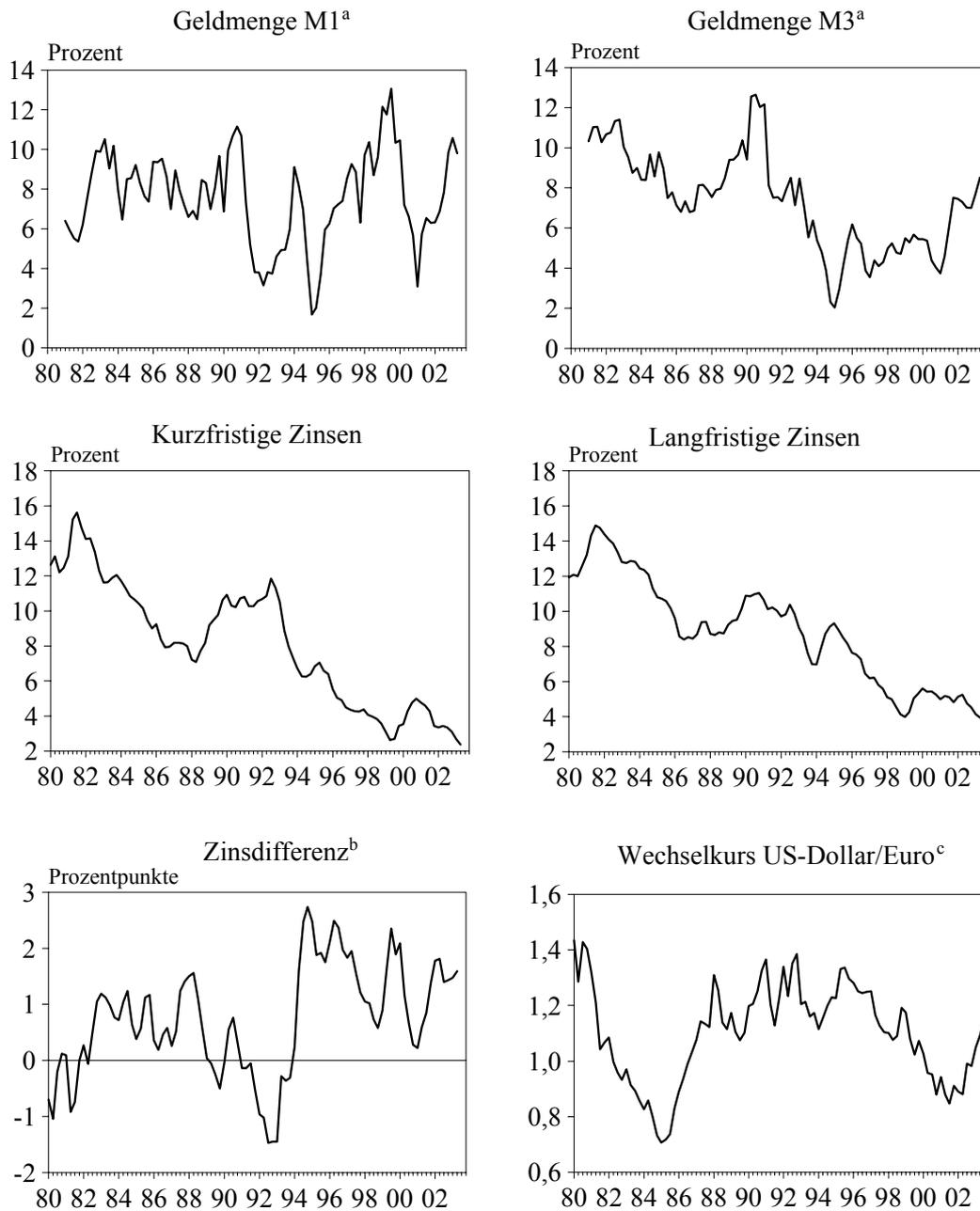
Die EZB senkte im Juni dieses Jahres die Leitzinsen um 50 Basispunkte. Seither beträgt der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems 2,0 Prozent. Auf dem Geldmarkt wird derzeit (Anfang September 2003) Dreimonatsgeld mit etwas mehr als 2,1 Prozent gehandelt (Abbildung 3); darin kommt zum Ausdruck, dass nicht mit einer weiteren Lockerung der Geldpolitik gerechnet wird. Die Notenbank befindet sich seit geraumer Zeit auf expansivem Kurs. Bereinigt man den Nominalzins um die Kerninflationsrate, liegt der kurzfristige Realzins etwa bei 0,5 Prozent, also deutlich unter seinem langjährigen Durchschnitt von 2,5 Prozent (Gern et al. 2003: 74). Der kurzfristige Zins ist sogar erheblich niedriger als der Taylorzins, der sich aus der üblicherweise verwendeten Taylor-Regel ergibt (Abbildung 4). Zwar ist es wahrscheinlich, dass bei diesen Berechnungen der Expansionsgrad der Geldpolitik überschätzt wird, da der gleichgewichtige Realzins derzeit möglicherweise niedriger ist als derjenige, der sich als langjähriger Durchschnitt ergibt (Gern et al. 2003). Doch selbst wenn man unterstellt, dass der gleichgewichtige Realzins bei 1 Prozent statt bei 2,5 Prozent liegt, entspräche der tatsächliche Geldmarktzins immer noch der Taylor-Regel, mit anderen Worten: Die Geldpolitik trägt dazu bei, dass der Output Gap geschlossen wird.

Andere wichtige Indikatoren, die zu den monetären Rahmenbedingungen zählen, haben sich in den vergangenen Monaten unterschiedlich verändert. Die Kapitalmarktzinsen sind von dem im Juni erreichten Tiefpunkt (3,7 Prozent) aus deutlich gestiegen; Anfang September rentierten zehnjährige Staatsanleihen mit 4,3 Prozent. Doch liegt der langfristige Realzins nach wie vor unter dem langjährigen Durchschnitt. Der Euro hat seinen Höhenflug nicht fortgesetzt. Die Kursgewinne, die zwischen April und Juli verzeichnet wurden, hat die europäische Währung inzwischen wieder abgegeben. Gegenüber dem US-Dollar notierte der Euro Anfang September in etwa auf dem Niveau, das er im Frühjahr erreicht hatte; dies trifft auch für den realen effektiven Wechselkurs zu. Mit dem Anstieg der Aktienkurse haben sich die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen verbessert. Die Geldmenge M3 hat seit dem Frühjahr mit einer laufenden Jahresrate von rund 8 Prozent zugenommen; gegenüber dem Niveau im

Vorjahr steigt sie seit geraumer Zeit um mehr als 8 Prozent. Allerdings ist die Geldmenge M3 derzeit als Maßstab für die Geldpolitik nicht gut geeignet (vgl. den folgenden Exkurs: Zur Stabilität der Geldnachfrage im Euroraum).

Abbildung 3:

Monetäre Indikatoren in Euroland 1980–2003

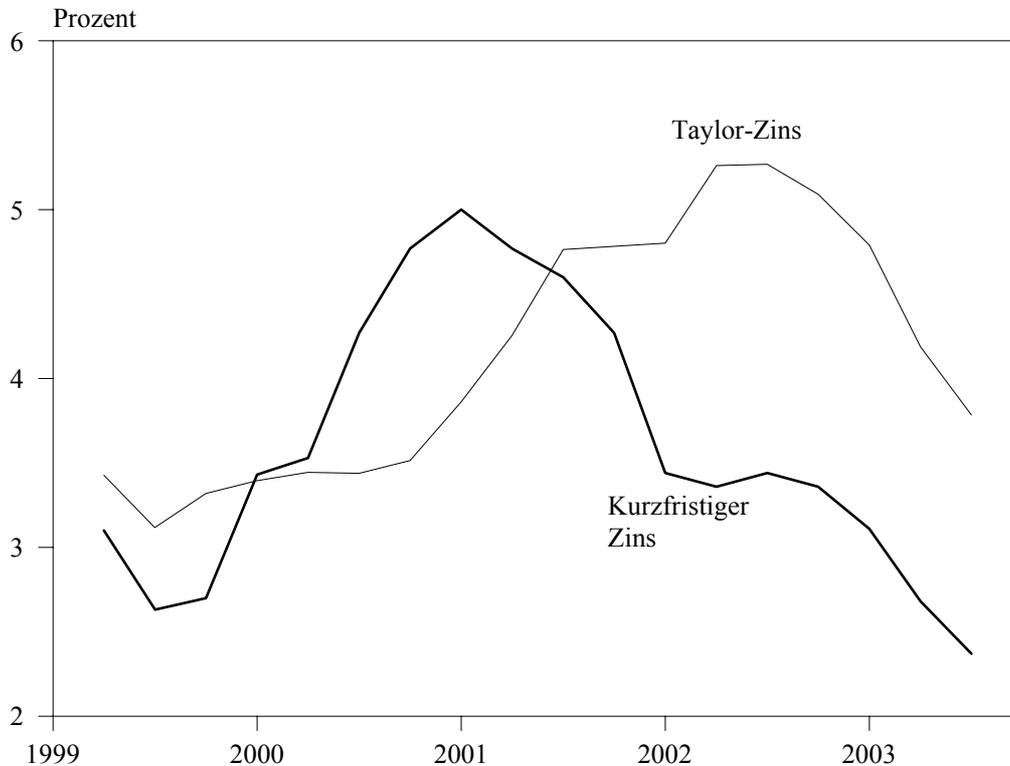


<sup>a</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr. – <sup>b</sup>Langfristige minus kurzfristige Zinsen. – <sup>c</sup>Vor 1999: Wechselkurs US-Dollar/ECU.

Quelle: EZB (2003d).

Abbildung 4:

## Kurzfristiger Zins und Taylor-Zins in Euroland 1999–2003



<sup>a</sup>Der Taylor-Zins wird auf der Basis des HVPI ohne Preise für Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak berechnet. Den Berechnungen liegen die Annahmen einer Zielinflationsrate von 1,75 Prozent und eines gleichgewichtigen Realzinses von 2,5 Prozent zugrunde.

*Quelle:* Eurostat (2003); EZB (2003d), eigene Berechnungen und Schätzungen.

Die EZB dürfte die Leitzinsen vorerst unverändert lassen und abwarten, ob sich die Konjunktur im Euroraum fängt. Wenn die Erholung, wie von uns erwartet, im vierten Quartal sichtbar wird, besteht kein Grund, den expansiven Kurs zu verstärken. Allerdings wird es noch eine geraume Zeit dauern, bis die Notenbank die Zügel wieder anzieht. Dies dürfte erst dann der Fall sein, wenn sich die Konjunktur gefestigt hat und die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wieder spürbar zunimmt. Wir rechnen nicht damit, dass die Leitzinsen schon im kommenden Jahr angehoben werden.

Im Mai dieses Jahres hat die EZB das Ergebnis der Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie bekannt gegeben (EZB 2003c). Dabei hat sie die Definition von Preisniveaustabilität präzisiert. Sie sieht das Ziel dann als erreicht an, wenn die jährliche Veränderungsrate des HVPI mittelfristig „unter, aber nahe 2 Prozent“ liegt. Gegenüber der bislang geltenden Spanne von 0 bis 2 Prozent ist das insofern eine Änderung, als der Abstand zur Nulllinie deutlich gemacht werden soll. Vor dem Hintergrund der Debatte um die Deflationsrisiken will sie also eine

„ausreichende Sicherheitsmarge“ beibehalten. Demnach wäre ein Preisanstieg, der beispielsweise nachhaltig unter 1 Prozent läge, anders als bisher nicht mit dem Ziel vereinbar.

Bei der Beurteilung der Risiken für die Preisniveaustabilität wird sich die Notenbank in Zukunft auf zwei Arten von Analysen stützen, nämlich eine kurzfristige wirtschaftliche Analyse und eine längerfristig ausgerichtete monetäre Analyse. Bei der wirtschaftlichen Analyse geht es um eine Vielzahl von Indikatoren für die Nachfrage- und Angebotsbedingungen, die für den Preisanstieg in näherer Zukunft entscheidend sind. Diese Betrachtung hat die EZB auch in der Vergangenheit im Rahmen der zweiten Säule ihrer Strategie angestellt, und letztlich wurden Zinsschritte immer mit dem Hinweis auf solche Faktoren begründet. Insofern wird sich an der Vorgehensweise der EZB nichts ändern. Im Vergleich dazu rückt die monetäre Analyse in den Hintergrund. Während die Geldmenge M3 bislang in der offiziellen Strategie eine „herausragende Rolle“ spielte und die erste Säule bildete, stellt die EZB nun auf den eher mittelfristigen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau ab. Dabei zieht sie auch andere monetäre Größen sowie Finanzmarktindikatoren heran. Ferner verzichtet sie darauf, den Referenzwert für die Zunahme von M3 jährlich neu abzuleiten. Sie will lediglich Änderungen bekannt geben, sofern sich an den zugrunde liegenden Annahmen etwas ändert.

Somit hat die EZB die relative Bedeutung der beiden Säulen neu definiert. Dass sie die Geldmenge für weniger wichtig hält, hängt vor allem mit der seit einiger Zeit beobachteten Instabilität der Geldnachfrage zusammen. Diese hat dazu geführt, dass die Geldmenge ihre Indikatorfunktion zumindest vorübergehend verloren hat, was sich auch darin zeigt, dass der Referenzwert für die Geldmenge M3 über längere Zeit erheblich überschritten wurde, ohne dass sich das – wie es bei stabiler Geldnachfrage zu erwarten gewesen wäre – in eine deutlich steigende Inflationsrate übersetzte.<sup>6</sup> Da die Geldmenge einerseits sehr viel schneller stieg als vorgesehen, gleichzeitig aber daraus – richtigerweise – keine zinspolitischen Konsequenzen gezogen wurden, hat die EZB der Geldmenge in der Realität nicht mehr die prominente Rolle beigemessen, die ihr in der offiziellen Strategie zukam. Insofern war es verständlich und im Hinblick auf die Kommunikation sowie auf die Transparenz der geldpolitischen Entscheidungen richtig, die monetäre Analyse nicht mehr in den Vordergrund zu stellen. Dass die Geldmenge neben anderen monetären Variablen dennoch auch in Zukunft betrachtet wird, ist insofern konsequent, als die EZB einen langfristigen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau unterstellt.

---

<sup>6</sup> Bei stabiler Geldnachfrage kann die Geldmenge sogar auch zur kurzfristigen Prognose der Inflation herangezogen werden, etwa im Rahmen eines P-Stern-Modells, das zum Beispiel von Scheide und Trabandt (2000) für Euroland geschätzt wurde. Ähnliche Schlussfolgerungen ergeben sich, wenn man die Größen des Geldüberhangs heranzieht, die beispielsweise die EZB laufend berechnet.

## **Exkurs: Zur Stabilität der Geldnachfrage im Euroraum<sup>7</sup>**

Die im Rahmen der Zwei-Säulen-Strategie der EZB besonders betonte Bedeutung der monetären Entwicklung für die Abschätzung des zukünftigen Inflationspotentials beruht entscheidend auf einem stabilen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau. In der Vergangenheit hat eine Reihe von Studien<sup>8</sup> für den Euro-Währungsraum festgestellt, dass eine solche Beziehung in Form einer stabilen und ökonomisch plausiblen Geldnachfrage besteht. Zwei Arbeiten jüngeren Datums (Kontolemis 2002 und Bruggeman et al. 2003) kommen jedoch nicht mehr zu eindeutigen Ergebnissen: Zwar erscheint die Hypothese der Stabilität weiterhin insgesamt nicht unplausibel, dennoch deuten einzelne Testergebnisse auf Strukturveränderungen gerade am aktuellen Rand hin. Als Folge ließen sich die inflationären Auswirkungen monetärer Entwicklungen nicht oder nur sehr unvollkommen abschätzen. Letztlich stünde die gesamte monetäre Säule der EZB-Strategie zur Disposition.

Das Referenzwachstum der Geldmenge M3 überschreitet den von der EZB angestrebten Wert von 4,5 Prozent seit Juni 2001 zum Teil um mehr als 3 Prozentpunkte, zuletzt wieder mit steigender Tendenz. Dennoch wurde der Leitzinssatz im gleichen Zeitraum von 4,5 Prozent auf aktuell 2 Prozent gesenkt. Als Begründungen wurden von der EZB sowohl der Rückgang der Aktienkurse genannt als auch die allgemeine Unsicherheit, hervorgerufen u.a. durch die Terroranschläge des 11. September 2001 (z.B. EZB 2001), die illegalen Buchungspraktiken amerikanischer Unternehmen (EZB 2002), die ungewisse geopolitische Lage (z.B. EZB 2003a) und fehlende Wachstumsperspektiven (z.B. EZB 2003b), die zu Portfolioumschichtungen hin zu liquiden und sicheren, in M3 enthaltenen Anlageformen geführt habe. Eine Rückbildung der Überschussliquidität sei daher bei anziehenden Aktienkursen und zurückgehender Unsicherheit zu erwarten, so dass inflationäre Folgen unwahrscheinlich seien.

Die obige Argumentation impliziert allerdings, dass die reale Geldnachfrage im Euroraum in ihrer konventionellen Spezifikation, nach der sie lediglich vom realen Bruttoinlandsprodukt und verschiedenen Zinssätzen abhängt, tatsächlich instabil ist. Ansonsten müssten zusätzliche Größen wie das Aktienkursniveau nicht zur Erklärung des exzessiven Geldmengenwachstums herangezogen werden. Insofern widerspricht die EZB mit den Begründungen für ihre Zinsschritte ihrer offiziellen Position, nach der die Geldnachfrage im Euroraum stabil ist. Außer-

---

<sup>7</sup> Vgl. die Analyse in Carstensen (2003).

<sup>8</sup> Zum Beispiel Gottschalk (1999), Hayo (1999), Bruggeman (2000), Brand und Cassola (2000), Clausen und Kim (2000), Calza et al. (2001), Coenen und Vega (2001), Funke (2001), Müller und Hahn (2001) und Golinelli und Pastorello (2002).

dem setzt die Argumentation voraus, dass die überschüssige Liquidität nicht auf den Gütermärkten nachfragewirksam wird und damit preistreibend wirkt.

Im Folgenden soll nun mit Hilfe ökonometrischer Methoden untersucht werden, ob die Geldnachfragefunktion im Euroraum in ihrer konventionellen Spezifikation Instabilitäten am aktuellen Rand aufweist. Dabei ist zu bedenken, dass sich Variablen wie Geldmenge, Bruttoinlandsprodukt und Zinsen am besten als nichtstationäre Prozesse beschreiben lassen und eine stabile Geldnachfragefunktion daher das Vorliegen einer Kointegrationsbeziehung zwischen den vorgenannten Größen im Rahmen eines dynamischen Modells impliziert. Daher sind all diejenigen Testverfahren unzulässig, die von stationären Variablen oder sogar von einem statischen Modell ausgehen.<sup>9</sup> Zudem gilt das Interesse lediglich einem Strukturbruch am aktuellen Rand, da die Strukturkonstanz in weiter zurückliegenden Zeiträumen bis einschließlich 1998, also bis zum eigentlichen Start der Währungsunion, als empirisch abgesichert angesehen werden kann.

Ein erst kürzlich von Andrews und Kim (2003) eingeführtes Testverfahren, kurz: AK-Test, erfüllt diese beiden Anforderungen. Es wurde entwickelt, um den Zusammenbruch einer in einem Anfangszeitraum stabilen Kointegrationsbeziehung nach einem bestimmten Zeitpunkt zu überprüfen. Dies entspricht exakt der vorliegenden Testsituation. Als Nachteil lässt sich lediglich anführen, dass die Wahl des frühestmöglichen Bruchzeitpunktes im Voraus festgelegt werden muss.

Der in der Analyse verwendete Datensatz umfasst vierteljährliche Beobachtungen für die nominale Geldmenge M3 ( $m_t$ ), das reale Bruttoinlandsprodukt ( $y_t$ ), den BIP-Deflator ( $p_t$ ), den Zinssatz für Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren ( $rl_t$ ), den Dreimonatszins am Geldmarkt ( $rk_t$ ) und die Eigenverzinsung für M3 ( $re_t$ ) von 1980 I bis 2002 IV. Die Beobachtungen von 1980 I bis 1999 IV wurden Calza et al. (2001) entnommen und dann mit Hilfe der EZB-Statistiken bis 2002 IV erweitert. Um den Einfluss des Aktienmarktes zu messen, werden ein Aktienpreisindex ( $a_t$ ) und die daraus abgeleitete Volatilität ( $v_t$ ) berechnet.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Dazu zählen die typischerweise berichteten Chow-Tests.

<sup>10</sup> Das tägliche europäische Aktienpreisniveau wird von 1980 bis 1986 durch den DAX30, danach durch den Dow Jones Euro Stoxx50 gemessen (Quelle: Thompson Financial Datastream). Dabei wurde der DAX30 so umskaliert, dass sein Wert am 31.12.1986 dem Wert des Dow Jones Euro Stoxx50 am 01.01.1987 gleicht. Quartalsbeobachtungen wurden als Mittelwerte der täglichen Beobachtungen berechnet. Die Aktienmarktvolatilität wurde als der vierteljährliche Median der quadrierten, täglichen Aktienrenditen berechnet. Dabei wurde der Median dem Mittelwert vorgezogen, damit nicht einzelne, extreme Beobachtungen die Quartalsdurchschnitte dominieren.

Zusätzlich wird der weltweite Ölpreisindex  $oil_t$  (Quelle: Thompson Financial Datastream) verwendet. Alle Variablen bis auf die Zinssätze sind logarithmiert.

Die vorliegende Untersuchung beschränkt sich zunächst auf die langfristige Geldnachfragefunktion in der Basisspezifikation

$$(1) \quad m_t - p_t = \beta_0 + \beta_1 y_t + \beta_2 (rk_t - re_t) + u_t$$

wie von Calza et al. (2001) vorgeschlagen. Die Schlussfolgerungen bleiben jedoch unverändert, wenn alternative, in der Literatur übliche Spezifikationen herangezogen werden.<sup>11</sup> Da eine Reihe von Studien für den Zeitraum von 1980 I bis 1998 IV (Basiszeitraum), also vor dem Beginn der Währungsunion, zu dem Ergebnis kommt, dass die europäische Geldnachfragefunktion eine stabile Kointegrationsbeziehung darstellt, soll an dieser Stelle auf eine Kointegrationsanalyse verzichtet werden. Stattdessen wird die Kointegrationseigenschaft für den Basiszeitraum unterstellt und darauf aufbauend für den Gesamtzeitraum überprüft.

Einen ersten Schritt zur Stabilitätsuntersuchung stellen Schätzungen über die verschiedenen Zeiträume dar. Die Parameter der langfristigen Geldnachfragefunktion (1) werden einmal für den Basiszeitraum und einmal für den Gesamtzeitraum geschätzt (Tabelle 2). Dabei werden zwei unterschiedliche Schätzmethoden angewendet: die Methode der Kleinsten Quadrate (OLS) und die modifizierte OLS-Methode (FM-OLS) von Phillips und Hansen (1990), die zu asymptotisch normalverteilten Schätzern führt. Die Ergebnisse machen deutlich, dass eine mögliche Parameterinstabilität nicht auszuschließen ist, wenn man die Ergebnisse der FM-OLS Schätzung zugrunde legt. Insbesondere der Einfluss des Zinsspreads ( $\beta_2$ ) verändert sich demnach deutlich. Dies könnte ein geändertes Gewicht der Opportunitätskosten der Geldnachfrage signalisieren, möglicherweise ausgelöst durch die Aktienmarkturbulenzen. Allerdings erlauben die beiden Schätzungen keine Aussagen über die Signifikanz der Parameterveränderungen. Es sei angemerkt, dass die scheinbare Stabilität der OLS-Schätzer nicht notwendigerweise eine Modellinstabilität ausschließt. So könnten zusätzliche, dem Aktienmarkt zuzuordnende Variablen, deren Einfluss vor 1999 nicht nachweisbar war, an Bedeutung gewonnen haben, ohne jedoch die Parameter der übrigen Variablen zu verändern.

---

<sup>11</sup> Dazu zählen Spezifikationen mit einer oder mehreren der erklärenden Variablen reales Bruttoinlandsprodukt, Langfristzins, Kurzfristzins, Eigenverzinsung von M3 und Inflationsrate; vgl. Carstensen (2003).

Tabelle 2:

Schätzung der langfristigen Geldnachfrage in der Basisspezifikation

	Basiszeitraum 1980 I–1998 IV		Gesamtzeitraum 1980 I–2002 IV	
	OLS <sup>a</sup>	FM-OLS <sup>a</sup>	OLS <sup>a</sup>	FM-OLS <sup>a</sup>
$\beta_0$	–10,51 (–28,30)	–10,58 (–12,82)	–10,80 (–31,05)	–11,47 (–10,56)
$\beta_1$	1,36 (57,25)	1,37 (25,84)	1,38 (62,19)	1,42 (20,53)
$\beta_2$	–0,71 (–3,91)	–0,79 (–1,95)	–0,73 (–3,92)	–0,37 (–0,64)

<sup>a</sup> *t*-Werte in Klammern.

Quelle: Carstensen (2003); eigene Berechnungen.

Der Verdacht mangelnder Strukturkonstanz soll nun mithilfe des AK-Tests<sup>12</sup> überprüft werden. Dabei hängt der Test von der verwendeten Schätzmethodik ab. Im Folgenden werden daher sowohl OLS als auch FM-OLS zur Schätzung herangezogen. Die Nullhypothese der AK-Tests ist die der Strukturstabilität, die Alternativhypothese die der Instabilität ab einem vorher festgelegten, frühesten Bruchzeitpunkt  $T_B$ . Die Tests wurden für jeden möglichen Bruchzeitpunkt zwischen 1999 I und 2002 IV durchgeführt, die zugehörigen *p*-Werte sind in Abbildung 5 angegeben.

Unabhängig von der Schätzmethodik zeigt sich, dass die Nullhypothese der Strukturstabilität spätestens ab 2001 III zum Fehler erster Art von 5 Prozent abgelehnt werden muss, da der *p*-Wert unter die 5-Prozent-Marke fällt. Dies entspricht ungefähr dem Beginn des exzessiven M3-Wachstums und stützt daher die Vermutung, dass dieses Wachstum mit der Instabilität der Geldnachfrage in Zusammenhang stehen könnte.

Um der von der EZB wiederholt angeführten Möglichkeit Rechnung zu tragen, dass Unsicherheit und Kursverluste am Aktienmarkt zu exzessivem M3-Wachstum und damit instabiler Geldnachfrage geführt haben, wird nun die um das reale Aktienpreisniveau und die Aktienmarktvolatilität erweiterte Spezifikation

$$(2) \quad m_t - p_t = \beta_0 + \beta_1 y_t + \beta_2 (rk_t - re_t) + \beta_3 (a_t - p_t) + \beta_4 v_t + \varepsilon_t$$

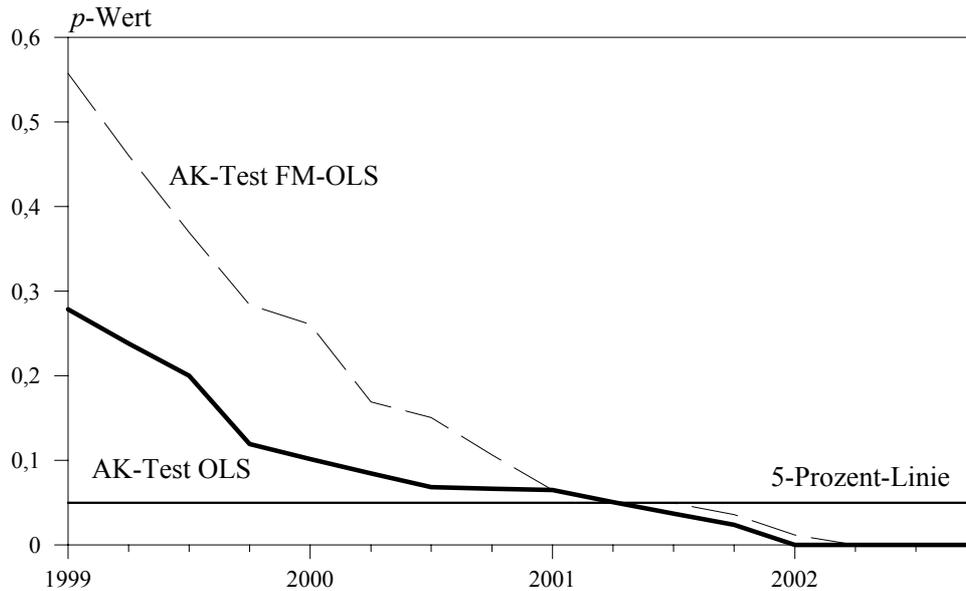
untersucht. Dazu werden wiederum zunächst Schätzungen für den Basiszeitraum und für den Gesamtzeitraum durchgeführt (Tabelle 3). Die geschätzten Parameter legen wie zuvor nahe,

<sup>12</sup> Andrews und Kim (2003) stellen mehrere Varianten ihres Tests vor, von denen hier lediglich diejenige berichtet wird, die in einer Simulationsstudie besonders gut abgeschnitten hat (Rc-Variante). Andere Varianten führen im vorliegenden Fall zu gleichen Schlussfolgerungen.

dass das Modell nicht stabil ist. Insbesondere wird der Parameter  $\beta_4$  der Aktienmarktvolatilität im Basiszeitraum insignifikant, im Gesamtzeitraum dagegen hochsignifikant geschätzt. Dies lässt sich möglicherweise dadurch erklären, dass die Volatilität im Zeitraum bis Anfang 1997 eher gering war und erst danach deutlich anstieg und auch eine größere Varianz aufwies.

*Abbildung 5:*

Tests auf Strukturkonstanz in der Basisspezifikation der Geldnachfrage für Euroland 1999–2003



*Quelle:* Carstensen (2003), eigene Berechnungen.

*Tabelle 3:*

Schätzung der langfristigen Geldnachfrage in der erweiterten Spezifikation

	Basiszeitraum 1980 I–1998 IV		Gesamtzeitraum 1980 I–2002 IV	
	OLS <sup>a</sup>	FM-OLS <sup>a</sup>	OLS <sup>a</sup>	FM-OLS <sup>a</sup>
$\beta_0$	-11,14 (-20,89)	-11,50 (-12,31)	-11,81 (-26,04)	-12,01 (-11,69)
$\beta_1$	1,41 (38,50)	1,43 (22,39)	1,45 (47,78)	1,47 (21,31)
$\beta_2$	-1,02 (-4,72)	-1,09 (-2,87)	-0,87 (-4,60)	-0,70 (-1,63)
$\beta_3$	-0,026 (-1,97)	-0,039 (-1,73)	-0,026 (-3,29)	-0,031 (-1,71)
$\beta_4$	-0,0010 (-0,32)	0,0016 (0,30)	0,0050 (2,16)	0,0120 (2,20)

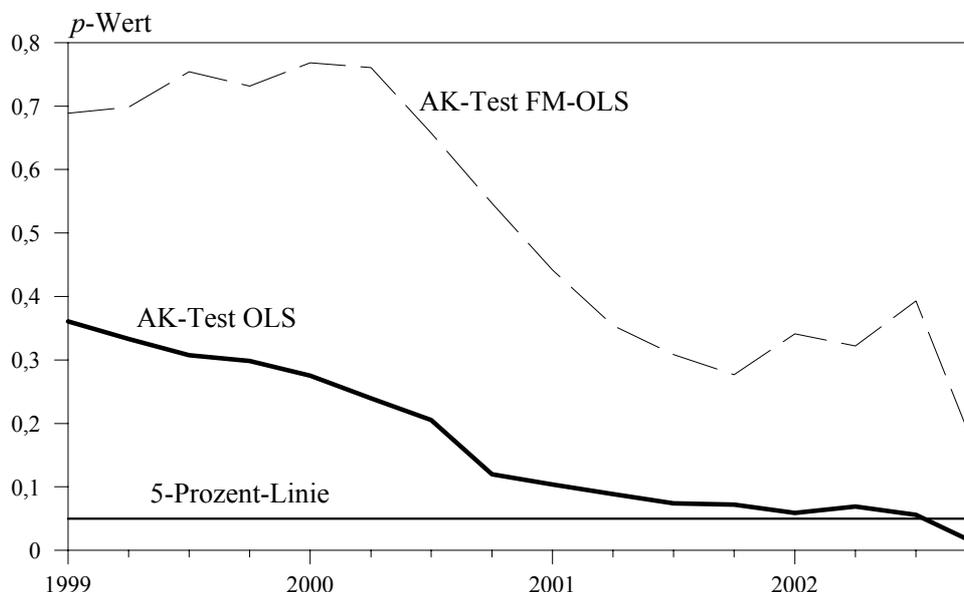
<sup>a</sup> *t*-Werte in Klammern.

*Quelle:* Carstensen (2003); eigene Berechnungen.

Zur statistischen Überprüfung der Stabilität der erweiterten Geldnachfragefunktion wird wiederum der AK-Test in Verbindung mit OLS und FM-OLS für jeden möglichen Bruchpunkt zwischen 1999 I und 2002 IV durchgeführt. Die zugehörigen  $p$ -Werte sind in Abbildung 6 angegeben. Es zeigt sich, dass die Stabilitätshypothese nunmehr nur schwerlich abgelehnt werden kann. Lediglich der auf der OLS-Schätzung basierende Test für den Bruchpunkt 2002 IV ist signifikant zum Fehler erster Art von 5 Prozent. Dies kann nicht als hinreichende Evidenz gegen die Nullhypothese der Stabilität angesehen werden.

Abbildung 6:

Tests auf Strukturkonstanz in der erweiterten Spezifikation der Geldnachfrage für Euroland 1999–2003 III



Quelle: Carstensen (2003); eigene Berechnungen.

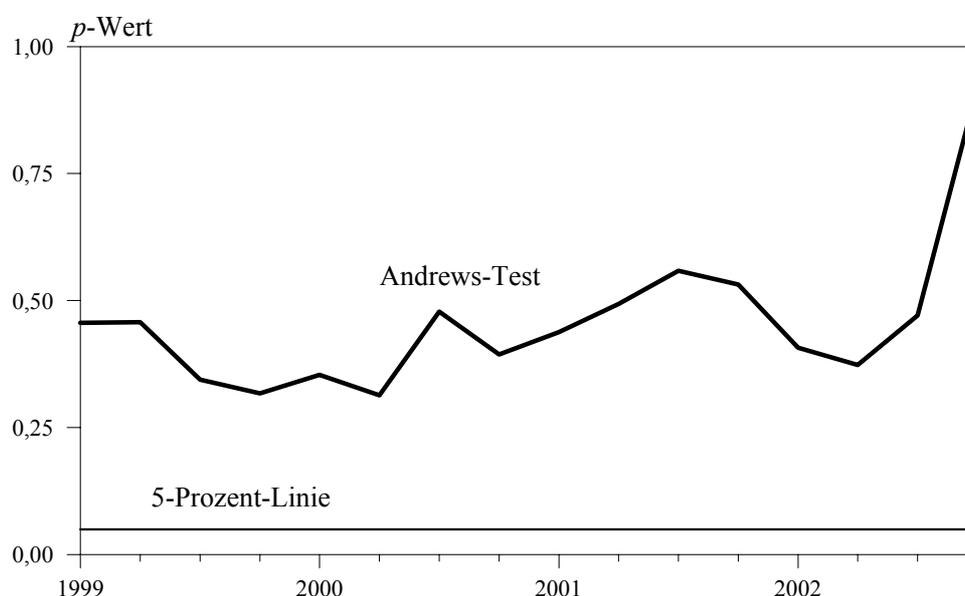
Da der AK-Test anzeigt, dass die erweiterte Geldnachfragefunktion (2) eine stabile Kointegrationsbeziehung darstellt, kann in einem nächsten Schritt ein Fehlerkorrekturmodell spezifiziert werden, um auch die kurzfristige Entwicklung der realen Geldmenge zu modellieren. Ausgehend von einem Modell mit zwei verzögerten Differenzen aller Variablen wurde durch Elimination insignifikanter Koeffizienten folgendes sparsam parametrisierte Fehlerkorrekturmodell ausgewählt:

$$\begin{aligned}
 (3) \quad \Delta(m_t - p_t) = & 0,003 - 0,058 \hat{\varepsilon}_{t-1} + 0,631 \Delta(m_{t-1} - p_{t-1}) - 0,328 \Delta r l_t + 0,494 \Delta^2 r e_{t-1} \\
 & \quad (4,08) \quad (-2,38) \quad (8,13) \quad (-3,94) \quad (2,89) \\
 & + 0,009 \Delta oil_t - 0,586 (\Delta^2 p_t + \Delta^2 p_{t-1}) - 0,013 \Delta(a_t - p_t) + 0,002 \Delta v_t + \hat{w}_t, \\
 & \quad (3,65) \quad (-5,75) \quad (-3,01) \quad (2,89)
 \end{aligned}$$

wobei die Kointegrationsparameter mithilfe der FM-OLS Methode geschätzt wurden ( $t$ -Werte in Klammern). Die Stabilität dieses Fehlerkorrekturmodells wurde mit Hilfe eines Tests überprüft, der von Andrews (2002) speziell für stationäre Modelle entwickelte wurde, ansonsten aber dem AK-Test entspricht. Die  $p$ -Werte für jeden möglichen Bruchpunkt zwischen 1999 I und 2002 IV sind in Abbildung 7 angegeben. Es ist deutlich erkennbar, dass die Hypothese der Strukturkonstanz bei einer Fehlerwahrscheinlichkeit von 5 Prozent zu keinem Zeitpunkt abgelehnt werden kann.

Abbildung 7:

Andrews-Test auf Strukturkonstanz des Fehlerkorrekturmodells der Geldnachfrage für Euroland 1999–2003 IV



Quelle: Eigene Berechnungen.

Das geschätzte empirische Modell bestehend aus Langfristbeziehung (2) und Fehlerkorrekturgleichung (3) soll abschließend benutzt werden, um die Frage zu untersuchen, ob das Platzen der Aktienblase, das mit fallenden Kursen und zunehmender Volatilität einherging, für das exzessive Wachstum der Geldmenge M3 verantwortlich ist. Zu diesem Zweck werden zwei alternative Szenarien einander gegenübergestellt. In beiden Szenarien wird davon ausgegangen, dass das Bruttoinlandsprodukt, der BIP-Deflator, die Zinsen und der Ölpreis ihre tatsächlich realisierten Werte annehmen. Dagegen werden für das reale Aktienpreisniveau und die Aktienmarktvolatilität unterschiedliche Verläufe unterstellt. Die Auswirkungen auf die Entwicklung der Geldmenge können dann mit Hilfe einer dynamischen Modellsimulation abgeschätzt werden.

Im ersten Szenario wird davon ausgegangen, dass sich der Aktienmarkt unverändert auf dem Stand von 2000 III befindet, als die Kurse auf Höchstniveau lagen und die Volatilität noch relativ gering war. Auf diese Weise ist abschätzbar, welchen Anteil der Abschwung an den Aktienmärkten am M3-Wachstum der folgenden Quartale hatte.

Im zweiten Szenario werden die Aktienmarktbedingungen auf dem Stand am Beginn der Währungsunion 1999 I festgehalten. Dadurch erhält man Aufschluss über die hypothetische Entwicklung des Geldmengenwachstums, wenn sowohl die letzte Boomphase als auch der Abschwung an den Aktienmärkten nicht stattgefunden hätten. Das so ermittelte Geldmengenwachstum kann auch als dasjenige interpretiert werden, dem sich *ceteris paribus* die EZB gegenüber gesehen hätte, wenn die Aktienmarktentwicklung keinen Einfluss auf die europäische Geldnachfrage gehabt hätte.

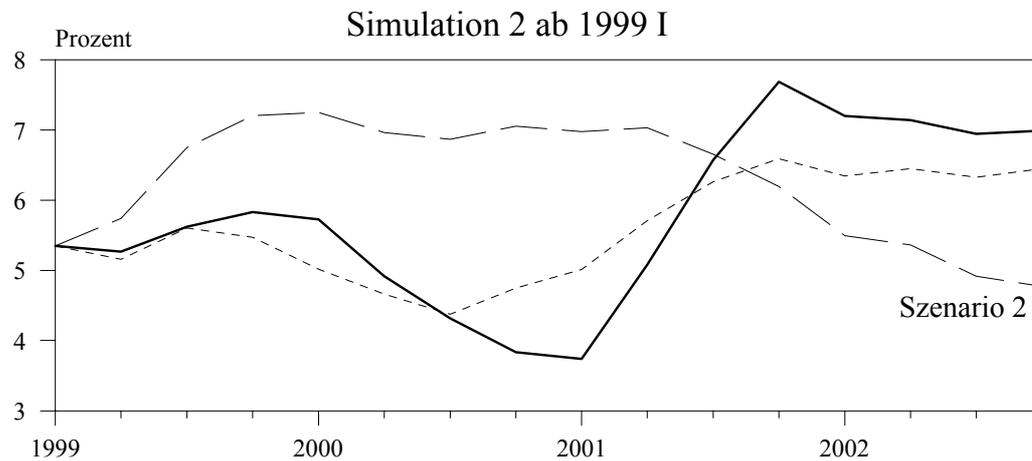
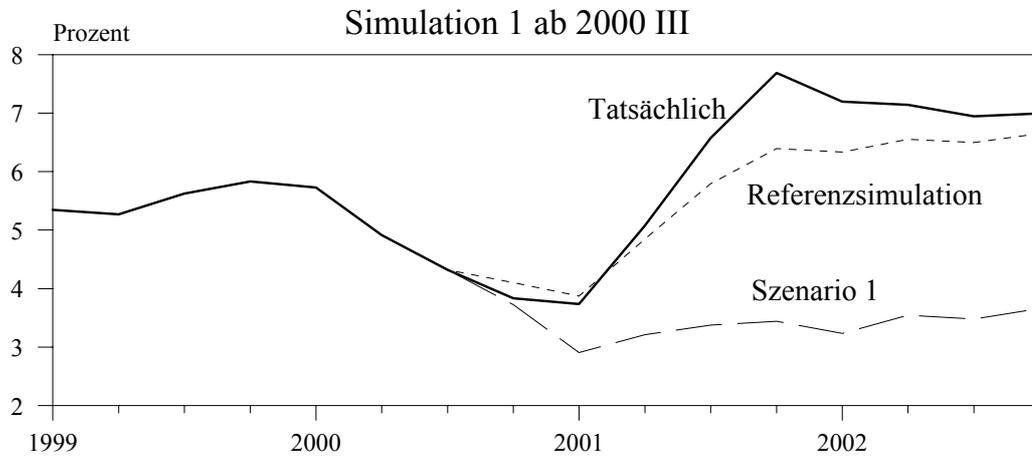
Den beiden Szenarien werden sowohl der tatsächliche Verlauf des M3-Wachstums als auch eine Referenzsimulation gegenüber gestellt, in der ebenfalls die Aktienmarktindikatoren ihre tatsächlich beobachteten Werte annehmen. Die Unterschiede zwischen Referenz- und Szenariensimulation bezüglich des M3-Wachstums können daher eindeutig den unterschiedlichen Annahmen hinsichtlich der Aktienmarktentwicklung zugeordnet werden.

Die simulierten Jahreswachstumsraten  $m_t^{sim} - m_{t-4}^{sim}$  sind in Abbildung 8 dargestellt. Die Simulation von Szenario 1 macht deutlich, dass ein Ausbleiben des Abschwungs am Aktienmarkt zu einer gleichbleibend niedrigen Geldmengenwachstumsrate von unter 4,5 Prozent geführt hätte. Die Referenzsimulation dagegen zeigt, dass der tatsächliche Verlauf der Aktienmarktvariablen Geldmengenwachstumsraten um 7 Prozent hervorgerufen hat. Die Differenz zwischen beiden Simulationen beläuft sich über das gesamte Jahr 2002 auf rund 3 Prozentpunkte (Abbildung 8, unterer Teil). Demnach hat die EZB zu Recht darauf verwiesen, dass im Wesentlichen die adverse Entwicklung der Aktienmärkte das hohe Geldmengenwachstum bedingt hat.

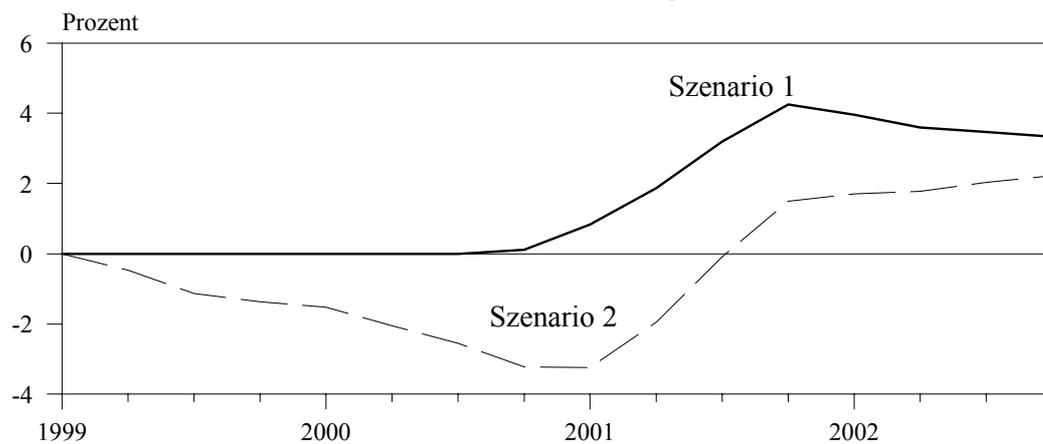
Die Simulation des zweiten Szenarios lässt jedoch auch andere Schlussfolgerungen zu. Hätten Kursniveau und Volatilität auf dem Stand von 1999 I verharrt, so wäre das M3-Wachstum schon Ende 1999 über die 7-Prozent-Grenze gestiegen und hätte sich erst Mitte 2001 wieder in Richtung auf den Referenzwert von 4,5 Prozent zurückbewegt. Der Vergleich mit der Referenzsimulation verdeutlicht, dass die relativ niedrigen Geldmengenwachstumsraten der Jahre 1999 und 2000 in einem erheblichen Maß durch die positive Entwicklung am Aktienmarkt hervorgerufen wurden. Ohne den Aktienboom hätte sich die EZB also schon viel früher mit

Abbildung 8:

Dynamische Simulation des Geldmengenwachstums für Euroland<sup>a</sup> 1999–2002



**Einfluss der Aktienmarktentwicklung auf das M3-Wachstum**



<sup>a</sup>Simulation 1 unterstellt Konstanz von Aktienkursen und Volatilität ab 2000 III, Simulation 2 ab 1999 I.

Quelle: Eigene Berechnungen.

einem exzessiven M3-Wachstum konfrontiert gesehen. Aus dieser Perspektive lassen sich erst die jüngsten hohen Wachstumsraten auf den negativen Verlauf von Aktienkursen und Volatilität zurückführen, und dies auch nur zu einem Anteil von unter 2 Prozentpunkten.

Die Simulationsanalyse hat also gezeigt, dass die Entwicklungen am Aktienmarkt in der erweiterten Geldnachfragefunktion eine nicht zu vernachlässigende Rolle spielen. Dies hat die EZB daher zu Recht betont. Auch haben der Kursverfall an den Aktienmärkten und die zunehmende Volatilität einen erheblichen Anteil an den hohen M3-Wachstumsraten der Jahre 2001 und 2002. Das genaue Ausmaß hängt jedoch entscheidend vom Referenzpunkt der Analyse und folglich von einer Annahme bezüglich eines normalen oder durchschnittlichen Aktienmarktzustandes ab. Ausgehend vom Boomquartal 2000 III an den Aktienmärkten lässt sich das gesamte, den Zielwert von 4,5 Prozent übersteigende Geldmengenwachstum der dann folgenden abwärtsgerichteten Aktienmarktbeziehung zurechnen. Ausgehend vom Einführungszeitpunkt der Währungsunion dagegen sieht das Bild differenzierter aus: Die relativ geringen M3-Wachstumsraten der ersten Jahre waren dem Börsenaufschwung, die exzessiven Wachstumsraten in jüngster Zeit dem Börsenabschwung zuzurechnen. Bei der aktuellen Bewertung der im Euroraum akkumulierten Überschussliquidität muss daher aus Sicht des Modells darauf geachtet werden, ob mit einer baldigen Rückkehr zu hohen Aktienkursen bei niedriger Unsicherheit gerechnet werden kann. Wird dies für unwahrscheinlich erachtet, so folgt aus der Argumentation der EZB, dass durchaus ein beträchtliches Inflationspotential besteht.

## **Moderater Lohnanstieg**

Der Lohnanstieg im Euroraum blieb zu Beginn des Jahres 2003 mäßig. Im ersten Quartal – aktuellere Daten liegen nicht vor – stiegen die Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer mit 2,5 Prozent im Vergleich zum Vorjahr nur unwesentlich schneller als zuvor. Während die Tarifverdienste leicht anzogen und eine Erhöhung der Sozialabgabesätze entgeltsteigernd wirkten, wurden übertarifliche Leistungen abgeschmolzen. Der Anstieg der Arbeitskosten je Stunde verringerte sich kräftig, was freilich überwiegend auf Sonderfaktoren und Basiseffekte zurückzuführen ist (EZB 2003d: 24). Der Produktivitätsanstieg, der sich im Verlauf von 2002 wieder auf eine Rate von 1 Prozent erholt hatte, ging leicht zurück. Die Lohnstückkosten erhöhten sich in der Folge mit einer Rate von 1,7 Prozent (Vorjahresvergleich) weiter in moderatem Tempo.

Die vorliegenden Lohnabschlüsse lassen erwarten, dass der Lohnauftrieb im Gesamtjahr 2003 ähnlich hoch ausfällt wie im vergangenen Jahr. Zwar zeichnet sich in einigen kleineren Ländern, insbesondere dort, wo die Steigerungsraten zuletzt besonders hoch ausgefallen waren (beispielsweise in den Niederlanden, in Portugal und in Belgien), eine deutliche Lohnmäßigung ab. Gleichzeitig steigen aber die Arbeitnehmerentgelte in anderen Ländern (vor allem in Deutschland und in Italien) nicht zuletzt wegen höherer Sozialabgaben vermutlich beschleunigt (Tabelle 4). Insgesamt betrachtet deutet sich an, dass die Differenzierung des Lohnanstiegs zwischen den Ländern merklich geringer wird. Wir erwarten für das kommende Jahr, dass sich diese Tendenz fortsetzt. Dies dürfte dazu beitragen, dass sich auch die Differenzen in den Inflationsraten, die in den Jahren seit der Bildung der Europäischen Währungsunion 1999 immer größer geworden sind, allmählich wieder verringern. Mit wieder anziehender Produktion wird sich der Lohnstückkostenanstieg, der in diesem Jahr bereits unter zwei Prozent sinken dürfte, weiter deutlich verlangsamen (Tabelle 5). Die Voraussetzungen für eine Einhaltung des Stabilitätsziels im Euroraum insgesamt sind bei dieser Politik von der Lohnseite gegeben.

Tabelle 4:

Lohnanstieg<sup>a</sup> in Euroland 2001–2004 (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	2001	2002	2003 <sup>b</sup>	2004 <sup>b</sup>
Deutschland	1,8	1,6	2,0	1,8
Frankreich	2,6	2,7	2,5	2,5
Italien	3,0	2,4	2,8	2,8
Spanien	4,1	4,0	3,8	3,5
Niederlande	5,0	5,5	3,8	2,8
Portugal	5,3	5,3	3,0	2,5
Österreich	1,8	2,2	2,2	2,5
Belgien	3,6	4,1	2,0	2,3
Griechenland	6,0	6,7	5,5	5,0
Finnland	5,0	2,5	3,5	3,2
Irland	9,2	6,5	5,5	5,0
Luxemburg	4,4	3,0	2,5	2,5

<sup>a</sup>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer. – <sup>b</sup>Prognose.

Quelle: Europäische Kommission (2003a); eigene Prognosen.

Tabelle 5:

Arbeitskosten und Produktivität in Euroland 2000–2004 (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	2000	2001	2002	2003 <sup>a</sup>	2004 <sup>a</sup>
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,8	2,5	2,5	2,3
Arbeitsproduktivität <sup>b</sup>	1,3	0,1	0,4	0,7	1,8
Lohnstückkosten	1,3	2,7	2,1	1,8	0,5

<sup>a</sup>Prognose. – <sup>b</sup>Reales Bruttoinlandsprodukt je Beschäftigten.

Quelle: EZB (2003d); eigene Berechnungen und Prognosen.

Bewertet man die Lohnpolitik im Euroraum insgesamt mithilfe eines einfachen Maßes für Lohnzurückhaltung (Lehment 1999), so zeigt sich, dass auch derzeit noch beschäftigungsfördernde Wirkungen zu verzeichnen sind. Allerdings blieb der Anstieg der Arbeitnehmerentgelte infolge der Konjunkturschwäche zuletzt nur noch wenig unterhalb der Summe aus der Zunahme der realen Bruttowertschöpfung und dem Anstieg des BIP-Deflators (Tabelle 6). Im kommenden Jahr wird aber mit anziehender Produktion bei leicht abgeflachtem Arbeitskostenanstieg wieder eine spürbare Lohnzurückhaltung resultieren. Wenn man in einer konjunkturbereinigten Betrachtung den Lohnanstieg mit der Summe aus trendmäßigem Anstieg der Arbeitsproduktivität in Höhe von knapp 1,5 Prozent und Produzentenpreisanstieg (approximiert durch den BIP-Deflator) vergleicht, dann ergibt sich, dass der Anstieg der Arbeitnehmerentgelte sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr um etwas weniger als einen Prozentpunkt hinter dem beschäftigungsneutralen Anstieg der Arbeitskosten zurückbleibt.

Tabelle 6:

Ausmaß der Lohnzurückhaltung im Euroraum 2000–2004

	2000	2001	2002	2003 <sup>a</sup>	2003 <sup>b</sup>	2004 <sup>b</sup>
(1) Reale Bruttowertschöpfung <sup>c</sup>	3,8	1,7	1,2	1,0	0,7	2,0
(2) BIP-Deflator <sup>c</sup>	1,4	2,5	2,4	2,1	2,0	1,9
(3) Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer <sup>c</sup>	2,6	2,8	2,5	2,7	2,5	2,3
(4) Lohnzurückhaltung (1)+(2)–(3) <sup>d</sup>	2,6	1,4	1,1	0,4	0,2	1,6

<sup>a</sup>1. Quartal. – <sup>b</sup>Prognose. – <sup>c</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. – <sup>d</sup>In Prozentpunkten.

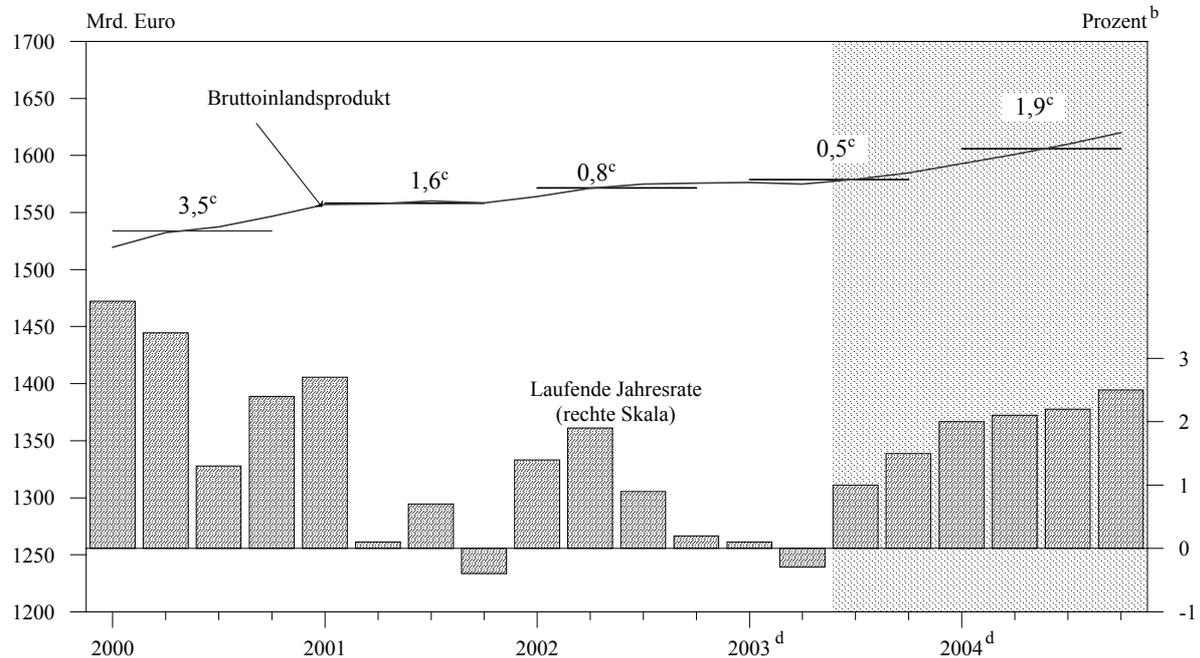
Quelle: EZB (2003d); eigene Berechnungen und Prognosen.

## **Ausblick: Spürbare Erholung erst im kommenden Jahr**

Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass sich die Konjunktur im Euroraum zunächst nur leicht beleben wird. Die von der Europäischen Kommission zusammengestellten Stimmungskennzahlen haben sich insgesamt in den vergangenen Monaten seitwärts bewegt. Damit ist die Erwartung, dass sich die Indikatoren nach Ende des Irak-Krieges deutlich verbessern würden, bisher nicht erfüllt worden. Das Verbrauchervertrauen hat seitdem nur leicht zugenommen, und das Vertrauen innerhalb der Industrie ist sogar zurückgegangen. Insbesondere schätzten die Unternehmen im Euroraum die Lage bei den Exportaufträgen zunehmend pessimistisch ein, wozu die starke Aufwertung des Euro bis zur Jahresmitte maßgeblich beigetragen haben dürfte. Einziger Lichtblick ist die Stimmung im Dienstleistungssektor, die sich seit März deutlich aufgehellt hat. Insgesamt lassen die Vertrauensindikatoren jedoch nicht erwarten, dass die Konjunktur im zweiten Halbjahr 2003 spürbar an Fahrt gewinnt. Darauf deutet auch der von EUROFRAME berechnete Konjunkturindikator hin. Diese Einschätzung wird durch den Einkaufsmanagerindex gestützt, der bis zuletzt unter der 50-Punkte-Marke lag und somit eine Fortsetzung des Abschwungs signalisierte.

Das reale Bruttoinlandsprodukt im Euroraum wird im Jahr 2003 lediglich um 0,5 Prozent zunehmen und damit wie schon in den beiden Jahren zuvor langsamer expandieren als im mittelfristigen Trend. Zwar dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im zweiten Halbjahr anders als in der ersten Jahreshälfte wieder steigen (Abbildung 9), aber der Output Gap wird sich weiter ausweiten. Die Binnennachfrage wird sich im Verlauf des zweiten Halbjahrs allmählich beleben; die Unternehmensinvestitionen dürften angeregt durch niedrige Zinsen ihren Abwärtstrend beenden. Hingegen sind von der Außenwirtschaft im zweiten Halbjahr noch keine Impulse für die Konjunktur zu erwarten. Die Ausfuhren werden, gebremst durch die kräftige Aufwertung des Euro bis zur Jahresmitte, weiterhin zur Schwäche tendieren. Vor dem Hintergrund der fortgesetzten Konjunkturflaute wird sich die Lage am Arbeitsmarkt nochmals eintrüben. Im Durchschnitt dieses Jahres dürfte die Arbeitslosenquote 8,9 Prozent betragen, nach 8,4 Prozent im Vorjahr. Der Preisauftrieb wird sich bis zum Jahresende wieder etwas verringern. Es ist zu erwarten, dass der Harmonisierte Verbraucherpreisindex im Durchschnitt von 2003 sein Niveau im Vorjahr um 2,0 Prozent übertrifft.

Abbildung 9:

Reales Bruttoinlandsprodukt<sup>a</sup> in Euroland 2000–2004

<sup>a</sup>Saison- und arbeitstäglich bereinigt. – <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. – <sup>c</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. – <sup>d</sup>Ab 2003 III: Prognose.

Quelle: Eurostat (2003); eigene Prognose.

Im Laufe des kommenden Jahres wird sich die wirtschaftliche Aktivität spürbar beleben (Tabelle 7). Ab dem Frühjahr dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion in der Grundtendenz etwas schneller expandieren als das Produktionspotential. Dies ist zum einen darauf zurückzuführen, dass sich die Expansion der Weltwirtschaft beschleunigt (Benner et al. 2003) und die bremsenden Effekte der Euro-Aufwertung nach und nach auslaufen, so dass die Ausfuhren an Schwung gewinnen werden (Abbildung 10). Zum anderen wird die Geldpolitik angesichts unterausgelasteter gesamtwirtschaftlicher Kapazitäten auch im kommenden Jahr auf Expansionskurs bleiben. Vor dem Hintergrund günstiger Finanzierungsbedingungen und im Zuge der weltwirtschaftlichen Erholung deutlich aufgehellter Absatz- und Ertragsersparungen dürften die Unternehmensinvestitionen beschleunigt expandieren. Dabei wird sich auch die Lage am Arbeitsmarkt allmählich verbessern und die privaten Haushalte werden ihre Konsumausgaben schneller ausweiten als in diesem Jahr. Alles in allem dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt im Durchschnitt des kommenden Jahres um 1,9 Prozent zunehmen (Tabelle 8).

Tabelle 7:

Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Euroland 2002, 2003 und 2004

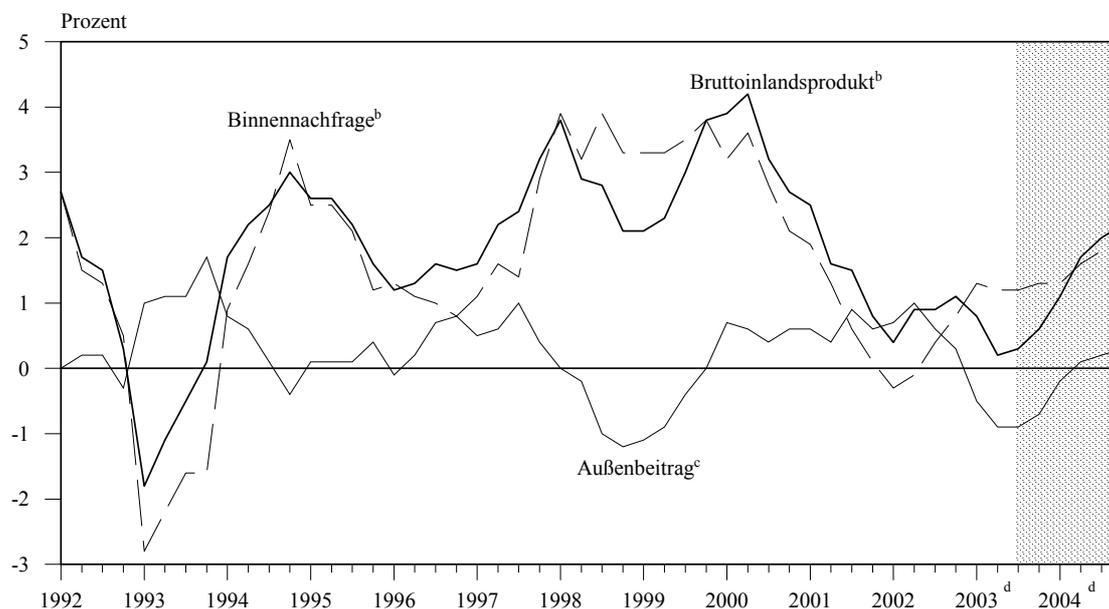
	2002				2003				2004			
	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.	1.Q.	2.Q.	3.Q. <sup>a</sup>	4.Q. <sup>a</sup>	1.Q. <sup>a</sup>	2.Q. <sup>a</sup>	3.Q. <sup>a</sup>	4.Q. <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	1,4	1,9	0,9	0,2	0,1	-0,3	1,0	1,5	2,0	2,1	2,2	2,5
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	-0,1	1,1	0,8	1,3	2,1	0,4	1,2	1,7	1,8	1,8	1,9	2,1
Privater Verbrauch <sup>b</sup>	-1,1	1,5	1,2	1,2	1,9	0,3	1,3	1,5	1,9	1,7	1,8	1,9
Staatsverbrauch <sup>b</sup>	2,5	3,0	2,1	0,8	1,1	2,9	0,6	1,0	0,5	1,7	1,1	1,1
Anlageinvestitionen <sup>b</sup>	-3,1	-5,3	0,5	1,0	-4,7	-1,6	1,3	2,0	2,6	3,1	3,8	4,3
Vorratsveränderungen <sup>c</sup>	0,7	0,8	-0,5	0,2	1,7	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Außenbeitrag <sup>c</sup>	1,5	0,8	0,1	-1,0	-1,9	-0,7	-0,1	-0,1	0,3	0,4	0,4	0,4
Exporte <sup>b,d</sup>	0,1	11,0	6,0	-1,7	-4,6	-1,8	1,4	2,8	4,4	4,9	5,4	6,2
Importe <sup>b,d</sup>	-4,0	9,5	6,1	0,9	0,3	0,1	1,8	3,4	3,9	4,1	4,7	5,5
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	8,2	8,3	8,5	8,6	8,7	8,8	8,9	9,0	9,0	9,0	8,9	8,8
Konsumentenpreise (HVPI) <sup>f</sup>	2,5	2,1	2,1	2,3	2,3	2,0	2,0	1,8	1,5	1,7	1,8	1,8
Geldmenge M3 <sup>b</sup>	4,6	6,8	7,8	8,7	7,8	9,8	6,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Zinssatz für Dreimonatsgeld	3,4	3,5	3,4	3,1	2,9	2,4	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3
Zinssatz für Staatsanleihen (10 Jahre)	5,1	5,3	4,8	4,5	4,2	4,0	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7	4,9
Wechselkurs gegenüber dem Dollar <sup>g</sup>	0,88	0,92	0,99	1,00	1,07	1,14	1,12	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Realer effektiver Wechselkurs <sup>h</sup>	87,8	90,2	93,8	94,9	99,2	102,7	102,1	101,3	101,3	101,3	101,3	101,3

<sup>a</sup>Prognose. – <sup>b</sup>Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet, in Prozent. – <sup>c</sup>Beitrag zur Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts, in Prozentpunkten. – <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, auf Basis des Index der Verbraucherpreise. Index 1999 I = 100.

Quelle: Eurostat (2003); EZB (2003d); OECD (2003b); eigene Berechnungen und Prognosen.

Der Preisaufrtrieb dürfte auch im nächsten Jahr moderat bleiben. Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wird im Zuge der Erholung zwar zunehmen, aber sie wird Ende 2004 noch nicht ihr Normalniveau erreichen. Damit werden die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen nach wie vor gering sein. Kommt es zudem, wie in dieser Prognose unterstellt, nicht zu starken Ausschlägen bei den besonders volatilen Preisen für Energie und Nahrungsmittel, so dürfte die Inflationsrate in etwa dem Ziel der Europäischen Zentralbank entsprechen. Für den Durchschnitt des Jahres 2004 rechnen wir mit einem Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex um 1,7 Prozent.

Abbildung 10:

Bruttoinlandsprodukt, Binnennachfrage und Außenbeitrag in Euroland<sup>a</sup> 1992–2004

<sup>a</sup>In konstanten Preisen. – <sup>b</sup>Veränderungsrate gegenüber Vorjahr. – <sup>c</sup>Veränderung des Außenbeitrags gegenüber Vorjahr in Relation zum Bruttoinlandsprodukt des Vorjahresquartals. – <sup>d</sup>Ab 2003 III: Prognose.

Quelle: Eurostat (2003); eigene Prognose.

Tabelle 8:

## Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Euroland 2001–2004

	Gewicht in Pro- zent <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>				Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>				Arbeitslosenquote <sup>d</sup>			
		2001	2002	2003 <sup>e</sup>	2004 <sup>e</sup>	2001	2002	2003 <sup>e</sup>	2004 <sup>e</sup>	2001	2002	2003 <sup>e</sup>	2004 <sup>e</sup>
Deutschland	29,8	0,8	0,2	0,0	1,8	1,9	1,3	1,1	1,2	7,9	8,6	9,4	9,7
Frankreich	21,5	2,1	1,2	0,5	2,0	1,8	1,9	2,1	1,5	8,5	8,8	9,4	9,2
Italien	17,8	1,7	0,4	0,4	1,8	2,3	2,6	2,8	2,2	9,5	9,0	8,9	8,8
Spanien	9,5	2,7	2,0	2,2	2,6	2,8	3,5	3,1	2,5	10,6	11,3	11,5	11,1
Niederlande	6,3	1,3	0,2	-0,5	1,5	5,2	3,4 <sup>f</sup>	2,0	1,7	2,4	2,8	4,0	4,7
Belgien	3,7	0,8	0,7	1,0	1,8	2,4	1,5	1,4	1,5	6,7	7,3	8,0	8,0
Österreich	3,1	0,6	1,1	0,7	1,5	2,3	1,7	1,3	1,6	3,6	4,3	4,5	4,6
Finnland	2,0	1,2	2,2	1,0	2,3	2,6	2,0	1,3	1,5	9,1	9,1	9,2	9,0
Griechenland	2,0	4,1	4,0	4,2	5,0	3,6	3,9	3,6	3,3	10,2	9,6	9,5	9,0
Portugal	1,8	1,6	0,4	-0,8	1,0	4,4	3,7	3,2	2,1	4,1	5,0	6,8	7,5
Irland	1,8	6,2	6,9	1,9	3,5	4,0	4,7	4,0	3,1	3,9	4,4	4,7	4,5
Luxemburg	0,3	1,2	1,1	1,0	2,0	2,4	2,0	2,3	1,6	2,1	2,8	3,7	3,9
Euroland	100,0	1,5	0,8	0,5	1,9	2,3	2,2	2,0	1,7	8,0 <sup>g</sup>	8,4 <sup>g</sup>	8,9 <sup>g</sup>	8,9 <sup>g</sup>

<sup>a</sup>Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2002. – <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). – <sup>c</sup>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). – <sup>d</sup>In Prozent der Erwerbsspersonen, harmonisiert nach dem ILO-Konzept. – <sup>e</sup>Prognose. – <sup>f</sup>Geschätzt. Offizielle Daten nicht verfügbar. – <sup>g</sup>Gewichtet auf der Grundlage der Erwerbstätigen von 2002.

Quelle: EZB (2003d); OECD (2003b); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Literaturverzeichnis

- Andrews, D.W.K. (2002). End-of-sample Instability Tests. Cowles Foundation Discussion Paper 1369. Yale University, New Haven, Connecticut.
- Andrews, D.W.K., und J.-Y. Kim (2003). End-of-sample Cointegration Breakdown Tests. Cowles Foundation Discussion Paper 1404. Yale University, New Haven, Connecticut.
- Benner, J., D. Borbély, K.-J. Gern, C. Kamps, A. Kuhn, B. Sander und J. Scheide (2003). Weltkonjunktur kommt in Fahrt. *Die Weltwirtschaft* (3), in diesem Heft.
- Brand, C., und N. Cassola (2000). A Money Demand System for Euro Area M3. ECB Working Paper 39. Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Bruggeman, A. (2000). The Stability of EMU-wide Money Demand Functions and the Monetary Policy Strategy of the European Central Bank. *Manchester School* 68 (2): 184–202.
- Bruggeman, A., P. Donati und A. Warne (2003). Is the Demand for Euro Area M3 Stable? Mimeo. Frankfurt am Main.
- Calza, A., D. Gerdesmeier und J. Levy (2001). Euro Area Money Demand: Measuring the Opportunity Costs Appropriately. IMF Working Paper 01/179. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Carstensen, K. (2003). Is European Money Demand Still Stable? Kieler Arbeitspapiere 1179. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Christiano, L.J., und T.J. Fitzgerald (2003). The Band Pass Filter. *International Economic Review* 44 (2): 435–466.
- Clausen, J.R., und C.-P. Meier (2003). Did the Bundesbank Follow a Taylor Rule? An Analysis Based on Real-Time Data. Kieler Arbeitspapiere 1180. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Clausen, V., und J.-R. Kim (2000). The Long-run Stability of European Money Demand. *Journal of Economic Integration* 15: 486–505.
- Coenen, G., und J.-L. Vega (2001). The Demand for M3 in the Euro Area. *Journal of Applied Econometrics* 16: 727–748.
- Europäische Kommission (2003a). *European Economy – Economic Forecasts Spring 2003*. Brüssel.
- Europäische Kommission (2003b). *Empfehlungen der Kommission für die Grundzüge der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft (im Zeitraum 2003–2005)*. Brüssel. Online-Quelle (Zugriff am 27. August 2003): [http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2003/comm2003\\_170de.pdf](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/european_economy/2003/comm2003_170de.pdf)
- Eurostat (2003). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2001). Economic Developments in the Euro Area. *Monthly Bulletin*. Oktober. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2002). Economic Developments in the Euro Area. *Monthly Bulletin*. August. Frankfurt am Main.

- EZB (Europäische Zentralbank) (2003a). Economic Developments in the Euro Area. *Monthly Bulletin*. Januar. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2003b). Economic Developments in the Euro Area. *Monthly Bulletin*. August. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2003c). Ergebnis der von der EZB durchgeführten Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie. *Monatsbericht*. Juni. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2003d). *Monatsbericht*. August. Frankfurt am Main.
- Funke, M. (2001). Money Demand in Euroland. *Journal of International Money and Finance* 20: 701–713.
- Gern, K.-J., C. Kamps, C.P. Meier, F. Oskamp und Scheide (2003). Euroland: Erholung gewinnt allmählich an Fahrt. *Die Weltwirtschaft* (1): 57–94.
- Golinelli, R., und S. Pastorello (2002). Modelling the Demand for M3 in the Euro Area. *European Journal of Finance* 8: 371–401.
- Gottschalk, J. (1999). On the Monetary Transmission Mechanism in Europe. *Journal of Economics and Statistics* 219: 357–374.
- Hayo, B. (1999). Estimating a European Demand for Money. *Scottish Journal of Political Economy* 46: 221–244.
- Hodrick, R.J., und E.C. Prescott (1997). Postwar US Business Cycles: An Empirical Investigation. *Journal of Money, Credit and Banking* 29 (1): 1–16.
- Kontolemis, Z.G. (2002). Money Demand in the Euro Area: Where Do We Stand (Today)? IMF Working Paper 02/185. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Lehment, H. (1999). Zur Bestimmung des beschäftigungsneutralen Lohnerhöhungsspielraums. *Die Weltwirtschaft* (1): 79–89.
- Müller, C., und E. Hahn (2001). Money Demand in Europe: Evidence From the Past. *Kredit und Kapital* 34 (1): 48–75.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (1999). *Economic Outlook* 66. Dezember. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2003a). *Economic Outlook* 73. Juni. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2003b). *Main Economic Indicators*. August. Paris.
- Phillips, P.C.B., und B.E. Hansen (1990). Statistical Inference in Instrumental Variables Regression With I(1) Processes. *Review of Economic Studies* 57 (1): 99–125.
- Scheide, J. (2003). Macroeconomic Policy Coordination in Europe: An Agnostic View. Kieler Arbeitspapiere 1174. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Scheide, J., und M. Trabandt (2000). Predicting Inflation in Euroland: The Pstar Approach. Kieler Arbeitspapiere 1019. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Taylor, J.B. (2000). Reassessing Discretionary Fiscal Policy. *Journal of Economic Perspectives* 14 (3): 21–36.