

Gern, Klaus-Jürgen; Kamps, Christophe; Meier, Carsten-Patrick; Scheide, Joachim

**Article — Digitized Version**

## Verhaltener Aufschwung in Euroland

Die Weltwirtschaft

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Gern, Klaus-Jürgen; Kamps, Christophe; Meier, Carsten-Patrick; Scheide, Joachim (2004) : Verhaltener Aufschwung in Euroland, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 56-83

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/3215>

**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 2004, Heft 1

Vierteljahresschrift des Instituts für Weltwirtschaft  
an der Universität Kiel

### **Verhaltener Aufschwung in Euroland**

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

Im Frühjahr 2004 befindet sich die Konjunktur im Euroraum auf Erholungskurs. Die Wirtschaft hat sich aus der Stagnation gelöst, allerdings kann von einem Aufschwung nicht die Rede sein. So ist das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres nur mit einer laufenden Jahresrate von knapp 1 ½ Prozent gestiegen. Damit hat die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung in Euroland im Gegensatz zu anderen großen Industrieländern noch nicht wieder zugenommen. Wesentlicher Schwachpunkt blieb der private Konsum, der annähernd stagnierte. Dagegen nahmen die Anlageinvestitionen erstmals seit zweieinhalb Jahren wieder zu. Spürbare Anregungen kamen aus dem Ausland; so haben die Exporte infolge des kräftigen Aufschwungs in der übrigen Welt deutlich zugelegt, wenn auch die Eurostärke den Exportanstieg dämpfte.

Eine Reihe von Faktoren lässt erwarten, dass sich die konjunkturelle Expansion im Laufe dieses Jahres beschleunigt. So regen die nach wie vor niedrigen Zinsen die Inlandsnachfrage an. Die Europäische Zentralbank (EZB) wird die Leitzinsen, so erwarten wir, unverändert lassen. Auch bleiben die Impulse aus dem Ausland kräftig. Einige Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die Konjunktur nach der Jahreswende 2003/2004 etwas an Schwung gewonnen hat. So hellte sich das Geschäftsklima auf, und die Auftragseingänge sind wie die Produktionspläne in der Industrie aufwärts gerichtet. Während sich die Investitionsbedingungen verbessern, bleibt das Konsumklima allerdings gedrückt.

Trotz der expansiven Geldpolitik und der dynamischen Weltkonjunktur wird das reale BIP in diesem und im kommenden Jahr im Vergleich zu früheren Aufschwungsphasen nur moderat zunehmen. Zwei Faktoren dürften dazu beitragen. Erstens hat sich das Potentialwachstum im Euroraum nach unserer Einschätzung verringert. Ein Indiz hierfür ist die Tatsache, dass das reale BIP in den vergangenen drei Jahren nur sehr mäßig expandierte. Zweitens ist die Finanzpolitik besonders in den großen Volkswirtschaften nicht nachhaltig. Da es keine

glaubwürdige Konsolidierungsstrategie der Regierungen gibt, lassen hohe Budgetdefizite und sich zuspitzende Probleme bei den Sozialversicherungen erwarten, dass die Abgabenbelastung in den kommenden Jahren eher zunimmt und Sozialleistungen eingeschränkt werden. Von daher sind die Einkommensaussichten der privaten Haushalte gedrückt, und die Konsumausgaben werden vergleichsweise wenig steigen.

Abgesehen davon, dass sich die Wachstumsbedingungen verschlechtert haben, wird die wirtschaftliche Aktivität durch die Aufwertung des Euro gebremst. Nach unseren Berechnungen ist der Effekt auf das reale BIP zwar bedeutsam, er wird aber die konjunkturelle Erholung nicht verhindern. Zudem werden die Wirkungen im kommenden Jahr deutlich nachlassen, wenn, wie wir unterstellen, der Wechselkurs zwischen dem Euro und dem US-Dollar etwa auf dem derzeitigen Niveau bleibt.

## **Zaghafte Erholung der Konjunktur**

Die Konjunktur im Euroraum hat sich im zweiten Halbjahr 2003 belebt. Das reale BIP nahm im Verlauf des zweiten Halbjahrs mit einer laufenden Jahresrate von 1,4 Prozent zu, nachdem es in der ersten Hälfte des vergangenen Jahres leicht geschrumpft war (Abbildung 1). Allerdings ist die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion hinter dem mittelfristigen Trendwachstum zurückgeblieben.<sup>1</sup> Die derzeitige Schwächephase hält nun schon drei Jahre an, was auch im historischen Vergleich als lang anzusehen ist. Lediglich in den Rezessionsjahren 1980–1982 war in den Ländern des Euroraums bislang ein ähnlich langer Konjunkturabschwung zu verzeichnen gewesen. Freilich war der damalige Abschwung, gemessen an der Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung, deutlich schärfer als die gegenwärtige Schwächephase.<sup>2</sup> Dies mag ein Grund dafür sein, dass sich die Lage am

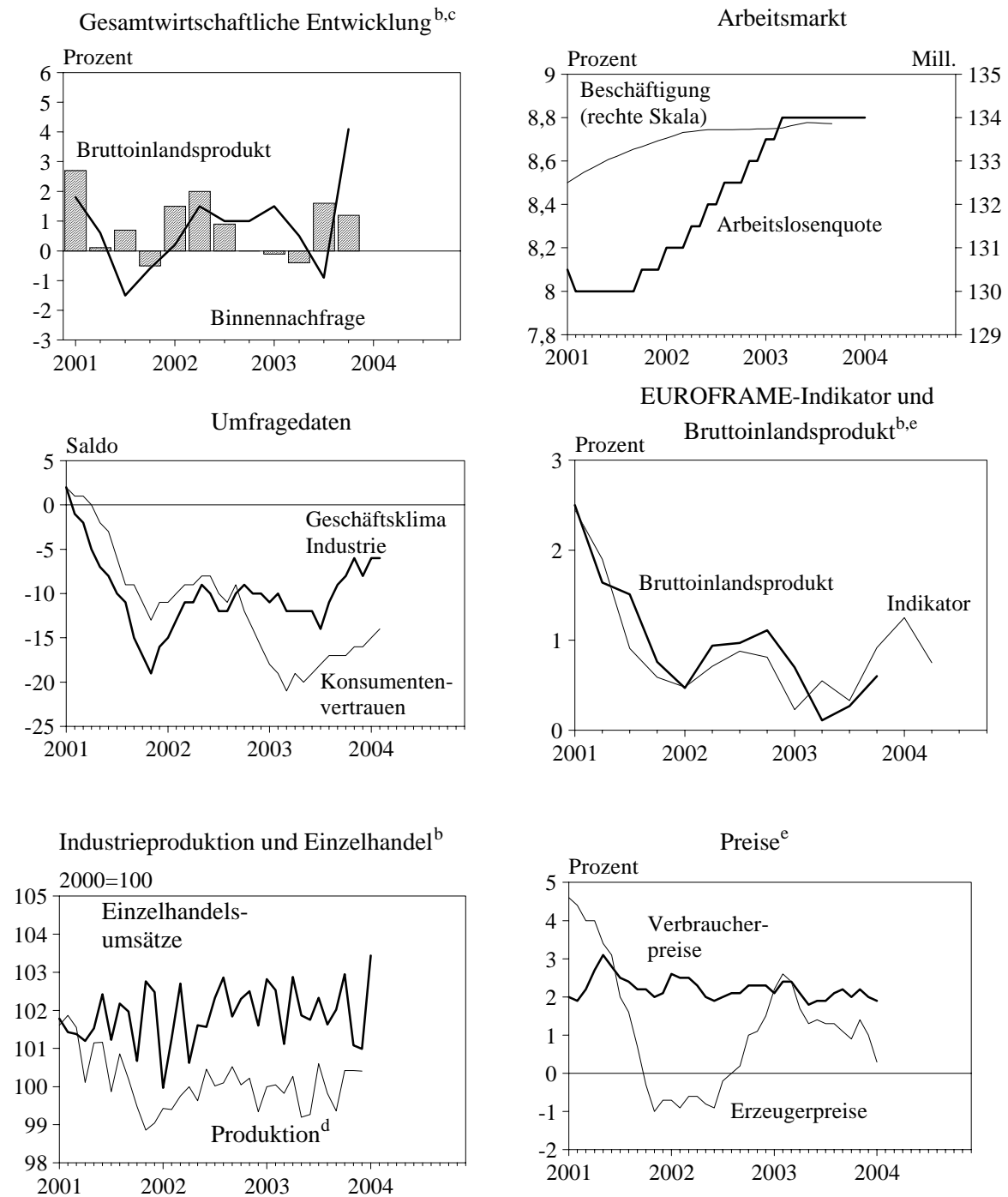
---

<sup>1</sup> Die OECD (2003) schätzt das Wachstum des Produktionspotentials auf 2 Prozent. Nach unserer Einschätzung gibt es jedoch Anzeichen dafür, dass es spürbar niedriger ist.

<sup>2</sup> Ein gängiges Maß für die Stärke eines Konjunkturabschwungs ist die Veränderung des Output Gaps zwischen konjunkturellem Höhepunkt und Tiefpunkt. Was die Rezession Anfang der achtziger Jahre angeht, so erreichte die Konjunktur ihren Höhepunkt im Jahr 1979 und ihren Tiefpunkt im Jahr 1982. In diesem Zeitraum sank der Output Gap nach Schätzungen der OECD (2003) um mehr als 5 Prozentpunkte. Der Konjunktüreinbruch Anfang der neunziger Jahre fiel ähnlich stark aus. Hingegen sank der Output Gap zwischen 2000, dem Jahr, in dem der jüngste Konjunkturzyklus seinen Höhepunkt erreichte, und 2003 lediglich um rund 3 Prozentpunkte. Die Aussage über die relative Milde des jüngsten Konjunkturabschwungs gilt auch für den Fall, dass bei der Berechnung des Output Gaps andere Verfahren als das der OECD zugrunde gelegt werden (vgl. hierzu Gern et al. (2003: 55–57) und Carstensen et al. (2003: 268)).

Abbildung 1:

Indikatoren<sup>a</sup> zur Konjunktur in Euroland 2001–2004



<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 (2004); Eurostat (2004); EZB (2004).

Arbeitsmarkt in den vergangenen Jahren in vergleichsweise geringem Ausmaß eingetrübt hat. Die Arbeitslosenquote war im vierten Quartal 2003 mit 8,8 Prozent nur um 0,8 Prozentpunkte höher als an ihrem zyklischen Tiefpunkt im ersten Halbjahr 2001. Im Laufe des vergangenen Jahres blieb sie trotz anhaltender Konjunkturschwäche nahezu unverändert. Unterdessen stagnierte die Zahl der Beschäftigten in der Gesamtwirtschaft in der Grundtendenz; einem deutlichen Rückgang der Beschäftigung in der Industrie stand ein Beschäftigungsaufbau im Dienstleistungssektor gegenüber.

Maßgeblich für die Belebung der Konjunktur nach der Jahresmitte 2003 war der Umschwung bei den Exporten. Während die Ausfuhren in der ersten Jahreshälfte noch stark gesunken waren, nahmen sie im zweiten Halbjahr mit einer laufenden Jahresrate von reichlich 5 Prozent zu. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die von Eurostat in den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) ausgewiesenen Daten zwar den Handel innerhalb des Euroraums einschließen. Jedoch deuten andere Handelsdaten, die mit jenen der VGR allerdings nur eingeschränkt vergleichbar sind, darauf hin, dass auch die Lieferungen in Länder außerhalb des Euroraums kräftig gestiegen sind. Nach Schätzungen der Europäischen Zentralbank (EZB 2004: 42–43) nahmen letztere im dritten Quartal des vergangenen Jahres mit einer laufenden Jahresrate von rund 8 Prozent zu. Offenbar wurden die dämpfenden Wirkungen der Euroaufwertung auf die Auslandsnachfrage durch die starke wirtschaftliche Dynamik in den Ländern außerhalb des Euroraums überkompensiert. Während die Exporte in die Vereinigten Staaten stagnierten, stiegen die Ausfuhren des Euroraums in die asiatischen Schwellenländer besonders stark. Auch die Lieferungen in das Vereinigte Königreich sowie nach Mittel- und Osteuropa konnten spürbar ausgeweitet werden.

Unterdessen setzte sich die Schwäche der Binnennachfrage in der Grundtendenz fort; der kräftige Anstieg im vierten Quartal ist allerdings im Wesentlichen auf einen ungewöhnlich starken Lageraufbau zurückzuführen. Die privaten Haushalte weiteten ihre Konsumausgaben in der zweiten Jahreshälfte kaum aus. Der von der Europäischen Kommission zusammengestellte Indikator für das Verbrauchervertrauen im Euroraum zeigt an, dass die privaten Haushalte ihre derzeitige finanzielle Lage und auch die für das kommende Jahr erwartete sehr pessimistisch einschätzen und offenbar vor diesem Hintergrund verstärkt sparen. Hingegen hat sich das Investitionsklima verbessert; im zweiten Halbjahr 2003 ist der Rückgang der Unternehmensinvestitionen zum Stillstand gekommen. Maßgeblich hierfür waren wohl die im

Zuge der starken Nachfrage aus dem Ausland deutlich günstigeren Absatz- und Ertrags-erwartungen sowie die Stabilisierung der Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe.

Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe hat sich nach einer vorübergehenden Abflachung seit der Jahresmitte 2003 wieder etwas beschleunigt. Die Verbraucherpreise sind seitdem in saisonbereinigter Rechnung mit einer laufenden Jahresrate von gut 2 Prozent gestiegen. Damit erweist sich die Inflation trotz anhaltender Konjunkturschwäche als hartnäckig hoch. Kräftig zogen zuletzt die Preise für Nahrungsmittel an, wohingegen die Energiepreise, die in den vergangenen Jahren im Zuge des starken Ölpreisanstiegs den Anstieg der Verbraucherpreise geprägt hatten, infolge der Euro-Aufwertung tendenziell abwärts gerichtet waren. Im Durchschnitt des vergangenen Jahres nahm der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) um 2,1 Prozent zu. Unterdessen fiel die Kerninflationsrate (HVPI, ohne Preise für Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak) im vergangenen Jahr unter die 2-Prozent-Marke und betrug zuletzt 1,6 Prozent. Zu dem Rückgang der Kerninflationsrate dürfte beigetragen haben, dass die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen angesichts der anhaltenden Konjunkturschwäche gering sind.

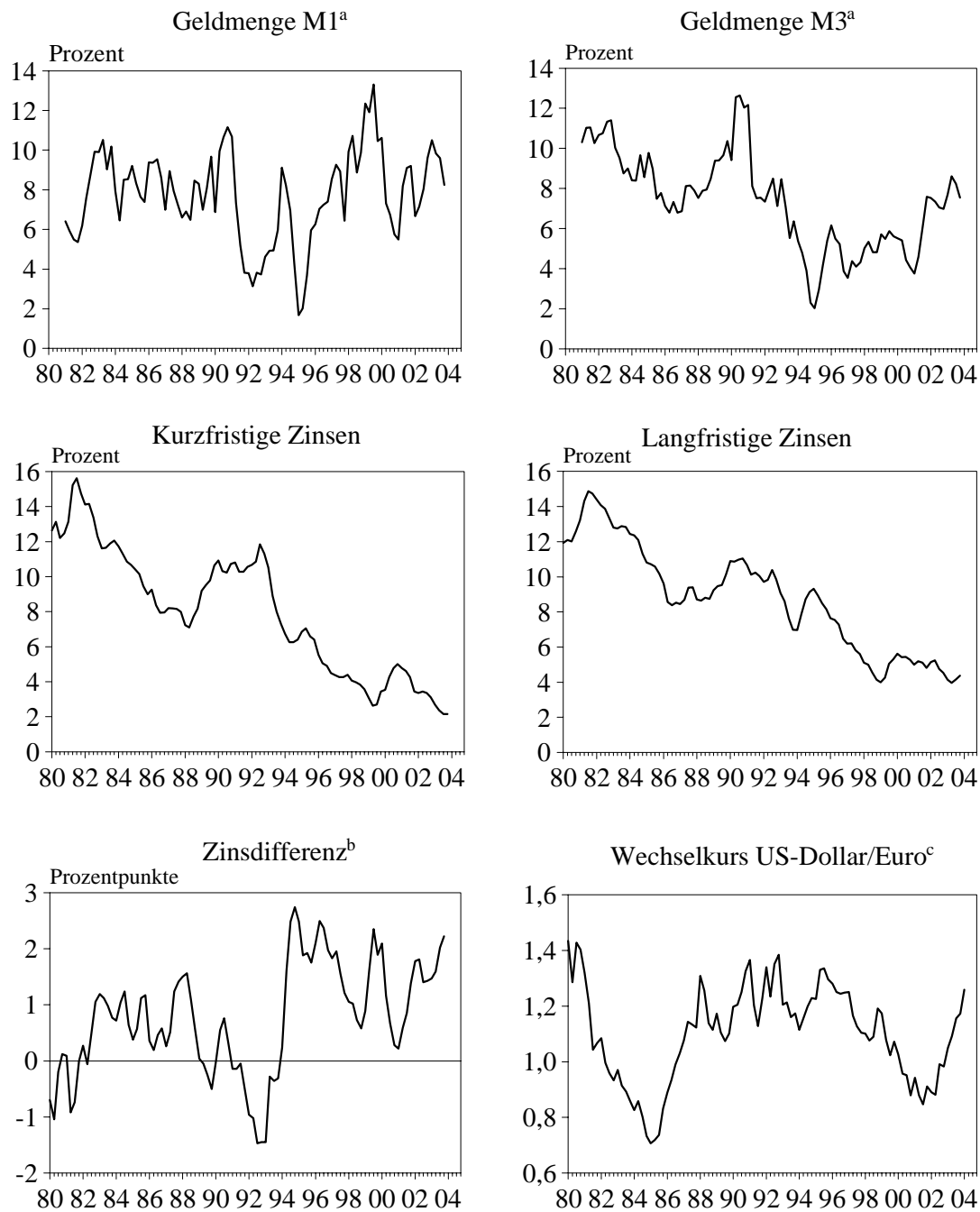
### **Monetäre Rahmenbedingungen bleiben günstig**

Die Leitzinsen im Euroraum sind seit Juni des vergangenen Jahres unverändert, der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beträgt 2,0 Prozent. Dreimonatsgeld wurde Anfang März 2004 nur wenig teurer gehandelt (Abbildung 2). Zwischenzeitlich war der Satz etwas höher gewesen, weil die Marktteilnehmer eine baldige Zinserhöhung durch die EZB erwartet hatten. Mit der jüngsten Aufwertung des Euro hat sich dies jedoch geändert, und die Geldmarktzinsen bildeten sich wieder zurück. Nach wie vor befindet sich die Notenbank 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). Auch ist der kurzfristige Zins niedriger als der Taylor-Zins, der sich aus der üblicherweise verwendeten Formel ergibt (Abbildung 3). Selbst wenn der gleichgewichtige Realzins derzeit um einen Prozentpunkt niedriger sein sollte als im langjährigen Durchschnitt, ist der Kurs der Geldpolitik als

expansiv einzuschätzen. Insofern trägt die Notenbank dazu bei, dass sich die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung erhöhen kann.

Abbildung 2:

Monetäre Indikatoren in Euroland 1980–2004

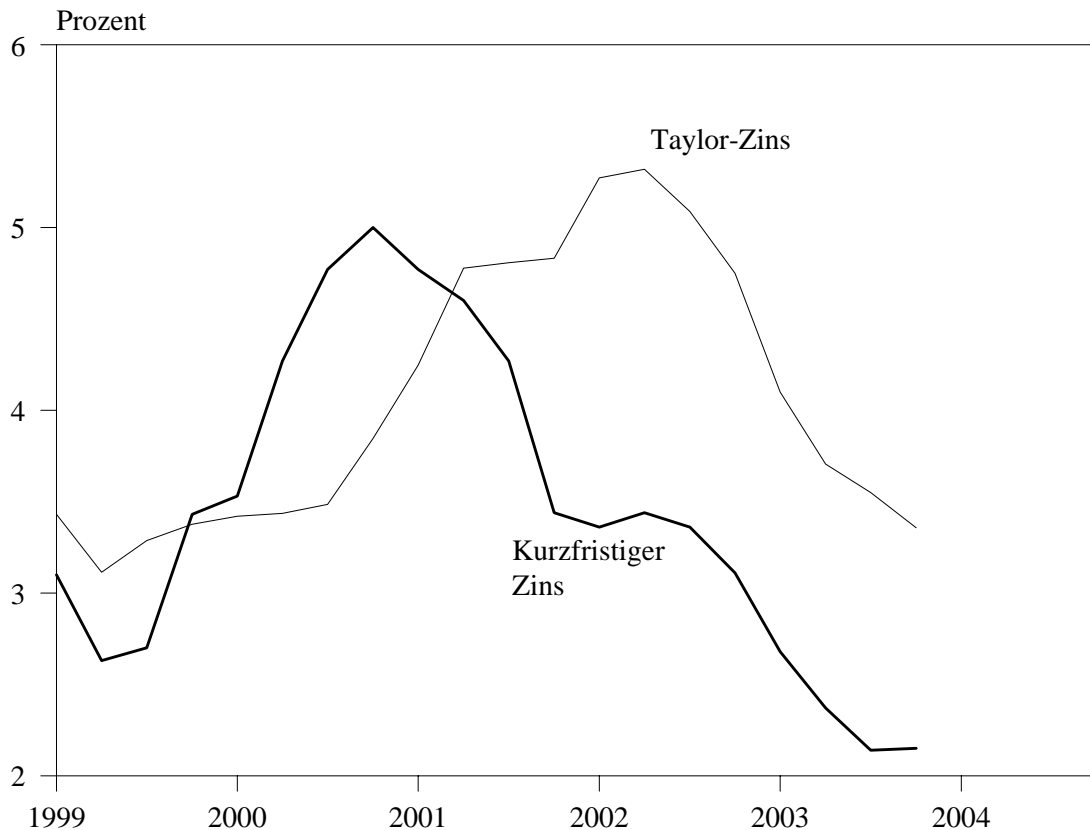


<sup>a</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr. – <sup>b</sup>Langfristige minus kurzfristige Zinsen. – <sup>c</sup>Vor 1999: Wechselkurs US-Dollar/ECU.

Quelle: EZB (2004).

Abbildung 3:

Kurzfristiger Zins und Taylor-Zins in Euroland 1999–2004



<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; das Produktionspotential wird mithilfe eines Hodrick-Prescott-Filters berechnet.

Quelle: Eurostat (2004); EZB (2004); eigene Berechnungen und Schätzungen.

Die Kapitalmarktzinsen sind seit dem Herbst 2003 nahezu unverändert geblieben. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen beträgt 4,3 Prozent und ist damit um rund 50 Basispunkte höher als im Frühjahr 2003, als der Tiefpunkt erreicht worden war. Real gerechnet hat sich der langfristige Zins in den vergangenen sechs Monaten wenig verändert und liegt weiterhin deutlich unter seinem langjährigen Durchschnitt. Während die Zinsen seit dem Herbst 2003 in etwa gleich geblieben sind, haben sich die monetären Rahmenbedingungen infolge des Höhenflugs des Euro verschlechtert. Der reale effektive Wechselkurs erhöhte sich zwischen September 2003 und Februar 2004 um schätzungsweise 6 Prozent; gegenüber dem US-Dollar hat sich die europäische Währung um reichlich 10 Prozent aufgewertet. Die Expansion der Geldmenge M3 hat sich seit der Mitte des vergangenen Jahres abgeschwächt; die jährliche Zuwachsrate belief sich im Januar dieses Jahres erstmals seit 2 ½ Jahren auf weniger als 7 Prozent.



## **Euroaufwertung: Soll die EZB reagieren?**

Die EZB wird von verschiedenen Seiten gedrängt, auf die Stärke des Euro zu reagieren. Sie solle, so eine Forderung, am Devisenmarkt intervenieren und US-Dollar kaufen, um den Kursanstieg zu stoppen oder umzukehren. Daneben wird gefordert, sie solle die Zinsen senken, auch um so die negativen Wirkungen der Aufwertung auf die Konjunktur zu mildern und eine zu starke Verringerung des Preisanstiegs zu verhindern.

Bei der Beurteilung des Wechselkurses ist zunächst festzuhalten, dass der Euro gegenüber dem Dollar jetzt ein Niveau erreicht hat, das in etwa dem Durchschnitt während der neunziger Jahre entspricht. Insofern ist der Euro nicht ungewöhnlich hoch bewertet. Ferner halten viele Beobachter es für notwendig, dass das amerikanische Leistungsbilanzdefizit deutlich reduziert wird. Eine Abwertung des Dollars ist ein möglicher Weg, um dies zu erreichen (Benner et al. 2004).<sup>3</sup>

Die EZB lehnt es aus guten Gründen ab, den Wechselkurs zu steuern. Die Erfahrung zeigt, dass Interventionen wenig erfolgreich sind, wenn es darum geht, den Trend des Wechselkurses zu beeinflussen. Das Niveau des Wechselkurses kann mit sterilisierten Interventionen ohnehin nicht verändert werden, die EZB müsste schon per saldo Devisen kaufen. Aber selbst bei solchen nichtsterilisierten Interventionen sind die Effekte auf den Wechselkurs äußerst unsicher. Vor allem lässt sich nicht verlässlich abschätzen, in welchem Umfang die Eingriffe vorgenommen werden müssten, um den gewünschten Effekt zu erzielen. Letztlich müsste der Kurs der Geldpolitik geändert werden, die Zinsen im Euroraum würden dann sinken, die Liquidität würde aufgebläht. Damit würde sich der expansive Kurs der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten, der möglicherweise eine Ursache für die Dollarschwäche ist, auf den Euroraum übertragen. Dies hätte schädliche Folgen für den Euroraum, denn es würde der EZB erschwert, die Preisniveaustabilität zu sichern. Ist die Dollarabwertung darauf zurückzuführen, dass die Märkte erwarten, nur so könne das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten auf ein nachhaltiges Niveau gesenkt werden, besteht Unsicherheit darüber, wo genau dieses Niveau vermutet wird und wie tief der Dollar dementsprechend sinken muss. Liegt das Niveau

---

<sup>3</sup> Eine Alternative, mit der das Defizit deutlich verringert werden könnte, wäre ein massiver Konjunkturreinbruch in den Vereinigten Staaten. Dieser wäre für die Konjunktur im Euroraum allerdings auch mit Nachteilen verbunden.

deutlich niedriger als derzeit, können Interventionen kaum Erfolg haben, denn am Trend kann eine Notenbank nichts ändern. Bei der Forderung nach Interventionen zur Wechselkurssteuerung wird vorausgesetzt, dass man das „richtige“ Niveau des Wechselkurses kennt; doch dieses Wissen kann niemand, auch nicht die Notenbank, für sich beanspruchen.

Eine andere Frage ist, ob die EZB durch sterilisierte Interventionen versuchen sollte, starke Ausschläge bzw. sehr rasche Kursänderungen zu mildern. Zwar würde es, da die Geldmenge nicht verändert wird, nicht zu einer Gefahr für das Stabilitätsziel kommen; von daher ist das Risiko solcher Eingriffe relativ gering. Allerdings ist zweifelhaft, ob diese Strategie Erfolg haben kann. Beispielsweise haben Interventionen, welche die EZB mehrfach im Herbst 2001 vorgenommen hat, nur für sehr kurze Zeit Wirkung gezeigt; nicht selten verpuffte der Effekt innerhalb von wenigen Stunden, die Volatilität wurde also gar nicht verringert.<sup>4</sup> Erschwerend kommt hinzu, dass die EZB derzeit bei Interventionen wohl allein handeln müsste. Denn die andere Seite, die Vereinigten Staaten, verfolgt andere Interessen und ist derzeit offenbar gar nicht an einer Aufwertung des Dollars interessiert. So spricht sich die amerikanische Regierung nicht mehr, wie noch vor einigen Jahren, klar für einen „starken Dollar“ aus. Vor diesem Hintergrund ist es unwahrscheinlich, dass es zu koordinierten Aktionen auf beiden Seiten des Marktes kommt.

Ob die EZB die Zinsen senken sollte, hängt allein davon ab, wie die Euro-Aufwertung die in der geldpolitischen Strategie genannten Ziele beeinflusst. Dabei kann man nicht den erwarteten Effekt auf die Konjunktur allein betrachten, denn die EZB verfolgt mit Recht nicht das Ziel, die Konjunktur zu steuern. Letztlich geht es also um die Frage, ob die Inflationsrate als Folge der jüngsten Aufwertung des Euro deutlich unter die Zielvorgabe sinken wird. Hier mag die Konjunktur indirekt eine Rolle spielen, denn wenn die Aufwertung den Anstieg des realen BIP vermindert, reduziert dies möglicherweise die Preiserhöhungsspielräume für die Unternehmen. Jedoch, so zeigt unsere Analyse, dürfte der Effekt der jüngsten Aufwertung nicht gravierend sein (vgl. Exkurs: Konjunkturelle Wirkungen einer Aufwertung des Euro).

---

<sup>4</sup> Zu einem negativen Urteil hinsichtlich der Wirksamkeit der EZB-Interventionen kommt beispielsweise Pierdzioch (2002). In anderen empirischen Untersuchungen wird gezeigt, dass sterilisierte Interventionen erfolgreich sein können (so z.B. Fatum 2002).

Auf einen großen preisdämpfenden Effekt zu setzen ist auch nach den Erfahrungen in der Vergangenheit riskant. Die Inflationsprognosen waren seit Bestehen der Europäischen Währungsunion fast immer zu optimistisch. Dies gilt auch für die Projektionen, welche die EZB seit dem Jahr 2000 im Halbjahresrhythmus veröffentlicht (Tabelle 1).<sup>5</sup> Dass die Inflation sowohl im Jahr 2002 als auch 2003 unterschätzt wurde, ist aus zwei Gründen überraschend. Erstens verlief in den beiden Jahren die Konjunktur schwächer als jeweils prognostiziert. Die stärker als erwartet ausgefallene Abnahme des Output Gaps hätte eigentlich die Inflation dämpfen müssen. Zweitens wertete der Euro in dieser Zeit kräftig auf. Dies war bei den Projektionen jeweils nicht berücksichtigt worden, denn sie gingen – wie in den meisten Modellanalysen üblich – von unveränderten Wechselkursen aus. Infolge der Aufwertung hätte es also zu einer Überschätzung der Inflation kommen müssen, nicht zu einer Unterschätzung.<sup>6</sup>

*Tabelle 1:*

Projektionen der Europäischen Zentralbank für die Inflationsrate in Euroland<sup>a</sup>

Zeitpunkt	2001	2002	2003	2004
Dezember 2000	2,3	1,9		
Juni 2001	2,5	1,8		
Dezember 2001	2,7	1,6	1,5	
Juni 2002		2,3	1,9	
Dezember 2002		2,2	1,8	1,6
Juni 2003			2,0	1,3
Dezember 2003			2,1	1,8
Tatsächliche Rate	2,5	2,3	2,1	

<sup>a</sup>Anstieg des HVPI gegenüber dem Vorjahr. Angegeben ist jeweils der Mittelwert der von der EZB genannten Spanne.

*Quelle:* EZB (lfd. Jgg.).

<sup>5</sup> Die EZB soll hier nicht für ihre Prognosen kritisiert werden, zumal ihre Prognosen nicht stark vom Konsens abweichen. Dass sie hier dennoch genannt sind, liegt allein daran, dass die EZB sich wohl am ehesten an ihren eigenen Prognosen orientiert.

<sup>6</sup> In den Jahren 2002 und 2003 wertete sich der Euro effektiv immerhin um reichlich 20 Prozent auf. Es gab zu jener Zeit mehrere Simulationsrechnungen hinsichtlich der Konsequenzen einer Dollar-Abwertung. So schätzte beispielsweise die OECD (2001: 41), dass eine effektive Dollar-Abwertung um 10 Prozent die Inflationsrate im Euroraum im gleichen Jahr um etwa einen halben Prozentpunkt mindern würde.

Für diese Beobachtung gibt es zwei mögliche Erklärungen. Entweder traten die üblicherweise unterstellten Effekte seitens der Konjunktur und des Wechselkurses auf die Inflationsrate ein; dann wäre der zugrunde liegende Preisauftrieb im Euroraum deutlich höher als 2 Prozent. Dies würde für sich genommen eine Straffung der Geldpolitik nahe legen, weil die Zinssenkungen in den beiden vergangenen Jahren zu weit gegangen wären. Oder die Effekte sind nicht so bedeutend wie unterstellt. Dann dürfte aus der Euroaufwertung in der jüngsten Zeit nicht abgeleitet werden, die Geldpolitik müsse gelockert werden.

Insgesamt halten wir es für angemessen, dass die EZB zunächst die weitere Entwicklung abwartet. Zwar befindet sie sich in einer schwierigen Situation, weil sie nicht für eine mögliche Abschwächung der Konjunktur verantwortlich gemacht werden möchte. Doch ist auch zu bedenken, dass erstens die Leitzinsen im Euroraum bereits ungewöhnlich niedrig sind und die Konjunktur anregen und dass zweitens eine vorschnelle Zinssenkung auch so interpretiert werden könnte, dass die EZB das Ziel der Preisniveaustabilität weniger ernst nehme.

Für den weiteren Kurs der Geldpolitik ist entscheidend, wie die EZB die Inflationsperspektiven für den Euroraum einschätzen wird. In ihrer ökonomischen Analyse wird eine Rolle spielen, dass die konjunkturelle Erholung, wie von ihr erwartet, begonnen hat. Von daher besteht kein Grund, den expansiven Kurs zu verstärken. An der von der EZB im vergangenen Dezember genannten Prognose, dass die Inflationsrate im Jahr 2004 knapp 2 Prozent betragen wird, dürfte sich in naher Zukunft nichts ändern. Bei alledem ist ferner zu berücksichtigen, dass es nicht ausreicht, allein Veränderungen gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen zu betrachten, um zu prüfen, ob Zinsschritte angebracht sind. Wichtig ist auch das bestehende Niveau der Leitzinsen, das in Relation zu einer Norm beurteilt werden muss. Derzeit sind die kurzfristigen Zinsen nach mehreren Maßstäben sehr niedrig. Auf mittlere Sicht wird der Zins deutlich höher sein müssen, wenn das Ziel der Preisniveaustabilität nicht verletzt werden soll. Unterstellt man, dass der gleichgewichtige Realzins mittelfristig bei 2,5 Prozent liegt, wäre ein Zins von etwas mehr als 4 Prozent als neutral anzusehen. Nach der Taylor-Regel wäre dieses Niveau also dann angemessen, wenn die Inflationsrate der Zielvorgabe entsprechend knapp 2 Prozent beträgt und der Output Gap geschlossen ist.<sup>7</sup> Allerdings wird es noch eine

---

<sup>7</sup> Sollte der gleichgewichtige Realzins inzwischen niedriger geworden sein als unterstellt, etwa weil sich das Potentialwachstum verringert hat, vermindert sich der neutrale Nominalzins entsprechend.

geraume Zeit dauern, bis die Notenbank die Zügel wieder anzieht. Dies dürfte dann der Fall sein, wenn sich die Konjunktur gefestigt hat und die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wieder spürbar zunimmt. Wir rechnen damit, dass die Leitzinsen im Prognosezeitraum konstant bleiben.

## Finanzpolitik: Haushaltslage verbessert sich nur wenig

Die Lage der öffentlichen Haushalte im Euroraum hat sich im vergangenen Jahr weiter verschlechtert. Die Haushaltsfehlbeträge sind in den meisten Mitgliedsländern wie schon in den Vorjahren spürbar höher ausgefallen als in den Stabilitätsprogrammen vorgesehen. Im Jahr 2003 dürfte das zusammengefasste Budget im Euroraum ein Defizit von 2,7 Prozent in Relation zum BIP aufgewiesen haben (Tabelle 2), nach 2,2 Prozent im Jahr zuvor. Maßgeblich für die Zunahme des Budgetdefizits war die erneute Eintrübung der Konjunktur. Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung ist im vergangenen Jahr nach Schätzungen der OECD (2003) um 1,4 Prozentpunkte gesunken. Unter der Annahme einer Elastizität des Budgetsaldos in bezug auf den Output Gap von 0,5 (OECD 1999: 147) ergibt sich eine zyklische Komponente

Tabelle 2:

Indikatoren zur Situation der öffentlichen Haushalte in Euroland 2002–2005 (in Prozent des Bruttoinlandsprodukts)

	Bruttoschulden				Finanzierungssaldo			
	2002	2003 <sup>a</sup>	2004 <sup>b</sup>	2005 <sup>b</sup>	2002	2003 <sup>a</sup>	2004 <sup>b</sup>	2005 <sup>b</sup>
Deutschland	60,8	64,2	65,6	67,3	-3,5	-3,9	-3,8	-3,6
Frankreich	59,0	61,5	62,0	62,5	-3,2	-4,1	-3,8	-3,3
Italien	106,7	105,5	104,0	102,5	-2,3	-2,3	-2,8	-2,5
Spanien	53,8	52,0	50,5	49,0	0,1	0,3	0,5	0,5
Niederlande	52,4	53,5	54,5	54,5	-1,6	-2,3	-2,5	-2,0
Belgien	105,8	102,5	100,0	97,0	0,1	0,3	-0,7	-0,5
Österreich	67,3	68,5	68,5	68,0	-0,2	-1,2	-1,0	-0,8
Finnland	42,7	41,5	40,0	38,5	4,2	2,1	2,0	2,5
Griechenland	104,7	103,0	101,0	99,0	-1,2	-1,7	-2,0	-2,0
Portugal	58,1	60,0	60,5	60,5	-2,7	-2,8	-2,9	-2,5
Irland	32,4	31,0	30,5	30,0	-0,2	-1,5	-1,8	-1,5
Luxemburg	5,7	5,7	5,7	5,5	2,5	0,5	0,0	0,0
<b>Euroland</b>	<b>69,0</b>	<b>70,1</b>	<b>70,1</b>	<b>70,1</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,4</b>

<sup>a</sup>Teilweise geschätzt. – <sup>b</sup>Prognose.

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

der Defizitveränderung von 0,7 Prozent des BIP. Die Zunahme des tatsächlichen Haushaltsfehlbetrags fiel im vergangenen Jahr etwas geringer aus, da die Finanzpolitik im Euroraum insgesamt leicht restriktiv ausgerichtet war. Nach Schätzungen der OECD (2003) sank das strukturelle Budgetdefizit in allen Mitgliedsländern des Euroraums mit Ausnahme Frankreichs, Griechenlands und Österreichs. In Deutschland und Frankreich überschritt das Budgetdefizit in Relation zum BIP wie schon im Jahr zuvor die im Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) genannte Obergrenze von 3 Prozent. Dies zeichnet sich auch für den Prognosezeitraum ab. Das zusammengefasste Budgetdefizit des Euroraums wird im laufenden Jahr in etwa so hoch ausfallen wie 2003; im kommenden Jahr dürfte es angesichts der günstigen Konjunktur und vereinzelter Konsolidierungsbemühungen auf 2,4 Prozent sinken.

### **Stabilitäts- und Wachstumspakt: Budgetausgleich ist entscheidend**

Die Praxis der ersten fünf Jahre seit dem Beginn der dritten Stufe der Währungsunion hat gezeigt, dass sich nicht alle Regierungen im Euroraum den Zielen des SWP verpflichtet fühlen. In Deutschland und Frankreich hat das Budgetdefizit in Relation zum BIP in den Jahren 2002 und 2003 die 3-Prozent-Marke überschritten. Im Anschluss an die Entscheidung des ECOFIN-Rates vom vergangenen November, das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit gegen Deutschland und Frankreich auszusetzen, ist die Debatte um den Stabilitäts- und Wachstumspakt neu entbrannt.<sup>8</sup> Vielfach wird eine Reform des Paktes gefordert, und erste Vorschläge wurden auch bereits unterbreitet. Sie zielen generell darauf ab, bei der Beurteilung von Budgetdefiziten „flexibler“ vorzugehen, also die Marke von 3 Prozent in Relation zum BIP weniger strikt zu interpretieren. Eine solche Diskussion geht jedoch am eigentlichen Punkt vorbei. Der Kern des Paktes und auch der finanzpolitischen Regeln in der Europäischen Union besteht darin, dass die Regierungen einen ausgeglichenen Haushalt bzw. einen Haushaltsüberschuss anstreben sollen.<sup>9</sup> Die Erfüllung dieses Ziels soll gewährleisten, dass die Obergrenze für das Budgetdefizit in einem normalen Konjunkturabschwung nicht überschritten wird.

---

<sup>8</sup> Zu den Auswirkungen vgl. auch Benner et al. (2003).

<sup>9</sup> Diese Formulierung wird im Allgemeinen dahin gehend interpretiert, dass die Mitgliedstaaten einen strukturellen Budgetsaldo größer oder gleich null erreichen sollen.

Das Hauptproblem der Finanzpolitik in Europa liegt nicht darin, dass die Quoten für die Budgetdefizite teilweise mehr als 3 Prozent betragen, sondern dass die strukturellen Defizite immer noch hoch sind. Selbst sieben Jahre nach Verabschiedung des SWP sind die großen Länder dem versprochenen Budgetausgleich nicht näher gekommen, in Deutschland und in Frankreich sind die strukturellen Defizite sogar deutlich größer als vor Beginn der Währungsunion (Tabelle 3). Dies steht im krassen Widerspruch zu den in den Stabilitätsprogrammen der vergangenen Jahre niedergelegten Zielen. In diesen Programmen legen die Mitgliedstaaten ihre Haushaltsplanung für einen Zeitraum von drei bis vier Jahren dar. Beispielsweise hatte die französische Regierung noch Ende 2001 angekündigt, ausgehend von einem Budgetdefizit in Relation zum BIP in Höhe von 1,4 Prozent im Jahr 2001, das Defizit bis 2005 kontinuierlich bis auf null zurückzuführen. Die deutsche Regierung hatte sich das Ziel für das Jahr 2004 gesetzt.

*Tabelle 3:*

Strukturelle Budgetsalden in Euroland 1997–2003

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Deutschland	-1,7	-1,4	-0,9	-1,4	-2,6	-2,6	-2,3
Frankreich	-1,4	-1,6	-1,2	-1,6	-1,7	-3,0	-2,9
Italien	-2,2	-2,7	-1,3	-2,1	-2,9	-2,1	-1,8
Euroland	-1,6	-1,7	-1,0	-1,4	-1,9	-1,9	-1,7

*Quelle:* OECD (2003).

Zweifel an dem Willen zur Haushaltskonsolidierung sind angebracht, wenn man die jüngsten Projektionen der Regierungen betrachtet. Ende vergangenen Jahres wurden zum fünften Mal die Stabilitätsprogramme aktualisiert (Tabelle 4). Die neuen Vorgaben lassen erkennen, dass das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts in einigen großen Ländern inzwischen komplett aufgegeben worden ist. So bleiben in Deutschland und in Frankreich im Jahr 2007 – also zehn Jahre nach der Verabschiedung des SWP – Defizite in Höhe von 1,5 Prozent in Relation zum BIP bestehen. Der Pakt sieht vor, dass die Budgetsalden über einen Konjunkturzyklus hinweg zumindest ausgeglichen sein sollen. Die großen Volkswirtschaften des Euroraums sind jedoch von Budgetüberschüssen weit entfernt. Hinzu kommt, dass gerade diejenigen Länder, die das Defizitziel mehrfach verletzt haben, im vergangenen Jahr durchsetzten, dass die Sanktionsmechanismen des SWP ausgehebelt wurden.

Tabelle 4:

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

	Reales Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>		Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>c</sup>		Bruttoschulden <sup>c</sup>		Ausgaben <sup>c</sup>		Einnahmen <sup>c</sup>	
	2000–2003	2004–2007	2003 <sup>d</sup>	2007	2003 <sup>d</sup>	2007	2003 <sup>d</sup>	2007	2003 <sup>d</sup>	2007
Deutschland	1,0	2,1	-4,0	-1,5	64,0	64,5	49,0	44,5	45,0	43,0
Frankreich	1,9	2,5	-4,0	-1,5	61,4	61,8	54,3	51,8	50,3	50,3
Italien	1,4	2,3	-2,5	0,0	106,0	98,6	48,4	46,2	45,8	44,0
Spanien	2,9	3,0	0,5	0,3	51,8	43,8	39,6	39,7	40,0	40,0
Niederlande	1,0	2,1	-2,3	-0,6	54,0	52,2	47,6	45,2	45,5	44,6
Belgien	1,5	2,3	0,0	0,3	102,3	87,0	49,6	47,9	49,7	48,2
Österreich	1,6	2,3	-1,3	-0,4	66,4	59,9	51,9	48,4	50,6	48,0
Finnland	2,5	2,5	2,3	2,2	45,1	44,6	48,7	48,8	51,0	51,0
Griechenland <sup>e</sup>	4,2	4,0	-1,4	0,0	101,7	90,5	45,2	43,5	43,7	43,5
Portugal	1,1	2,3	-2,9	-1,1	59,5	57,0	47,0	43,5	44,1	42,5
Irland <sup>e</sup>	6,1	3,8	-0,4	-1,1	33,1	33,3	34,6	33,6	34,1	32,5
Luxemburg <sup>e</sup>	3,2	2,9	-0,6	-1,5	4,9	4,4	47,7	46,4	47,1	44,9
Euroland <sup>f</sup>	1,7	2,4	-2,7	-0,8	70,1	67,1	48,8	46,0	46,1	44,9

<sup>a</sup>In einigen Stabilitätsprogrammen werden mehrere Szenarien bezüglich der Wirtschaftsentwicklung betrachtet. In dieser Tabelle ist jeweils das Basis-Szenario berücksichtigt worden. – <sup>b</sup>Durchschnittliche jährliche Veränderungsrate über die vier Jahre in Prozent. Teilweise geschätzt. – <sup>c</sup>In Prozent des BIP. – <sup>d</sup>Werte für 2003 sind den Stabilitätsprogrammen entnommen. – <sup>e</sup>Projektionszeitraum nur bis 2006. – <sup>f</sup>Durchschnitt für die oben genannten Länder.

Quelle: Nationale Stabilitätsprogramme; eigene Berechnungen und Schätzungen.

Bei der Diskussion um den SWP sollte es also nicht um „mehr Flexibilität“ bei der zulässigen Obergrenze für die Budgetdefizite gehen, sondern vielmehr darum, dass das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts ernsthaft verfolgt wird. Eine Reform des SWP, die von diesem Prinzip für die Finanzpolitik Abstand nimmt, würde eine der Grundvoraussetzungen für die Stabilitätspolitik in Europa aufheben. Denn immer wieder haben die Regierungen, beispielsweise in den „Grundzügen der Wirtschaftspolitik“, die Notwendigkeit einer so definierten soliden Finanzpolitik betont. Dies geschah auch mit Blick darauf, dass die EZB bei dem Ziel, Preisniveaustabilität zu wahren, unterstützt werden sollte. Je länger die Konsolidierung der Staatsfinanzen hinausgeschoben wird, desto größer kann der Druck auf die EZB werden, die Zinsen zu senken und durch ein Zulassen einer höheren Inflation für eine reale Entschuldung zu sorgen. Außerdem vergrößert sich die Wahrscheinlichkeit, dass drastische fiskalpolitische Maßnahmen erforderlich werden, um die Lasten, die aus den Sozialversicherungen geleistet werden müssen, zu finanzieren. Nimmt die Staatsverschuldung wie derzeit weiter zu, werden



drastische Abgabenerhöhungen und/oder massive Einschnitte bei den Leistungen notwendig sein. Um genau dies zu verhindern, hatten die Regierungen nach Verabschiedung des SWP beschlossen, die öffentlichen Haushalte möglichst rasch auszugleichen. Bleiben die Budgetdefizite hoch, wird wichtige Zeit vertan, und die Länder schaden sich letztlich selbst. Die Bürger sind sich dieser langfristigen Probleme durchaus bewusst. Sie rechnen mit zusätzlichen Belastungen in der Zukunft. So werden ihre Entscheidungen zu investieren und zu konsumieren beeinträchtigt durch die Tatsache, dass die Ausgaben des Staates nicht ausreichend zurückgeführt werden. Eine Folge der unsoliden Finanzpolitik ist der Rückgang des Potentialwachstums. Die Politik der Regierungen steht somit in krassem Gegensatz zu dem Ziel der Europäischen Union, bis zum Ende des Jahrzehnts zur dynamischsten Region in der Welt zu werden.

### **Wenig veränderter Lohnanstieg**

Die leichte Abflachung des Lohnauftriebs, die tendenziell seit Beginn des Jahres 2002 festzustellen ist, hat sich im Verlauf des vergangenen Jahres fortgesetzt. Dabei machte sich eine negative Lohndrift bemerkbar: Während sich die Zunahme der Tariflöhne bis zum dritten Quartal 2003 nur leicht abschwächte, ging die Zunahme der monatlichen Bruttoverdienste je Beschäftigten merklich stärker – um reichlich einen halben Prozentpunkt auf zuletzt 2,6 Prozent – zurück. Die Anstiegsrate der Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer veränderte sich gleichzeitig jedoch kaum, nicht zuletzt weil in einigen Ländern die Sozialbeiträge erhöht wurden; die Zunahme beträgt seit Mitte 2002 rund 2,5 Prozent.

Für das laufende Jahr zeichnet sich ab, dass sich der Lohnkostenauftrieb in leicht vermindertem Tempo fortsetzen wird (Tabelle 5). Die vorliegenden Lohnabschlüsse sowie die absehbare Entwicklung bei den Lohnnebenkosten lassen insbesondere für die großen Länder eine etwas verlangsamte Zunahme der Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer erwarten; in den Niederlanden dürfte die Abflachung angesichts der inzwischen drastisch gestiegenen Arbeitslosigkeit sogar sehr deutlich sein (Tabelle 6). Für das kommende Jahr ist vor dem Hintergrund der sich abzeichnenden konjunkturellen Erholung ein allmähliches Anziehen der Löhne wahrscheinlich. Ein entsprechendes Signal wurde durch den Abschluss in der Metallindustrie Deutsch-

lands gesetzt, dem erhebliche Bedeutung aufgrund seiner Pilotfunktion für Deutschland insgesamt und wegen der Größe der deutschen Wirtschaft auch für den Euroraum zukommt.

*Tabelle 5:*

Arbeitskosten und Produktivität in Euroland 2001–2005 (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	2001	2002	2003 <sup>a</sup>	2004 <sup>a</sup>	2005 <sup>a</sup>
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,8	2,6	2,6	2,4	2,6
Arbeitsproduktivität <sup>b</sup>	0,2	0,4	0,3	1,2	1,3
Lohnstückkosten	2,5	2,1	2,4	1,2	1,3

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

*Quelle:* EZB (2004); eigene Berechnungen und Prognosen.

*Tabelle 6:*

Lohnanstieg<sup>a</sup> in Euroland 2001–2005 (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	2001	2002	2003 <sup>b</sup>	2004 <sup>c</sup>	2005 <sup>c</sup>
Deutschland	1,8	1,6	1,6	0,8	1,5
Frankreich	2,6	2,8	2,6	2,5	2,7
Italien	3,0	2,4	3,0	2,8	2,8
Spanien	3,8	3,9	4,1	4,0	4,0
Niederlande	5,5	4,9	3,8	1,5	1,2
Portugal	5,5	5,3	2,5	2,5	2,7
Österreich	1,4	2,2	2,4	2,5	2,5
Belgien	3,6	4,3	2,2	2,8	3,0
Griechenland	5,3	8,4	6,5	7,5	5,5
Finnland	4,7	2,3	3,0	3,0	3,2
Irland	9,0	5,2	5,0	4,5	5,0
Luxemburg	3,7	3,1	2,5	2,5	3,0

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

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

Die Lohnabschlüsse können als durchaus beschäftigungsfördernd charakterisiert werden. Für das laufende Jahr ergibt sich eine spürbare Lohnzurückhaltung. Dies gilt sowohl bei einem Konzept, das die Summe der Zunahme der realen Bruttowertschöpfung und des Anstiegs des

BIP-Deflators in Beziehung zum Anstieg der Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer setzt,<sup>10</sup> als auch bei einer konjunkturbereinigten Betrachtung, bei der der Lohnanstieg mit der Summe aus dem trendmäßigen Anstieg der Arbeitsproduktivität und dem Produzentenpreisanstieg (approximiert durch den BIP-Deflator) verglichen wird (Carstensen et al. 2003: 288–289). Auch im kommenden Jahr dürfte es bei der Lohnzurückhaltung bleiben.

Auch sind die Lohnabschlüsse stabilitätskonform. Der Anstieg der Lohnstückkosten dürfte bei 1–1,5 Prozent liegen. Damit unterstützt die Entwicklung der Arbeitskosten das Erreichen des Inflationsziels der EZB. Dies war in den vergangenen Jahren nur bedingt der Fall. Der Anstieg der Lohnstückkosten verharrte im Abschwung hartnäckig oberhalb von 2 Prozent, weil die Löhne auf die Konjunktur nur wenig reagierten und die konjunkturbedingte Verlangsamung des Produktivitätsanstiegs weitgehend auf die Lohnstückkosten durchschlug.<sup>11</sup> So wurden die Unternehmen im Euroraum von Seiten der Lohnkosten in der zurückliegenden konjunkturellen Schwächephase relativ wenig entlastet. Dies dürfte ein wesentlicher Grund dafür sein, dass sich die Rückführung der Inflationsrate in den Bereich, der von der EZB als mit Preisniveaustabilität vereinbar erachtet wird, so zäh gestaltet.

Bei der Beurteilung der Lohnabschlüsse ist zu berücksichtigen, dass sich die Zunahme der Arbeitsproduktivität im Euroraum in den neunziger Jahren in der Tendenz verlangsamt hat (Gern et al. 2000). In den vergangenen drei Jahren stagnierte die Arbeitsproduktivität sogar nahezu. Dies ist zwar nicht zuletzt Reflex der ungünstigen Konjunktur, doch ist der rückläufige Trend beim Produktivitätswachstum offenbar ungebrochen. So ist auch für den Prognosezeitraum eine nur verhaltenen Zunahme der Arbeitsproduktivität je Beschäftigten zu erwarten. Die schleppende Produktivitätsentwicklung deutet darauf hin, dass sich das Potentialwachstum im Euroraum verlangsamt hat. Allerdings wird eingewandt, dass Reformen am Arbeitsmarkt die Beschäftigungsintensität des Wachstums erhöht hätten. Durch Maßnahmen wie die Vereinfachung von Zeitarbeit (besonders markant in Spanien), verstärkte Nutzung der Teilzeitarbeit (Niederlande) oder die Senkung der Arbeitskosten im Niedriglohnbereich (Frank-

---

<sup>10</sup> Für eine Darstellung dieses Konzepts der Lohnzurückhaltung und einer darauf basierenden Analyse der Lohnpolitik in Deutschland vgl. Lehment und Oskamp (2004).

<sup>11</sup> Anders verlief die Entwicklung beispielsweise in den Vereinigten Staaten. Dort hat sich der Lohnauftrieb im Abschwung erheblich stärker verlangsamt. Nachdem die Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer im Jahr 2000, am Höhepunkt des Booms, um 5,4 Prozent zugelegt hatten, nahmen sie in den Jahren 2002 und 2003 nur um jeweils rund 2 Prozent zu. In der Folge gingen die nominalen Lohnstückkosten zeitweise spürbar zurück.

reich, Deutschland) seien die Anreize, Arbeitnehmer einzustellen, erhöht und verstärkt Beschäftigte mit niedriger Produktivität in den Arbeitsmarkt integriert worden.<sup>12</sup> Die schwache Produktivitätsentwicklung sei somit vor allem das Resultat von Reformen, also ein (positives) Zeichen der Flexibilisierung der europäischen Wirtschaft, und sei nicht als ein (negatives) Anzeichen verkrusteter Strukturen zu werten, das zu verstärkten Reformanstrengungen mahnt (Bartsch 2004). Tatsächlich findet die Europäische Kommission (2003b), dass die Arbeitsmarktreformen einen negativen Einfluss auf die Produktivitätsentwicklung im Euroraum hatten.<sup>13</sup> Ihre Verlangsamung kann aber durch diesen Faktor nur zu einem Viertel erklärt werden. Bedeutsamer waren der Rückgang des Beitrags der Investitionen (Capital Deepening) und eine Abnahme des Anstiegs der totalen Faktorproduktivität.

### **Ausblick: Produktionsanstieg bleibt mäßig**

Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass sich die Konjunktur im Euroraum in der ersten Jahreshälfte 2004 belebt. Die von der Europäischen Kommission zusammengestellten Stimmungskennzeichen waren in den vergangenen Monaten spürbar aufwärts gerichtet. Das Vertrauen in der Industrie und im Dienstleistungssektor hat deutlich zugenommen. Insbesondere haben sich die Exporterwartungen im verarbeitenden Gewerbe stark verbessert, und dies, obwohl der Euro in den vergangenen zwölf Monaten kräftig aufgewertet hat. Gegenüber dem US-Dollar hat er in diesem Zeitraum um knapp 19 Prozent an Wert gewonnen, real effektiv hat er um reichlich 9 Prozent aufgewertet. Dass sich die Exporterwartungen dennoch zuletzt stark verbessert haben, deutet darauf hin, dass im Unternehmenssektor eine sehr dynamische Weltkonjunktur erwartet wird. Ebenfalls aufgehellert hat sich in den vergangenen Monaten das Verbrauchervertrauen. Schließlich signalisieren auch der Einkaufsmanagerindex und der von EUROFRAME berechnete Konjunkturindikator eine Belebung der Konjunktur, auch wenn sich beide Indikatoren zuletzt etwas eingetrübt haben.

---

<sup>12</sup> Insbesondere in Italien spielte offenbar auch die Überführung von Beschäftigung vom informellen in den formellen Sektor eine Rolle.

<sup>13</sup> Damit zeigt sich der inhärente Widerspruch der in der Agenda von Lissabon niedergelegten Ziele, einerseits die Erwerbsquote in der EU von 62 Prozent im Jahr 2002 auf 70 Prozent im Jahr 2010 zu erhöhen und andererseits die Arbeitsproduktivität auf das US-Niveau zu bringen. Derzeit beträgt sie 92 Prozent des US-Wertes (Gros 2004).

Das reale BIP im Euroraum wird im Durchschnitt dieses Jahres um 1,7 Prozent zunehmen (Tabelle 7), im Jahresverlauf aber etwas schneller expandieren als im mittelfristigen Trend. Die Ausfuhren dürften in diesem Jahr zügig steigen, wenngleich sich das hohe Fahrttempo der Weltkonjunktur nicht in vollem Ausmaß in der Nachfrage aus dem Ausland niederschlägt, weil der Euro bremst. Die Binnennachfrage dürfte sich im Jahresverlauf spürbar beleben. Die Unternehmensinvestitionen werden angeregt durch niedrige Zinsen an Schwung gewinnen. Die privaten Haushalte dürften ihre Konsumausgaben angesichts einer allmählichen Aufhellung der Beschäftigungsperspektiven etwas beschleunigt ausweiten. Die Lage am Arbeitsmarkt wird sich ab dem Frühjahr allmählich bessern. Im Durchschnitt dieses Jahres dürfte die Arbeitslosenquote 8,7 Prozent betragen, nach 8,8 Prozent im Vorjahr (Tabelle 8).

Tabelle 7:

Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Euroland 2003, 2004 und 2005

	2003				2004				2005			
	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.	1.Q. <sup>a</sup>	2.Q. <sup>a</sup>	3.Q. <sup>a</sup>	4.Q. <sup>a</sup>	1.Q. <sup>a</sup>	2.Q. <sup>a</sup>	3.Q. <sup>a</sup>	4.Q. <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	-0,1	-0,4	1,6	1,2	2,2	1,9	2,1	2,3	2,0	2,0	1,9	1,9
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	1,5	0,5	-0,9	4,1	1,6	2,6	2,3	2,6	2,1	2,2	2,0	1,9
Privater Verbrauch <sup>b</sup>	1,7	0,0	0,8	0,3	2,4	2,3	2,2	2,3	1,8	1,8	1,8	1,7
Staatsverbrauch <sup>b</sup>	2,0	2,2	2,5	2,4	0,0	1,4	1,4	1,3	0,7	1,5	1,3	1,6
Anlageinvestitionen <sup>b</sup>	-3,6	-1,5	-0,7	2,6	3,3	3,6	3,8	4,0	3,2	3,2	2,8	2,7
Vorratsveränderungen <sup>c</sup>	0,9	0,3	-1,7	2,7	-0,4	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1
Außenbeitrag <sup>c</sup>	-1,5	-0,8	2,5	-2,6	0,6	-0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Exporte <sup>b,d</sup>	-6,0	-3,6	9,7	0,9	4,8	2,7	3,0	4,4	4,5	4,0	4,6	4,3
Importe <sup>b,d</sup>	-2,4	-1,5	3,1	8,7	3,4	4,6	3,6	5,4	5,0	4,6	4,9	4,4
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	8,7	8,8	8,8	8,8	8,7	8,7	8,6	8,6	8,5	8,4	8,3	8,2
Konsumentenpreise (HVPI) <sup>f</sup>	2,3	1,9	2,0	2,0	1,7	1,9	1,8	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0
Geldmenge M3 <sup>b</sup>	8,1	9,2	6,4	4,0	4,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Zinssatz für Dreimonatsgeld	2,9	2,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3
Zinssatz für Staatsanleihen (10 Jahre)	4,2	4,0	4,2	4,4	4,5	4,6	4,7	4,7	4,8	4,9	4,9	4,9
Wechselkurs gegenüber dem Dollar <sup>g</sup>	1,07	1,14	1,12	1,19	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Realer effektiver Wechselkurs <sup>h</sup>	99,1	102,9	101,9	104,2	107,0	107,0	107,0	107,0	107,0	107,0	107,0	107,0

<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 (2004); EZB (2004); OECD (2003); eigene Berechnungen und Prognosen.

Tabelle 8:

## Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Euroland 2002–2005

	Gewicht in Pro- zent <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>				Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>				Arbeitslosenquote <sup>d</sup>			
		2002	2003 <sup>e</sup>	2004 <sup>f</sup>	2005 <sup>f</sup>	2002	2003	2004 <sup>f</sup>	2005 <sup>f</sup>	2002	2003 <sup>e</sup>	2004 <sup>f</sup>	2005 <sup>f</sup>
Deutschland	29,8	0,2	-0,1	1,6	1,2	1,3	1,1	1,3	1,2	8,6	9,3	9,1	9,0
Frankreich	21,5	1,2	0,2	1,5	2,0	1,9	2,2	1,6	1,7	8,8	9,4	9,4	9,1
Italien	17,8	0,4	0,4	1,0	1,6	2,6	2,8	1,9	2,2	9,0	8,7	8,4	8,1
Spanien	9,8	2,0	2,4	2,8	3,3	3,5	3,2	2,5	3,0	11,3	11,3	11,0	10,2
Niederlande	6,3	0,2	-0,8	0,8	1,7	3,9	2,2	1,2	1,3	2,7	3,8	4,4	4,4
Belgien	3,7	0,7	1,1	2,2	2,8	1,5	1,5	1,4	1,8	7,3	8,1	8,3	8,0
Österreich	3,1	1,3	0,8	2,0	2,7	1,7	1,4	1,5	1,8	4,3	4,4	4,5	4,4
Finnland	2,0	2,3	1,9	2,5	3,5	2,0	1,3	1,5	2,0	9,1	9,0	8,9	8,5
Griechenland	2,0	3,8	4,7	5,2	4,0	3,9	3,4	3,7	4,0	9,9	9,2	8,5	8,1
Portugal	1,8	0,4	-1,1	0,7	1,7	3,7	3,3	2,0	2,4	5,1	6,4	7,0	6,9
Irland	1,8	6,9	1,0	3,0	4,0	4,7	4,0	2,1	2,8	4,4	4,6	4,6	4,4
Luxemburg	0,3	1,3	1,2	2,0	3,0	2,0	2,6	2,3	2,3	2,8	3,7	3,8	3,5
Euroland	100,0	0,9	0,4	1,7	2,0	2,2	2,1	1,8	1,9	8,4 <sup>g</sup>	8,8 <sup>g</sup>	8,7 <sup>g</sup>	8,4 <sup>g</sup>

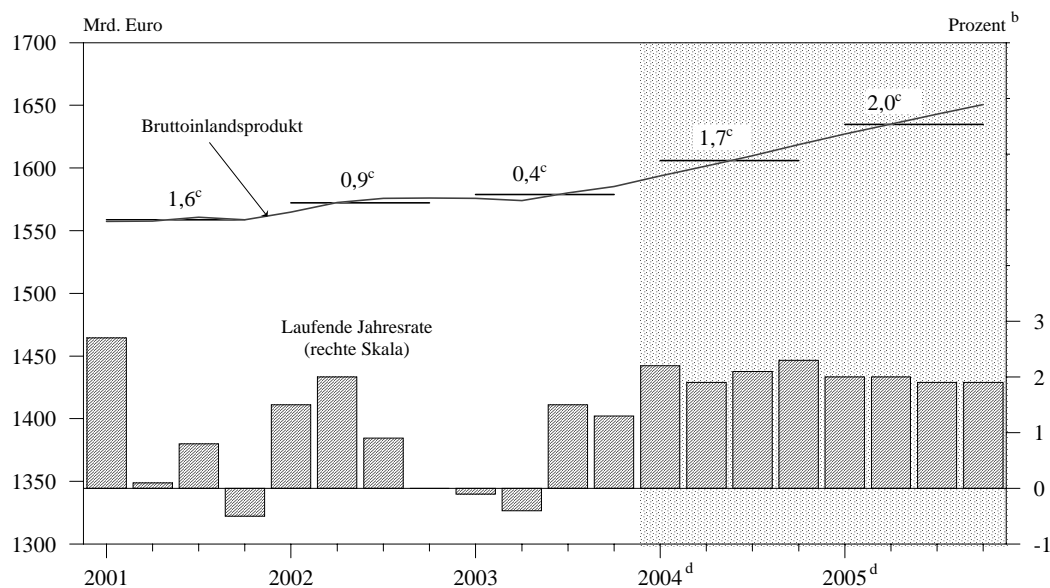
<sup>a</sup>Auf der Grundlage des BIP zu Preisen und Wechselkursen von 2002. – <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). – <sup>c</sup>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). – <sup>d</sup>In Prozent der Erwerbspersonen, harmonisiert nach dem ILO-Konzept. – <sup>e</sup>Teilweise geschätzt.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

Quelle: EZB (2004); OECD (2003); eigene Berechnungen und Prognosen.

Im Laufe des kommenden Jahres wird sich das konjunkturelle Fahrttempo leicht verringern (Abbildung 4). Die gesamtwirtschaftliche Produktion dürfte in der Grundtendenz etwas rascher zunehmen als das Produktionspotential. Die etwas langsamere Gangart ist darauf zurückzuführen, dass die Expansion der Weltwirtschaft im kommenden Jahr an Schwung verlieren wird (Benner et al. 2004). Vor diesem Hintergrund dürften die Unternehmensinvestitionen etwas verlangsamt steigen. Die Lage am Arbeitsmarkt wird sich weiter aufhellen, und die privaten Haushalte werden ihre Konsumausgaben recht zügig ausweiten. Alles in allem dürfte das reale BIP im Durchschnitt des kommenden Jahres um 2,0 Prozent zunehmen (Abbildung 5).

Der Preisauftrieb dürfte im Prognosezeitraum moderat bleiben. Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wird im Zuge der Erholung zwar zunehmen, sie wird aber am Ende des Prognosezeitraums noch nicht ihr Normalniveau erreicht haben. Damit bleiben die Preiserhö-

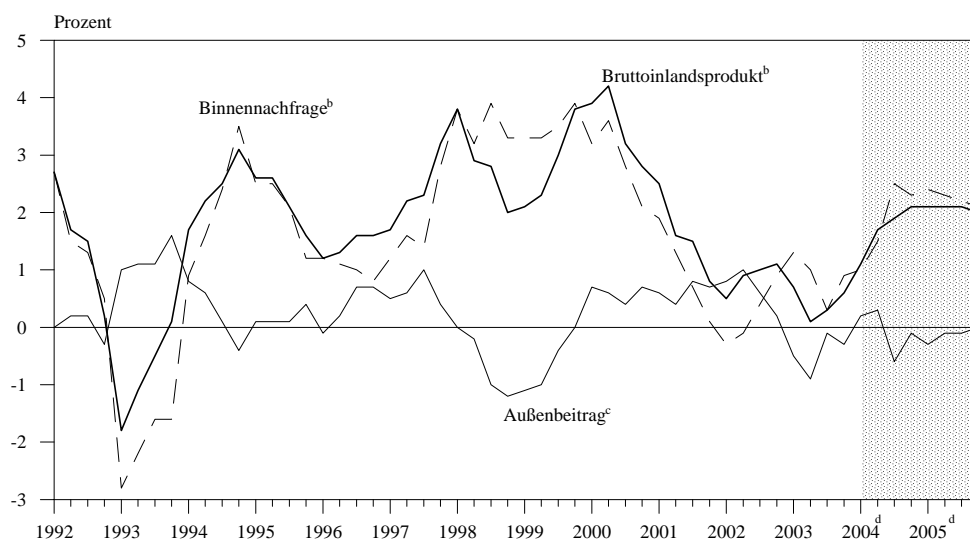
Abbildung 4:

Reales Bruttoinlandsprodukt<sup>a</sup> in Euroland 2001–2005

<sup>a</sup>Saisonbereinigt. – <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. – <sup>c</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. – <sup>d</sup>Ab 2004 I: Prognose.

Quelle: Eurostat (2004); eigene Prognose.

Abbildung 5:

Bruttoinlandsprodukt, Binnennachfrage und Außenbeitrag in Euroland<sup>a</sup> 1992–2005

<sup>a</sup>In konstanten Preisen. – <sup>b</sup>Veränderungsrate gegenüber Vorjahr. – <sup>c</sup>Veränderung des Außenbeitrags gegenüber Vorjahr in Relation zum BIP des Vorjahresquartals. – <sup>d</sup>Ab 2004 I: Prognose.

Quelle: Eurostat (2004); eigene Prognose.

hungsspielräume der Unternehmen gering. Tendenziell dämpfend wirken außerdem der verlangsamte Anstieg der Lohnstückkosten und die Aufwertung des Euro. 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 Zielwert der Europäischen Zentralbank entsprechen. Für den Durchschnitt der Jahre 2004 und 2005 rechnen wir mit einem Anstieg des HVPI um 1,8 bzw. 1,9 Prozent.

### **Exkurs: Konjunkturelle Wirkungen einer Aufwertung des Euro**

Der Außenwert des Euro hat sich seit Beginn der jüngsten Aufwertungsphase Anfang 2002 real effektiv um fast 22 Prozent erhöht, gegenüber dem US-Dollar fiel die Aufwertung noch stärker aus. Vor diesem Hintergrund wird befürchtet, dass die Entwicklung an den Devisenmärkten den Aufschwung in Euroland wenn nicht ganz verhindern, so doch erheblich dämpfen könnte. Deshalb wird der Frage nachgegangen, wie stark die retardierenden Wirkungen einer Aufwertung des Euro auf die Konjunktur im Euroraum sind.

Jüngere Studien internationaler Organisationen mit makroökonomischen Modellen liefern hierzu nur eingeschränkt verwertbare Ergebnisse, da sie zumeist auf die Wirkungen eines veränderten Wechselkurses des US-Dollar fokussieren, wobei in der Regel von einer effektiven Veränderung des Dollar ausgegangen wird. So kommt die OECD (2003) im Rahmen einer Untersuchung auf der Basis ihres Weltmodells zu dem Ergebnis, dass eine effektive Abwertung des Dollar um 10 Prozent im ersten Jahr zu einem um 0,2 Prozentpunkte geringeren Output Gap im Euroraum führt. Simulationsrechnungen der Forschungsinstitute (Arbeitsgemeinschaft 2002) mit dem ökonomischen Mehrländermodell von Oxford Economic Forecasting ergaben, dass eine zehnpromtente Abwertung des Dollar gegenüber dem Euro die Zunahme des realen BIP im Euroraum im ersten und zweiten Jahr jeweils um 0,1 Prozentpunkte verringert. Allerdings war dabei bereits eine – mit Zinssenkungen gegenüber der Basislösung um 0,9 Prozentpunkte im ersten und 1,2 Prozentpunkte im zweiten Jahr sehr deutliche – Reaktion der Geldpolitik eingerechnet, die Zinsen waren gegenüber der Basislösung um 0,9 Prozentpunkte im ersten und 1,2 Prozentpunkte im zweiten Jahr niedriger. Ohne eine geldpolitische Reaktion wäre der Effekt größer zu veranschlagen.



## Modellansatz

Hier sollen die Wirkungen einer Aufwertung des Euro mit einem kleinen makroökonomischen Modell für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Euroraum analysiert werden.<sup>14</sup> Das Modell lässt sich als „IS-Gleichung“ eines größeren makroökonomischen Modells für den Euroraum interpretieren. Es ist in Anlehnung an die Verwendungsseite der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) spezifiziert, mit separaten Verhaltensfunktionen für die inländische Verwendung, für die Exporte und für die Importe, die als System simultaner dynamischer Gleichungen gemeinsam analysiert werden.<sup>15</sup> Bei den einzelnen Gleichungen des Modells handelt es sich um Standardspezifikationen.<sup>16</sup> Eine Besonderheit des Modells besteht darin, dass der Euroraum unterteilt wird in Deutschland und den übrigen Euroraum. Auf diese Weise ist es möglich, neben Ergebnissen für den Euroraum auch Resultate für Deutschland zu generieren. Jede Region wird getrennt durch vier stochastische Gleichungen (Exporte, Importe, Binnennachfrage und Industrieproduktion) beschrieben. Über Identitäten werden die Ergebnisse für die beiden Teilregionen zum Resultat für den Euroraum als Ganzes aggregiert. Indikatoren zur preislichen Wettbewerbsfähigkeit und zur Industrieproduktion der Handelspartner für den übrigen Euroraum wurden auf der Basis von Außenhandelsgewichten der Länder des übrigen Euroraums (Buldorini et al. 2002) erstellt.

Das Modell berücksichtigt neben den Primärwirkungen einer Aufwertung des Euro auf den Außenhandel eine Reihe von bedeutenden Neben- und Rückkoppelungseffekten. Insbesondere wird erfasst, dass die Außenhandelsdaten der VGR für das Euro-Währungsgebiet den Handel zwischen den Mitgliedsländern des Währungsgebiets einschließen, der Export also auch von der Entwicklung des BIP im Euro-Währungsgebiet geprägt wird. Eine aufwertungsbedingte Abnahme der Exporte in Länder außerhalb des Euroraums zieht somit über die Dämpfung des BIP im Euroraum einen weiteren Rückgang der Exporte, diesmal in die Länder des Euroraums, nach sich. Berücksichtigt wird im Modell auch, dass die Entwicklung der Importe stark durch die der Exporte geprägt ist, ein wechselkursbedingter Rückgang der Exporte daher

---

<sup>14</sup> Zu einer detaillierten Darstellung des Modells vgl. Meier (2004).

<sup>15</sup> Vgl. Rae and Turner (2001) zu einer ähnlichen Spezifikation.

<sup>16</sup> Für die Parameterschätzung wurden sie unter Berücksichtigung von Kointegrationsbeziehungen in Fehlerkorrekturform formuliert, wobei insbesondere auf die korrekte dynamische Spezifikation sowie auf Strukturkonstanz geachtet wurde.

stets auch direkt eine Abnahme der Importe auslöst, die für sich genommen das BIP erhöht. Zudem werden die Importe von der inländischen Nachfrage beeinflusst.

Erfasst wird im Modell schließlich auch, dass eine reale Aufwertung als positiver Angebotschock aufgefasst werden kann, ähnlich einer Beschleunigung des Produktivitätswachstums oder eines Rohölpreisrückgangs: Entweder muss nun für dieselbe Importmenge weniger exportiert werden oder es kann für dieselbe Exportmenge mehr importiert werden (Kohli 2004).<sup>17</sup> Um diesen Terms-of-Trade-Effekt zu berücksichtigen, wird – in Abweichung von Standardspezifikationen – neben dem laufenden BIP der Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit als Argument in die stochastischen Gleichungen für die inländische Verwendung aufgenommen.<sup>18</sup>

Nicht berücksichtigt werden in der Modelluntersuchung Reaktionen der Geldpolitik; die abgeleiteten Effekte der Aufwertung gelten für ein unverändertes Zinsniveau. Ebenfalls nicht erfasst sind die Effekte der Aufwertung auf die Inflation und auf die Lohnentwicklung. Da der wesentliche Kanal, über den letztere Größen auf die gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zurückwirken, über die Geldpolitik verläuft, diese hier aber exogen bleiben soll, wurde auf die Modellierung des Preis-Lohn-Gefüges verzichtet.<sup>19</sup>

---

<sup>17</sup> Anders als bei einem Produktivitätsschub wird der positive Realeinkommenseffekt einer Aufwertung oder eines Ölpreisrückgangs durch das reale Bruttoinlandsprodukt nicht erfasst; tatsächlich fällt das reale Bruttoinlandsprodukt *ceteris paribus* sogar bei einem Rückgang der Importpreise, da Letztere mit negativem Vorzeichen in den Deflator des Bruttoinlandsprodukts eingehen. Kohli (2004) zeigt, dass Veränderungen der Terms of Trade, die annähernd mit Veränderungen des realen Wechselkurses gleichzusetzen sind, einen wesentlichen Teil der Veränderung des Realeinkommens einer Reihe von Industrieländern war. Vgl. Fox et al. (2002) zu einer Zeitreihenstudie der Terms-of-Trade-Effekte auf ein einzelnes Land.

<sup>18</sup> Der Koeffizient des Indikators der preislichen Wettbewerbsfähigkeit erwies sich sowohl für Deutschland als auch für den übrigen Euroraum als hochsignifikant größer als null. Die Berücksichtigung der Variablen ging mit einer deutlichen Verbesserung der Anpassungsgüte und der Stabilität der jeweiligen Gleichung einher. Die langfristige Elastizität der inländischen Verwendung bezüglich des (Kohli 2004) Indikators der preislichen Wettbewerbsfähigkeit wird für Deutschland auf 0,2 und für den übrigen Euroraum auf 0,13 geschätzt (Meier 2004).

<sup>19</sup> Damit sind freilich auch Rückkopplungseffekte auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit ausgeschlossen. Angesichts der trägen Reaktion der Preise dürften diese aber für den hier im Vordergrund stehenden Zeitraum von drei Jahren von nachrangiger Bedeutung sein.

## Ergebnisse der Simulationsrechnungen

Die Wirkung einer zehnpromzentigen realen effektiven Aufwertung des Euro fasst Abbildung 6 zusammen. Unterstellt ist in jedem Fall, dass der reale Wechselkurs sofort sein neues Niveau erreicht und über den gesamten Analysezeitraum auf diesem verharrt. Noch im Quartal der Aufwertung kommt es sowohl in Deutschland als auch im übrigen Euroraum zu einem Rückgang der Exporte, der sich im weiteren Verlauf des Analysezeitraums fortsetzt, wenngleich mit abnehmendem Tempo. Im Durchschnitt des ersten Jahres bleiben die deutschen Exporte um 3,5 Prozentpunkte hinter der Basislösung zurück (Tabelle 9), für die Exporte des übrigen Euroraums ergibt sich ein Wert von 2,3 Prozentpunkten; die Exporte des gesamten Euroraums werden im ersten Jahr um 2,6 Prozentpunkte gedämpft. Im zweiten Jahr fällt der Effekt geringer aus und liegt für den gesamten Euroraum bei  $-0,8$  Prozentpunkten. Selbst im dritten Jahr ist noch ein geringer, signifikant von null verschiedener Effekt in Höhe von  $-0,5$  Prozentpunkten für den Euroraum zu beobachten. Die deutschen Exporte sinken langfristig um 5 Prozent. Dieses Ergebnis entspricht unseren bisherigen Analysen (Benner et al. 2002), wenn man berücksichtigt, dass sich Veränderungen des realen effektiven Wechselkurses des Euro mit einem Faktor von 0,5 in Veränderungen des deutschen Indikators der preislichen Wettbewerbsfähigkeit niederschlagen.<sup>20</sup> Die Entwicklung der Importe verläuft sehr ähnlich, nur mit etwas schwächerer Ausprägung. Der Multiplikator ist allerdings mit deutlich höherer Schätzunsicherheit behaftet. Jahresdurchschnittlich verringert die Aufwertung des Euro die Zunahme der deutschen Einfuhr im ersten Jahr um 2,8 Prozentpunkte, die des übrigen Euroraums um 1,2 Prozentpunkte. Die Reaktion der Einfuhr kompensiert damit die retardierenden Wirkungen des Exportrückgangs zu einem wesentlichen Teil, allerdings nicht ganz.

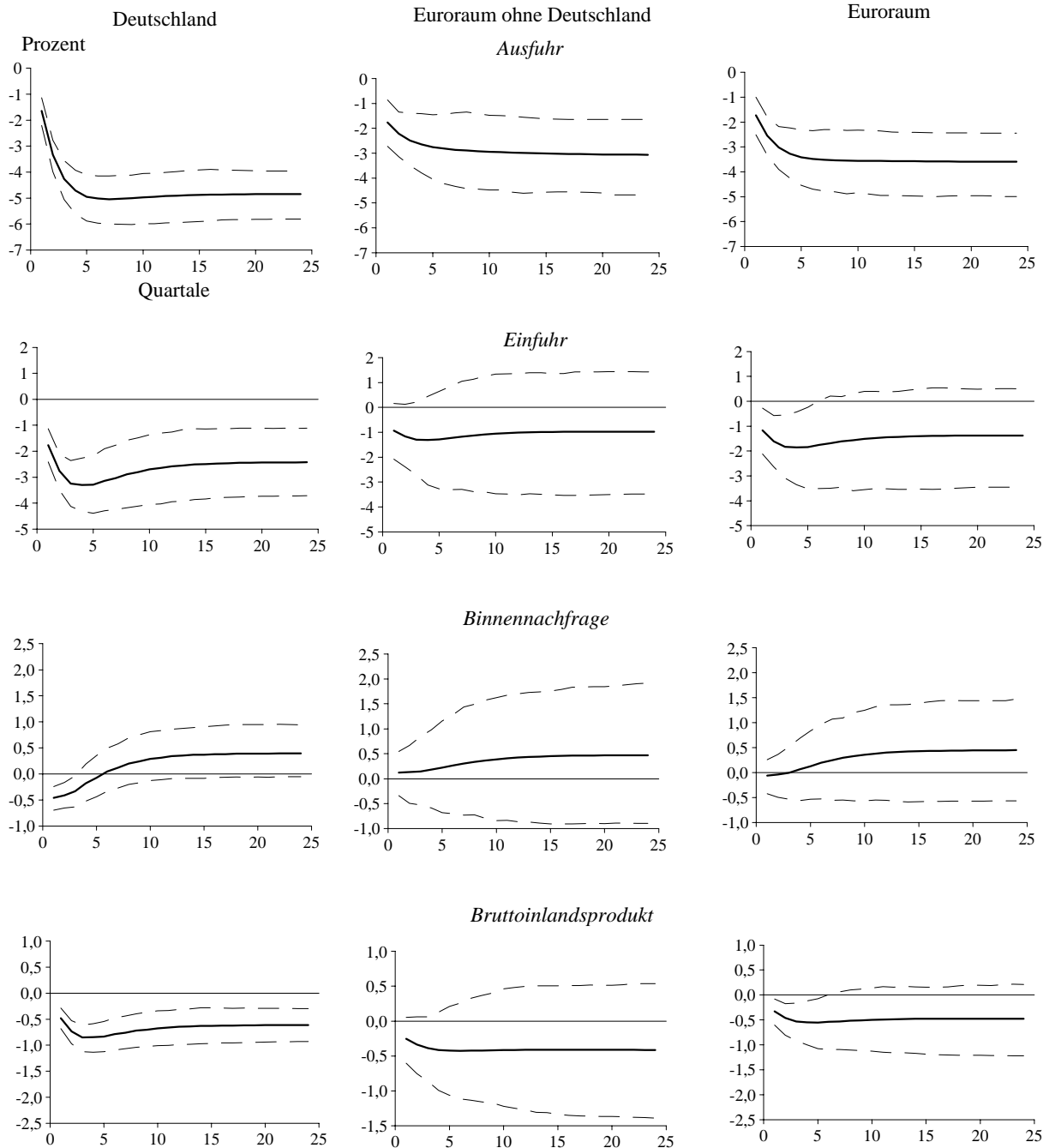
Bei der inländischen Verwendung überwiegt in Deutschland zunächst der dämpfende Effekt über das niedrigere Einkommen. Nach etwa sechs Quartalen beginnt dann aber der positive Terms-of-Trade-Effekt zu dominieren, doch lässt sich angesichts der mangelnden Präzision der Schätzung bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 5 Prozent nicht ausschließen, dass die inländische Verwendung langfristig völlig unberührt von der Wechselkursänderung bleibt. Für

---

<sup>20</sup> Im vorliegenden Modell werden die Exporte zusätzlich noch durch die geringere wirtschaftliche Aktivität im übrigen Euroraum gedämpft. Dafür wird langfristige Elastizität der deutschen Exporte in Bezug auf den Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit hier mit 0,9 etwas niedriger geschätzt als mit 1,1 bei Benner et al. (2002).

Abbildung 6:

Wirkungen einer zehnpromtigen realen effektiven Aufwertung des Euro auf gesamtwirtschaftliche Aggregate in Deutschland und im übrigen Euroraum<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Abweichung von der Basislösung in Prozent. Wechselkursveränderung in Periode 1. Gestrichelte Linien geben das 95-Prozent-Vertrauensintervall des jeweiligen Multiplikators an. Die Vertrauensintervalle wurden mittels stochastischer Simulation ( nichtparametrischer Bootstrap) mit 1 000 Wiederholungen geschätzt.

Tabelle 9:

Wirkungen einer zehnprozentigen realen effektiven Aufwertung des Euro auf gesamtwirtschaftliche Aggregate in Deutschland und im übrigen Euroraum<sup>a</sup>

	Export	Import	Binnennachfrage	Bruttoinlandsprodukt
<i>Deutschland</i>				
1. Jahr	-3,5 (-4,2; -2,8)	-2,8 (-3,6; -2,0)	-0,3 (-0,6; -0,1)	-0,8 (-1,0; -0,5)
2. Jahr	-1,5 (-1,7; -1,3)	-0,3 (0,7; 0,1)	0,4 (0,3; 0,6)	-0,0 (-0,1; 0,0)
3. Jahr	-0,7 (-0,9; -0,5)	0,2 (-0,1; 0,5)	0,4 (0,3; 0,5)	0,1 (0,0; 0,0)
<i>Euroraum ohne Deutschland</i>				
1. Jahr	-2,3 (-3,3; -1,3)	-1,2 (-2,6; 0,2)	0,1 (-0,5; 0,8)	-0,4 (-0,8; 0,1)
2. Jahr	-0,6 (-1,0; -0,2)	0,0 (-0,7; 0,7)	0,1 (-0,2; 0,6)	-0,1 (-0,3; 0,2)
3. Jahr	-0,3 (-0,7; 0,0)	0,2 (-0,5; 0,7)	0,1 (-0,2; 0,5)	-0,0 (-0,2; 0,2)
<i>Euroraum insgesamt</i>				
1. Jahr	-2,6 (-3,5; -1,8)	-1,6 (-2,8; -0,5)	0,0 (-0,5; 0,5)	-0,5 (-0,8; -0,1)
2. Jahr	-0,8 (-1,2; -0,5)	-0,1 (-0,7; 0,5)	0,2 (0,0; 0,5)	-0,1 (-0,3; 0,2)
3. Jahr	-0,5 (-0,8; -0,2)	0,1 (-0,4; 0,6)	-0,2 (0,0; 0,5)	0,0 (-0,2; 0,2)

<sup>a</sup>Effekt auf die Veränderungsrate gegenüber dem Durchschnitt des Vorjahres. Werte in Klammern geben die untere bzw. obere Grenze des 95-Prozent-Vertrauensintervalls an. Die Vertrauensintervalle wurden mittels stochastischer Simulation (nichtparametrischer Bootstrap) mit 1 000 Wiederholungen geschätzt.

den Euroraum ohne Deutschland zeigt sich zwar sofort eine anregende Wirkung auf die Binnennachfrage, doch ist diese zu keinem Zeitpunkt signifikant von null verschieden. Das reale BIP wird durch die Aufwertung des Euro nahezu ausschließlich im ersten Jahr der Aufwertung berührt. In Deutschland bleibt es um knapp 0,8 Prozentpunkte hinter der Basislösung zurück, im übrigen Euroraum, aufgrund der geringeren Bremseffekte auf den Export, um 0,4 Prozentpunkte; der Euroraum als Ganzes büßt 0,5 Prozentpunkte ein. In den Folgejahren sind die Effekte nicht signifikant von null verschieden.

Die hier geschätzten dynamischen Multiplikatoren entsprechen in etwa den von der OECD (2003) ermittelten. Um die vorliegende Untersuchung mit der von der OECD, die auf die Effekte einer zehnprozentigen effektiven Abwertung des US-Dollar abstellt, annäherungsweise vergleichen zu können, zeigt Tabelle 10, wie sich eine zehnprozentige Aufwertung des Euro allein gegenüber dem US-Dollar in dem von uns verwendeten Modell auswirkt. Demnach bleibt der Anstieg des realen BIP infolge der Aufwertung gegenüber dem Dollar im ersten Jahr um 0,2 Prozentpunkte hinter der Basislösung zurück. In den Folgejahren ist kein

Effekt auf die Zuwachsrates mehr erkennbar. Die OECD kommt zu dem Schluss, dass der Output Gap im Euroraum im ersten und zweiten Jahr des Untersuchungszeitraums um 0,2 Prozentpunkte geringer ist als in der Basislösung, im dritten um 0,3 Prozentpunkte. Bis auf die leichte weitere Öffnung des Output Gaps bei der OECD-Untersuchung im dritten Jahr stimmen diese Ergebnisse mit den Resultaten der vorliegenden Simulationsrechnung überein. Sie liegen auch im Bereich dessen, was wir bisher bei unseren Prognosen für Deutschland und den Euroraum unterstellt haben.

*Tabelle 10:*

Wirkungen einer zehnprozentigen realen Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar auf gesamtwirtschaftliche Aggregate in Deutschland und im übrigen Euroraum<sup>a</sup>

	Export	Import	Binnennachfrage	Bruttoinlandsprodukt
1. Jahr	-0,9 (-1,3; -0,5)	-0,6 (-1,0; 0,0)	0,0 (-0,2; 0,2)	-0,2 (-0,3; -0,0)
2. Jahr	-0,3 (-0,4; -0,2)	-0,0 (-0,3; 0,1)	0,1 (0,0; 0,2)	0,0 (-0,1; 0,0)

<sup>a</sup>Effekt auf die Veränderungsrates gegenüber dem Durchschnitt des Vorjahres. Werte in Klammern geben die untere bzw. obere Grenze des 95-Prozent-Vertrauensintervalls an. Die Vertrauensintervalle wurden mittels stochastischer Simulation (nichtparametrischer Bootstrap) mit 1 000 Wiederholungen geschätzt.

## Literaturverzeichnis

- Arbeitsgemeinschaft (Arbeitsgemeinschaft wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute, Hamburg) (2002). *Zur Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr/Herbst 2002*. Berlin.
- Bartsch, E. (2004). Inflation: Why So Sticky? Abgerufen am 4. März 2004 via Internet <<http://www.morganstanly.com/GEFdata/digests/20040128-wed.html>>.
- Benner, J., D. Borbély, A. Boss, A. Kuhn, C.-P. Meier, J. Scheide und R. Schmidt (2002). Deutschland: Aufschwung lässt auf sich warten. *Die Weltwirtschaft* (3): 228–254.
- Benner, J., K.-J. Gern, C. Kamps, A. Kuhn, B. Sander und J. Scheide (2003). Industrieländer: Aufschwung setzt sich fort. *Die Weltwirtschaft* (4): 323–349.
- Benner, J., K.-J. Gern, C. Kamps, A. Kuhn, B. Sander und J. Scheide (2004). Weltwirtschaft im Aufschwung. *Die Weltwirtschaft* (in diesem Heft).
- Boss, A., A. Kuhn, C.-P. Meier, F. Oskamp, B. Sander, J. Scheide und R. Schmidt (2004). Deutsche Konjunktur: Gedämpfte Erholung. *Die Weltwirtschaft* (in diesem Heft).
- Buldorini, L., S. Makrydakis und C. Thimann (2002). The Effective Exchange Rates of the Euro. ECB Occasional Paper 2. European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Carstensen, K., K.-J. Gern, C. Kamps und J. Scheide (2003). Euroland: Stagnation wird allmählich überwunden. *Die Weltwirtschaft* (3): 265–298.
- EUROFRAME (2004). Eurogrowth Indicator. März. Abgerufen am 5. März 2004 via Internet <<http://www.euro-frame.org/indicator/index.htm>>.
- Europäische Kommission (2003a). *European Economy – Economic Forecasts Autumn 2003*. Brüssel.
- Europäische Kommission (2003b). Drivers of Productivity Growth. *European Economy 2003 Review*: 63–120.
- Eurostat (2003). *Pressemitteilung* 106/2003 vom 15. September. Luxemburg.
- Eurostat (2004). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2004). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (lfd. Jgg.). *Monatsbericht*. Frankfurt am Main.
- Fatum, R. (2002). On the Effectiveness of Sterilized Foreign Exchange Intervention. *Canadian Journal of Economics* 35 (3): 556–567.
- Fox, K.J., U. Kohli und R.S. Warren (2002). Accounting for Growth and Output Gaps: Evidence from New Zealand. *Economic Record* 78 (September): 312–326.
- Gern, K.-J., C. Kamps, C.-P. Meier und J. Scheide (2000). Euroland: Konjunktur überschreitet Höhepunkt – wenig Anzeichen für eine New Economy. *Die Weltwirtschaft* (3): 289–316.
- Gern, K.-J., C. Kamps, C.-P. Meier, F. Oskamp und J. Scheide (2003). Euroland: Erholung gewinnt allmählich an Fahrt. *Die Weltwirtschaft* (1): 57–94.
- Gros, D. (2004). Why Growth Is So Slow in Europe. *Confindustria. Economic Outlook* (January): 134–143.
- Kohli, U. (2004). Real GDP, Real Domestic Income, and Terms-of-Trade Changes. *Journal of International Economics* 62 (1): 83–106.
- Lehment, H., und F. Oskamp (2004). Gesamtwirtschaftliche Bedingungen für einen Anstieg des Arbeitsvolumens in Deutschland. *Die Weltwirtschaft* (in diesem Heft).

- Meier, C.-P. (2004). Constructing a Small Macroeconometric Model for Germany and the Euro Area for Policy Analysis and Forecasting. Kiel Working Paper. Kiel Institute for World Economics, Kiel. (In Vorbereitung).
- Pierdzioch, C. (2002). Die Devisenmarktinterventionen der Europäischen Zentralbank: Ein Instrument zur Steuerung des Wechselkurses? *Die Weltwirtschaft* (1): 109–117.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (1999). *Economic Outlook*. Dezember. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2001). *Economic Outlook*. Dezember. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2003). *Economic Outlook*. Dezember. Paris.
- Rae, D., und D. Turner (2001). A Small Global Forecasting Model. OECD Economics Department Working Paper 286. OECD, Paris.
- Strauß, H. (2003). Globalisierung und die Prognose des deutschen Außenhandels. *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 223 (2): 176–203.