

Benner, Joachim; Gern, Klaus-Jürgen; Meier, Carsten-Patrick; Scheide, Joachim

**Article — Digitized Version**

## Konjunktur in Euroland mit wenig Schwung

Die Weltwirtschaft

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Benner, Joachim; Gern, Klaus-Jürgen; Meier, Carsten-Patrick; Scheide, Joachim (2005) : Konjunktur in Euroland mit wenig Schwung, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 64-92

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/3492>

**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 2005, Heft 1

Vierteljahresschrift des Instituts für Weltwirtschaft

an der Universität Kiel

Herausgegeben von Dennis Snower

### **Konjunktur in Euroland mit wenig Schwung**

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

Die Konjunktur im Euroraum hat im Verlauf des Jahres 2004 erheblich an Fahrt verloren. Nach einem kräftigen Anstieg im ersten Halbjahr nahm das reale Bruttoinlandsprodukt in den folgenden beiden Quartalen mit einer laufenden Jahresrate von weniger als 1 Prozent zu. Damit ist die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung, die sich in der ersten Jahreshälfte erstmals seit langer Zeit erhöht hatte, wieder gesunken. Vor allem das Nachlassen der außenwirtschaftlichen Impulse hat dazu geführt, dass sich die Konjunktur abgeschwächt hat. So stiegen die Exporte in der zweiten Jahreshälfte deutlich langsamer als zuvor, bedingt zum einen durch das Abflachen der Expansion bei den Handelspartnerländern, zum anderen durch die Aufwertung des Euro. Die Binnennachfrage zog dagegen leicht an, doch konnte damit der Rückgang der Exportdynamik nicht wettgemacht werden. Zwar legten die Anlageinvestitionen wieder zu, die privaten Konsumausgaben stiegen aber nur wenig. Vor dem Hintergrund der nur moderaten konjunkturellen Expansion blieb die Lage auf dem Arbeitsmarkt annähernd unverändert. Die Verbraucherpreise erhöhten sich vor allem als Folge des Ölpreisschubs zeitweise beschleunigt. Nach der Jahreswende klang dieser Effekt ab, die Inflationsrate lag zuletzt bei 2 Prozent.

Alles in allem verläuft die wirtschaftliche Expansion im Euroraum seit längerer Zeit wenig dynamisch. Die Konjunktur ist zudem anfällig für Störungen, so dass eine Erholung schon nach einer kurzen Zeit wieder unterbrochen wird. Zwar ist kein Land vor negativen Einflüssen aus dem Ausland oder vor Schocks bei wichtigen Rohstoffpreisen geschützt. Doch stellt die nun schon seit mehreren Jahren zu beobachtende Schwäche der binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte eine Herausforderung für die Wirtschaftspolitik dar, die fundamentalen Wachstumsbedingungen zu stärken. Dies betrifft allerdings nur einige Länder, insbesondere Deutschland. Während sich nach unseren Schätzungen das Wachstum des Produktionspotentials in Deutschland deutlich auf rund 1 Prozent verlangsamt hat, ist es im übrigen Euroraum

seit einigen Jahren mit einer Rate von etwa 2 ¼ Prozent annähernd gleich geblieben.<sup>1</sup> So ist derzeit nicht damit zu rechnen, dass das reale Bruttoinlandsprodukt in Euroland über einige Jahre hinweg um mehr als 2 Prozent steigen wird.

Da der hohe Ölpreis und die Euroaufwertung noch für einige Zeit dämpfend wirken, wird sich die Konjunktur im ersten Halbjahr 2005 nur leicht erholen. Hierfür sprechen auch die Vertrauensindikatoren, die in jüngster Zeit erneut zur Schwäche neigten; sie lassen sich recht gut für eine Kurzfristprognose nutzen (vgl. Exkurs). Im späteren Verlauf dieses Jahres werden die Belastungen allmählich entfallen, so dass sich die konjunkturelle Expansion etwas beschleunigen wird. Diese Tendenz wird sich dann im kommenden Jahr fortsetzen.

Für den Kurs der Europäischen Zentralbank (EZB) bedeutet dies, dass vorerst nicht mit einem Anziehen der geldpolitischen Zügel zu rechnen ist, zumal die jüngsten Konjunkturdaten die Notenbank negativ überrascht haben. Anfang März dieses Jahres korrigierte die EZB ihre bisherige Projektion für das reale Bruttoinlandsprodukt nach unten; ferner hat sie die unmittelbaren Risiken für die Preisniveaustabilität offenbar etwas geringer angesetzt. Durch das Zuwarten verlängert sich allerdings die Phase extrem niedriger Zinsen im Euroraum, die mit einer kräftigen Zunahme der Liquidität einhergeht; daher vergrößern sich auf die mittlere Frist die Inflationsrisiken. Während dies für sich genommen dafür spricht, dass die Leitzinsen recht bald angehoben werden, ist wegen des moderaten Verlaufs der Konjunktur damit zu rechnen, dass die Notenbank mit einem solchen Schritt noch wartet. Erst für das kommende Jahr rechnen wir mit einer leichten Straffung der Geldpolitik.

Viele Regierungen befinden sich mit ihrer Finanzpolitik weiter auf unsolidem Kurs. Vor allem vor dem Hintergrund der Schwierigkeiten bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte versuchen sie nun, den Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) zu ändern. Die derzeit diskutierten Vorschläge sind aber überwiegend nicht dazu geeignet, zu einer glaubwürdigen und nachhaltigen Finanzpolitik zu kommen. Würden sie verwirklicht, so rückte das eigentliche Ziel, die öffentlichen Budgets auszugleichen, in noch weitere Ferne, und die Defizite würden längere Zeit hoch bleiben. Ein weiterer Grund hierfür ist, dass viele Regierungen in ihren Stabilitätsprogrammen bezüglich des zu erwartenden Wirtschaftswachstums wohl zu optimistisch sind und daher weniger konsolidieren werden, als es notwendig wäre, um die Haushaltsdefizite im angestrebten Ausmaß zu vermindern.

---

<sup>1</sup> Vgl. Benner et al. (2004).

## **Erneut in der Flaute**

Die Konjunktur im Euroraum hat sich seit dem Sommer 2004 merklich eingetrübt. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm im zweiten Halbjahr mit einer laufenden Jahresrate von lediglich 0,8 Prozent zu, nachdem es in der ersten Jahreshälfte recht kräftig expandiert hatte (Abbildung 1). Im Durchschnitt des Jahres 2004 erhöhte sich die gesamtwirtschaftliche Produktion um 2,0 Prozent.<sup>2</sup> Der Anstieg entspricht damit in etwa dem Potentialwachstum, das nach unserer Analyse bei 1,8 Prozent liegt.<sup>3</sup>

Die Expansionsgeschwindigkeit in den größten Mitgliedsstaaten war dabei sehr unterschiedlich. Während die Produktion in Frankreich und Spanien kräftig ausgeweitet wurde, blieb ihr Anstieg in Deutschland, Italien und den Niederlanden schwach.<sup>4</sup> Eine mögliche Ursache hierfür ist die unterschiedliche Entwicklung auf den Immobilienmärkten. In Frankreich und in Spanien stiegen die Immobilienpreise deutlich, was die Binnennachfrage gestützt hat. Zum einen wurde die Bauaktivität ausgeweitet, zum anderen wurde der Konsum durch das gestiegene Vermögen der Haushalte angeregt. Hingegen ist die Entwicklung der Immobilienmärkte in Deutschland, aber auch in den Niederlanden, rückläufig.

Maßgeblich für die geringe Dynamik im Euroraum nach der Jahresmitte 2004 war eine Abflachung der Expansion der Exporte. Nachdem die Ausfuhren in der ersten Jahreshälfte kräftig ausgeweitet worden war, expandierten sie im zweiten Halbjahr deutlich langsamer als die Importe. Hierin spiegelt sich nicht zuletzt die zurückliegende Aufwertung des Euro wider. Die privaten Haushalte weiteten ihre Konsumausgaben in der zweiten Jahreshälfte nur wenig aus. Nach dem von der Europäischen Kommission errechneten Stimmungsindikator ist das Verbrauchervertrauen nach wie vor gedrückt, dies dürfte auch auf die angespannte Situation am Arbeitsmarkt und auf die Unsicherheit über anstehende Strukturreformen zurückzuführen sein. Die Investitionstätigkeit erholte sich zwar leicht, nachdem sie in der ersten Jahreshälfte stark eingeschränkt worden war. Die Stimmung in der Industrie hat sich jedoch trotz eines Anstiegs der Auftragslage verschlechtert.

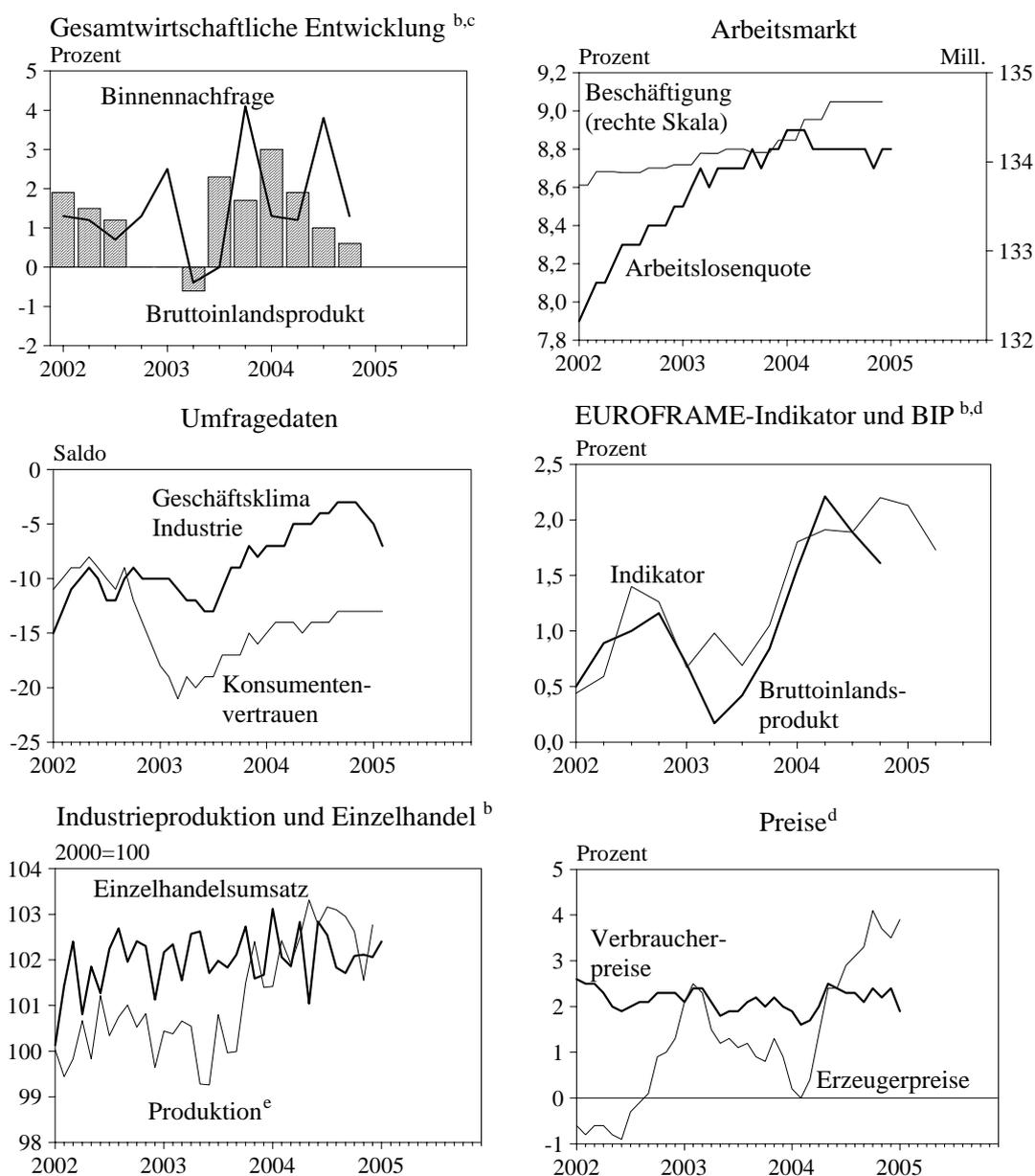
---

<sup>2</sup> Hiervon sind allerdings 0,2 Prozentpunkte auf die zusätzliche Zahl der Arbeitstage zurückzuführen.

<sup>3</sup> Für eine detaillierte Untersuchung des Produktionspotentials im Euroraum siehe Benner et al. (2004).

<sup>4</sup> In Deutschland macht der Arbeitseffekt 0,6 Prozentpunkte des Anstiegs des realen Bruttoinlandsprodukts aus.

Abbildung 1:  
Indikatoren<sup>a</sup> zur Konjunktur in Euroland 2002–2005



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

Quelle: EUROFRAME (2005); Eurostat (2005); EZB (2005b).

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt blieb nahezu unverändert. Die Zahl der Beschäftigten stieg geringfügig; während sie in der Industrie zurückging, nahm sie im Dienstleistungssektor zu. Die Arbeitslosenquote stagnierte annähernd, zuletzt lag sie bei 8,8 Prozent. Der Preisauftrieb hat sich im Verlauf des Jahres 2004 beschleunigt. Die Verbraucherpreise erhöhten sich im zweiten Halbjahr in saisonbereinigter Rechnung mit einer laufenden Jahresrate von knapp 2,5

Prozent. Im Durchschnitt des Jahres 2004 legte der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) um 2,1 Prozent zu. Maßgeblich hierfür war der Anstieg der Energiepreise. Die Kerninflationsrate betrug im Jahresdurchschnitt 1,9 Prozent. Zum Jahresbeginn 2005 hat sich der Preisauftrieb deutlich verlangsamt; im Februar lag der HVPI nach einer ersten Schätzung von Eurostat 2,0 Prozent über seinem Niveau im Vorjahr, und die Kerninflationsrate ging auf 1,6 Prozent zurück.

### Finanzpolitik: Haushaltslage weiter angespannt

Das zusammengefasste Budgetdefizit im Euroraum lag im Jahr 2004 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt bei 2,9 Prozent, nach 2,7 Prozent im Jahr zuvor (Tabelle 1). Neben Deutschland, Frankreich, den Niederlanden und Griechenland dürfte nun auch Portugal die im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegte Obergrenze von 3 Prozent überschritten haben. Da die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung im vergangenen Jahr sowohl nach unseren als

Tabelle 1:

Indikatoren zur Situation der öffentlichen Haushalte in Euroland 2003–2006 (in Prozent des Bruttoinlandsprodukts)

	Bruttoschulden				Finanzierungssaldo			
	2003	2004 <sup>a</sup>	2005 <sup>b</sup>	2006 <sup>b</sup>	2003	2004 <sup>a</sup>	2005 <sup>b</sup>	2006 <sup>b</sup>
Deutschland	64,2	66,0	67,9	69,2	-3,8	-3,7	-3,5	-3,2
Frankreich	63,7	65,6	67,5	68,0	-4,1	-3,7	-3,3	-2,9
Italien	106,2	105,8	105,0	104,5	-2,4	-3,0	-3,5	-3,6
Spanien	51,4	48,9	46,5	43,5	0,4	-0,8	-0,1	0,0
Niederlande	54,1	55,5	56,8	56,5	-3,2	-3,1	-2,8	-2,3
Belgien	100,0	94,0	90,0	85,5	0,4	0,0	-0,5	-0,3
Österreich	64,5	62,5	61,0	60,0	-1,1	-1,4	-2,0	-2,0
Finnland	45,6	47,0	48,5	49,8	2,3	2,0	1,7	2,0
Griechenland	109,9	110,0	108,5	106,3	-4,6	-5,9	-4,1	-3,5
Portugal	60,3	61,5	62,2	62,8	-2,8	-3,2	-3,3	-3,4
Irland	32,1	28,6	26,2	24,0	0,1	0,0	-0,9	-0,5
Luxemburg	5,3	7,0	7,5	8,0	0,8	-1,5	-1,0	-0,6
<b>Euroland</b>	<b>70,7</b>	<b>71,1</b>	<b>71,6</b>	<b>71,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,5</b>

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

Quelle: Eurostat (2005); eigene Berechnungen und Prognosen.

auch nach den Schätzungen der OECD (2004b) in etwa unverändert blieb, war der Anstieg des Defizits nicht konjunkturell bedingt. Somit war die Finanzpolitik im Euroraum insgesamt leicht expansiv ausgerichtet.

Im laufenden Jahr dürfte das strukturelle Budgetdefizit marginal abnehmen. Dies ist aber im Wesentlichen auf Sondermaßnahmen zurückzuführen, die wie etwa in Deutschland eine Übernahme von Lasten in der Zukunft beinhalten.<sup>5</sup> Im Jahr 2006 wird das Budgetdefizit aufgrund der günstigeren konjunkturellen Entwicklung langsam abnehmen. Mit einem deutlichen Rückgang des strukturellen Defizits ist nicht zu rechnen.

Tabelle 2:

Kennzahlen der aktualisierten Stabilitätsprogramme der EWU-Länder<sup>a</sup> 2004 und 2008

	Anstieg des Bruttoinlandsprodukts <sup>b</sup>		Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>c</sup>		Bruttoschuldenstand <sup>c</sup>		Ausgabenquote <sup>c</sup>		Einnahmenquote <sup>c</sup>	
	2001–2004	2005–2008	2004 <sup>d</sup>	2008	2004 <sup>d</sup>	2008	2004 <sup>d</sup>	2008	2004 <sup>d</sup>	2008
Deutschland	0,5	1,9	-3,8	-1,5	65,5	65,0	47,5	43,5	40,0	39,0
Frankreich	1,3	2,5	-3,6	-0,9	64,8	62,0	54,0	51,7	50,4	50,7
Italien	0,6	2,2	-2,9	-0,9	106,0	98,0	47,3	46,2	45,1	44,0
Spanien	2,5	3,0	-0,8	0,4	49,1	40,0	40,6	39,8	39,9	40,2
Niederlande <sup>e</sup>	0,3	2,2	-3,0	-1,9	56,3	58,3	48,0	46,0	45,0	44,1
Belgien	1,6	2,3	0,0	0,6	96,6	84,2	49,6	48,5	49,6	49,1
Österreich	1,4	2,4	-1,3	0,0	64,2	59,1	50,0	45,8	48,7	45,8
Finnland	2,6	2,4	2,0	2,0	44,6	41,1	48,5	48,5	50,5	50,5
Griechenland	4,0	4,0	-5,3	-2,5	112,1	102,5	48,5	46,3	43,2	43,8
Portugal <sup>e</sup>	0,1	2,6	-2,8	-1,8	62,0	61,4	48,0	44,6	45,2	42,8
Irland <sup>e</sup>	4,8	5,2	0,1	-0,6	30,5	30,0	34,3	33,8	35,2	33,2
Luxemburg <sup>e</sup>	2,9	3,8	-1,4	-1,0	5,0	4,5	44,8	45,7	43,4	44,7
Euroland <sup>f</sup>	1,2	2,4	-2,8	-0,9	71,1	67,2	47,5	45,0	43,7	42,9

<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 2004 sind den Stabilitätsprogrammen entnommen. — <sup>e</sup>Projektionszeitraum nur bis 2007. — <sup>f</sup>Durchschnitt für die oben genannten Länder.

Quelle: Nationale Stabilitätsprogramme; eigene Berechnungen und Schätzungen.

<sup>5</sup> Vgl. Benner et al. (2005).

Die Bereitschaft zu einer nachhaltigen Haushaltskonsolidierung scheint bei vielen Regierungen im Euroraum nicht zu bestehen. In den aktualisierten Stabilitätsprogrammen insbesondere der großen Länder wird das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts bis zum Jahr 2008 nicht mehr angestrebt (Tabelle 2). Zudem ist das Wirtschaftswachstum in vielen Fällen äußerst optimistisch angesetzt. So sind die Projektionen für den Produktionsanstieg gerade in den Ländern mit einem hohen Defizit teilweise mehr als doppelt so hoch wie der Anstieg in den vergangenen vier Jahren. Für Deutschland wird für die Jahre 2005 bis 2008 im Durchschnitt ein Wachstum von 1,9 Prozent unterstellt. Bei dem von uns berechneten Potentialwachstum von etwa 1 Prozent erscheint dies unwahrscheinlich. Gleichfalls waren in der Vergangenheit die in den Stabilitätsprogrammen getroffenen Wachstumsannahmen oft deutlich zu hoch. Auch in anderen Ländern, insbesondere in den großen, sind die Wachstumsprognosen optimistisch, so dass wahrscheinlich zusätzliche Maßnahmen ergriffen werden müssten, um die Defizitziele zu erreichen.

### **Stabilitäts- und Wachstumspakt: Was taugen die Reformvorschläge?**

Die europäischen Regierungen beraten derzeit zusammen mit der Europäischen Kommission darüber, den Stabilitäts- und Wachstumspakt zu ändern. Ein Anlass sind die wiederholten Zielverfehlungen; neben Deutschland wiesen in den vergangenen Jahren immer mehr Länder übermäßige Defizite auf. Zudem hat es sich letztlich als unmöglich herausgestellt, die nationalen Regierungen zu einer Änderung ihrer Finanzpolitik zu zwingen, weil die Regierungen selbst entscheiden, wie im Einzelfall zu verfahren ist. Zu weiter reichenden Schritten, die bei anhaltend hohen Budgetdefiziten gemäß SWP schließlich sogar zu Sanktionen führen sollten, kam es deshalb nicht. Alles in allem hat der Pakt nicht so funktioniert, wie es bei seinem Inkrafttreten geplant war. Unabhängig davon haben sich die Regierungen jedoch dafür ausgesprochen, dass der Stabilitäts- und Wachstumspakt erhalten wird. In der Debatte um eine Reform geht es vor allem um zwei Dinge: Wie können die Regeln des Paktes verbessert werden? Sollen die Ziele insbesondere bezüglich der Höhe der zulässigen Budgetdefizite „flexibler“ definiert werden?

Bezüglich der Haushaltsüberwachung sind klare Regeln notwendig. Es ist sinnvoll, dass Regierungen nach der Feststellung eines übermäßigen Defizits oder auch bei einer „unangemes-

senen Haushaltsentwicklung“ aufgefordert werden, ihre Politik zu korrigieren, ohne dass der ECOFIN-Rat zustimmt. Hier wäre die Funktion der Europäischen Kommission zu stärken, denn es kann nicht im Sinne des Pakts sein, dass die Regierungen selbst – wie im November 2003 geschehen – über den Fortgang der entsprechenden Verfahren entscheiden, die gegen eine oder mehrere beteiligte Regierungen laufen.<sup>6</sup> Vielmehr sollte gewährleistet sein, dass Frühwarnungen nach bestimmten Kriterien ausgesprochen werden können und die Sanktionsmechanismen automatisch greifen. Allerdings müssten solche Änderungen im Prozedere von den Regierungen beschlossen werden. Es ist fraglich, ob die Regierungen entsprechende Kompetenzen der Europäischen Kommission oder, wie vielfach vorgeschlagen, einem unabhängigen Expertengremium zugestehen werden.

Daneben gibt es eine Reihe von Vorschlägen, die zu einer größeren „Flexibilität“ bei der Auslegung der Ziele des Pakts führen sollen. Sie laufen darauf hinaus, ein Budgetdefizit in Höhe von 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt nicht automatisch als übermäßig zu definieren. Vielmehr soll es – neben den im Pakt genannten – zusätzliche Ausnahmen geben, und es soll Ländern mit einem hohen Defizit unter Umständen mehr Zeit gewährt werden, das Defizit zu verringern. Im Folgenden werden drei Vorschläge diskutiert, nämlich die Berücksichtigung länderspezifischer Gegebenheiten, die Konsolidierung in Abhängigkeit von der konjunkturellen Lage und die Einbeziehung des Schuldenstands.

### **Berücksichtigung länderspezifischer Gegebenheiten**

Nach diesem Vorschlag soll es möglich sein, dass jedes Land besondere Umstände geltend macht, die ein höheres Defizit begründen. Würde man dem folgen, wäre die Staatsverschuldung letztlich höher, denn es ist nicht zu erwarten, dass ein Land in gleichem Maße besonders gute Umstände zum Anlass nähme, das Defizit besonders niedrig zu halten. Denselben Effekt hätte es, wenn „wachstumsfördernde Maßnahmen“ besonders berücksichtigt würden, also beispielsweise Ausgaben für staatliche Investitionen oder für Reformmaßnahmen bei der Defizitberechnung herausfielen. Auch wären solche Regeln nicht transparent, denn der Teil der Staatsausgaben, die positiv auf das Wachstum wirken, wird von den Regierungen vermutlich sehr unterschiedlich und im Zweifel sehr hoch angesetzt. Alles in allem würde die Be-

---

<sup>6</sup> Diese Regelung war schon sehr früh als Konstruktionsfehler des SWP kritisiert worden. Vgl. dazu die Analyse bei Scheide und Solveen (1997).

rücksichtigung länderspezifischer Umstände dazu führen, dass die Budgetdefizite größer wären und damit die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen leiden würde. Der Pakt verhindert nicht, dass die Regierungen mehr für das Wirtschaftswachstum tun. Zusätzliche Maßnahmen sollten aber, so die wiederholte Zusage, dadurch finanziert werden, dass unproduktive Ausgaben entsprechend zurückgeführt werden.

### **Konsolidierung nur in guten Zeiten**

Dieser Vorschlag zielt darauf ab, die strukturellen Budgetdefizite<sup>7</sup> in Phasen eines Aufschwungs stark zu verringern, während in Abschwungsphasen die strukturellen Defizite offenbar nur wenig oder gar nicht verringert werden sollen. Ob es gelingt, eine solche Ankündigung glaubhaft zu machen und auch umzusetzen, kann indes bezweifelt werden. Erstens besteht Unsicherheit darüber, was als „gutes Jahr“ für die Konjunktur gelten kann. Hierbei spielt die Prognose für das Wachstum des Produktionspotentials eine entscheidende Rolle. Nach wie vor schätzt beispielsweise die Bundesregierung das Potentialwachstum in Deutschland relativ hoch ein. Ein konjunkturell gutes Jahr wäre nach dieser Sicht wohl erst dann gegeben, wenn das reale Bruttoinlandsprodukt um mindestens 2 Prozent zunimmt. Ist die Annahme aber zu optimistisch, erreicht man das Ziel des Budgetausgleichs nicht. Zweitens wird es immer den Einwand geben, man gefährde den konjunkturellen Aufschwung, wenn man konsolidiert, d.h. wenn man das strukturelle Defizit zurückführt. Ein solches Argument wurde ja gerade auch durch die deutsche Bundesregierung für das Jahr 2004 vorgebracht, als sie ablehnte, „restriktive“ Maßnahmen vorzunehmen, um die Erholung nicht zu beeinträchtigen. Drittens erfordert eine Ausrichtung an der aktuellen Konjunktur eine große Flexibilität der Finanzpolitik. Man müsste möglicherweise bereits im Laufe eines Jahres, wenn es sich als „gut“ herausstellt, umfangreiche Konsolidierungsmaßnahmen beschließen und umsetzen. Die Erfahrung zeigt, dass dies aufgrund des langwierigen Prozesses in der Gesetzgebung nur schwer möglich ist.<sup>8</sup> Beispielsweise hätte man entsprechend dem Vorschlag zur Mitte des Jahres 2004 verstärkt konsolidieren müssen, da die Konjunktur im ersten Halbjahr sehr kräftig

---

<sup>7</sup> Auch wenn es meist nicht eindeutig gesagt wird, müssen die konjunkturbereinigten Defizite gemeint sein. Denn das tatsächliche Defizit sinkt im Aufschwung ohnehin, weil die automatischen Stabilisatoren wirken. Wenn dies nicht gemeint sein sollte, wäre der Vorschlag inhaltsleer.

<sup>8</sup> Auch aus diesem Grund halten die meisten Ökonomen die Finanzpolitik als Instrument der Stabilisierungspolitik für wenig geeignet. Vgl. dazu Taylor (2000).

war. Viertens wurden in vielen Ländern, so auch in Deutschland, die strukturellen Defizite in den Boomjahren 1999/2000 nicht zurückgeführt. Offenbar hat man sich wie schon häufig zuvor am laufenden Defizit, das sich konjunkturell verminderte, orientiert und keinen Handlungsbedarf gesehen.

### **Stärkere Berücksichtigung des Schuldenstandes**

Dieser Vorschlag zielt darauf ab, nicht nur den Budgetsaldo, sondern auch die Staatsverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt einzubeziehen, wenn es um die Beurteilung der Lage der öffentlichen Finanzen geht. Dies ist im Stabilitäts- und Wachstumspakt ohnehin vorgesehen. Der Schuldenstand ist als Referenz insofern sinnvoll, als die Tragfähigkeit – bei gegebenem Wachstum des Produktionspotentials und bei gegebenem Realzins – von der Schuldenquote abhängt.<sup>9</sup> Eine Finanzpolitik ist in der Regel auch dann noch tragfähig, wenn es im Durchschnitt eines Konjunkturzyklus ein Budgetdefizit gibt. Die Höhe des Defizits, die den Schuldenstand unverändert lässt, hängt unter anderem vom mittelfristigen Anstieg des nominalen Bruttoinlandsprodukts ab. Demnach könnte beispielsweise Irland wegen des hohen Potentialwachstums auf Dauer ein wesentlich höheres Budgetdefizit haben als Deutschland, das ein relativ niedriges Wachstum aufweist.<sup>10</sup> Zwar besteht kein Konsens darüber, ob ein Schuldenstand von 60 Prozent in irgendeinem Sinne optimal ist, aber auch Kritiker des Stabilitäts- und Wachstumspakts halten einen Referenzwert von 60 Prozent für die Bruttoschulden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt für angemessen.<sup>11</sup> In einigen Ländern, in denen die Finanzpolitik sich mittelfristig an dem Schuldenstand orientiert, ist der Wert sogar niedriger; im Vereinigten Königreich liegt er bei 40 Prozent.

Als man den Stabilitäts- und Wachstumspakt beschloss, wurde angestrebt, die Schuldenquote generell zu verringern; sie lag damals – wie auch derzeit – bei durchschnittlich rund 70 Prozent. Um dieses Ziel zu erreichen, sollten die öffentlichen Haushalte mittelfristig ausgeglichen

---

<sup>9</sup> Vgl. z.B. Boss und Lorz (1995).

<sup>10</sup> Hier wird deutlich, dass im Zusammenhang mit dem Schuldenstandskriterium nicht symmetrisch argumentiert wird: Während man es für jene Länder ins Spiel bringt, die derzeit Probleme mit dem Defizit haben, wird es für andere Länder, die ein hohes Wachstum haben und sich von daher eine Defizitquote von deutlich mehr als 3 Prozent „leisten“ könnten, nicht angewendet.

<sup>11</sup> Vgl. die Analyse bei Wyplosz (2005).

werden. Ein weiterer Grund für den Budgetausgleich war, dass die implizite Staatsverschuldung, die sich aus den nichtverbriefen Verpflichtungen des Staates in der Zukunft ergibt, sehr hoch war. Sie ist es auch heute noch, und sie wird sich aus demographischen Gründen vielfach sogar weiter erhöhen. Zum Beispiel betrug die implizite Staatsschuld in Deutschland im Jahr 2002 rund 270 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (Sachverständigenrat 2003: 276). Diese Schuld resultiert insbesondere aus den Ansprüchen an die umlagefinanzierten Systeme der sozialen Sicherung.

Tatsächlich ist die offene (explizite) Staatsverschuldung in den vergangenen Jahren vielfach gestiegen, und zwar gerade in den Ländern, die hohe oder gar übermäßige Budgetdefizite aufwiesen. In Deutschland und in Frankreich betrug sie im Jahr 2004 jeweils rund 65 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. In Italien, einem Land mit sehr hoher Staatsschuld, wurde die Schuldenquote kaum noch zurückgeführt; sie belief sich im vergangenen Jahr auf rund 106 Prozent, obwohl sie gemäß SWP rasch in Richtung 60 Prozent reduziert werden sollte. Käme es also dazu, dass die Schuldenquote stärker berücksichtigt und als Richtschnur für die Finanzpolitik verwendet würde, müssten die Problemländer umfangreiche Maßnahmen ergreifen, um die Schuldenquote zu reduzieren. Dies würde bedeuten, dass die Budgetdefizite deutlich verringert werden müssten – eine Empfehlung, die auch aus den derzeit geltenden Bestimmungen des Pakts folgt.

Wendet man das Schuldenstandskriterium wie vorgeschlagen an, so muss man feststellen, dass die in den vergangenen Jahren verfolgte Finanzpolitik einiger Regierungen als nicht nachhaltig anzusehen ist. Budgetdefizite in Höhe von 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in „normalen Zeiten“<sup>12</sup> stehen im Widerspruch zu den Zielen des SWP, und zwar im Hinblick sowohl auf das Defizit- als auch auf das Schuldenstandskriterium. Blicke es in Deutschland bei Defiziten in dieser Größenordnung, würde bei der absehbaren Entwicklung des nominalen Bruttoinlandsprodukts die Schuldenquote auf mehr als 100 Prozent steigen.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Das bedeutet, dass viele Länder strukturelle Defizite in dieser Höhe aufweisen.

<sup>13</sup> Eine Defizitquote von 3 Prozent wird im SWP als Referenzwert genannt, weil damit die Schuldenquote gegen einen Wert von 60 Prozent konvergiert; vorausgesetzt ist dabei ein mittelfristiger Anstieg des nominalen Bruttoinlandsprodukts von 5 Prozent pro Jahr. Eine so hohe Rate ist allerdings für Deutschland selbst bei der optimistischsten Schätzung für das Produktionspotential nicht gegeben, nach unserer Analyse liegt die Rate sogar unter 3 Prozent. Auch für den Euroraum insgesamt ist die Annahme wohl zu korrigieren, hier dürfte die Zunahme des nominalen Bruttoinlandsprodukts auf mittlere Sicht bei höchstens 4 Prozent liegen. Von daher müsste der Referenzwert für das Budgetdefizit sogar gesenkt werden.

Das Risiko ist umso größer, wenn man die Haushaltskonsolidierung auf bessere Zeiten vertagt und darauf setzt, dass es in mehreren Jahren zu einem kräftigen Aufschwung mit Zuwachsraten von 2 Prozent oder mehr kommt. Die Folgen einer solchen Politik können dramatisch sein: Wenn wegen des Anstiegs des Schuldenstandes an der Nachhaltigkeit der Finanzpolitik gezweifelt wird, werden sich die Zinsaufschläge bei Staatsanleihen erhöhen. Um das abzuwenden, wären drastische Einschnitte notwendig, sei es in Form von drastischen Kürzungen bei den Ausgaben und/oder in Form von drastischen Abgabenerhöhungen. Dies würde der Wohlfahrt eines Landes erheblich schaden, und es würde die Glaubwürdigkeit der Finanzpolitik und damit letztlich der Regierungen untergraben. In einem solchen Umfeld – wahrscheinlich auch schon vorher – wäre ferner der Druck der Regierungen auf die EZB massiv, d.h., sie würde gedrängt werden, eine expansive Geldpolitik zu betreiben.

### **Fazit**

Alles in allem sind die Vorschläge zur Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts, die auf länderspezifische Gegebenheiten hinauslaufen, abzulehnen, weil sie keine klaren Vorschriften beinhalten und letztlich alles erlauben. Damit besteht das Risiko, dass die Budgetdefizite tendenziell hoch bleiben und damit die Staatsverschuldung mittelfristig steigt. Gravierende Probleme dürfte es auch bei dem Versuch geben, die Haushaltskonsolidierung von der Konjunkturlage abhängig zu machen. Jedoch macht es Sinn, die Schuldenquote stärker zu berücksichtigen. Ob aber der Pakt durch die explizite Vorgabe einer mittelfristig einzuhaltenden Schuldenquote besser funktioniert und zu einer solideren Finanzpolitik führt, ist fraglich. Erstens müsste das Kriterium eindeutig für die Länder definiert werden. Und zweitens: Warum sollte eine entsprechende Ankündigung der Regierungen glaubwürdiger sein als die bisherigen Versprechen, die öffentlichen Haushalte mittelfristig auszugleichen? Das Problem mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt besteht nicht darin, dass er falsche Ziele hinsichtlich der Budgetdefizite und der Staatsverschuldung setzt, sondern daran, dass einige Regierungen nicht bereit sind, die Ziele einzuhalten.<sup>14</sup>

Wegen der Risiken für die makroökonomische Stabilität in der Europäischen Union ist es nicht sinnvoll, den Stabilitäts- und Wachstumspakt aufzuweichen, so wie es in den meisten

---

<sup>14</sup> Vgl. dazu auch Deutsche Bundesbank (2004).

Vorschlägen vorgesehen ist. Da aber die Notwendigkeit einer Reform sowohl bei der Europäischen Kommission als auch bei den Regierungen anders eingeschätzt wird, sind Änderungen wahrscheinlich. Die vor allem von der Kommission gewünschte Härtung bei der Haushaltsüberwachung wird von den Regierungen wohl nur dann akzeptiert werden, wenn gleichzeitig mehr „Flexibilität“ bei der Definition der Ziele erreicht wird. Alles in allem wird der Pakt dadurch weniger transparent und noch schwerer durchsetzbar.

## **Geldpolitik bleibt vorerst expansiv ausgerichtet**

Die monetären Rahmenbedingungen im Euroraum haben sich in den vergangenen Monaten leicht verbessert. Seit dem Juni 2003 sind die Leitzinsen der EZB unverändert, der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beträgt weiterhin 2,0 Prozent. Die Geldmarktsätze (EURIBOR) lagen Anfang März 2005 nur wenig höher; offenbar rechnen die Marktteilnehmer nicht mit einer baldigen Zinsanhebung durch die EZB. Gemessen am kurzfristigen Realzins befindet sich die Notenbank auf einem expansiven Kurs. Verringert man den Nominalzins (Satz für Dreimonatsgeld) um die Kerninflationsrate, liegt der Realzins etwa bei null, also deutlich unter seinem langjährigen Durchschnitt von 2,5 Prozent. Die Kapitalmarktzinsen haben sich in den vergangenen Monaten weltweit wieder etwas zurückgebildet. Im Euroraum lag die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen zuletzt bei 3,6 Prozent und ist damit in der Nähe ihres historischen Tiefstands, den sie Anfang 1999 und Anfang 2003 erreicht hatte (Abbildung 2).

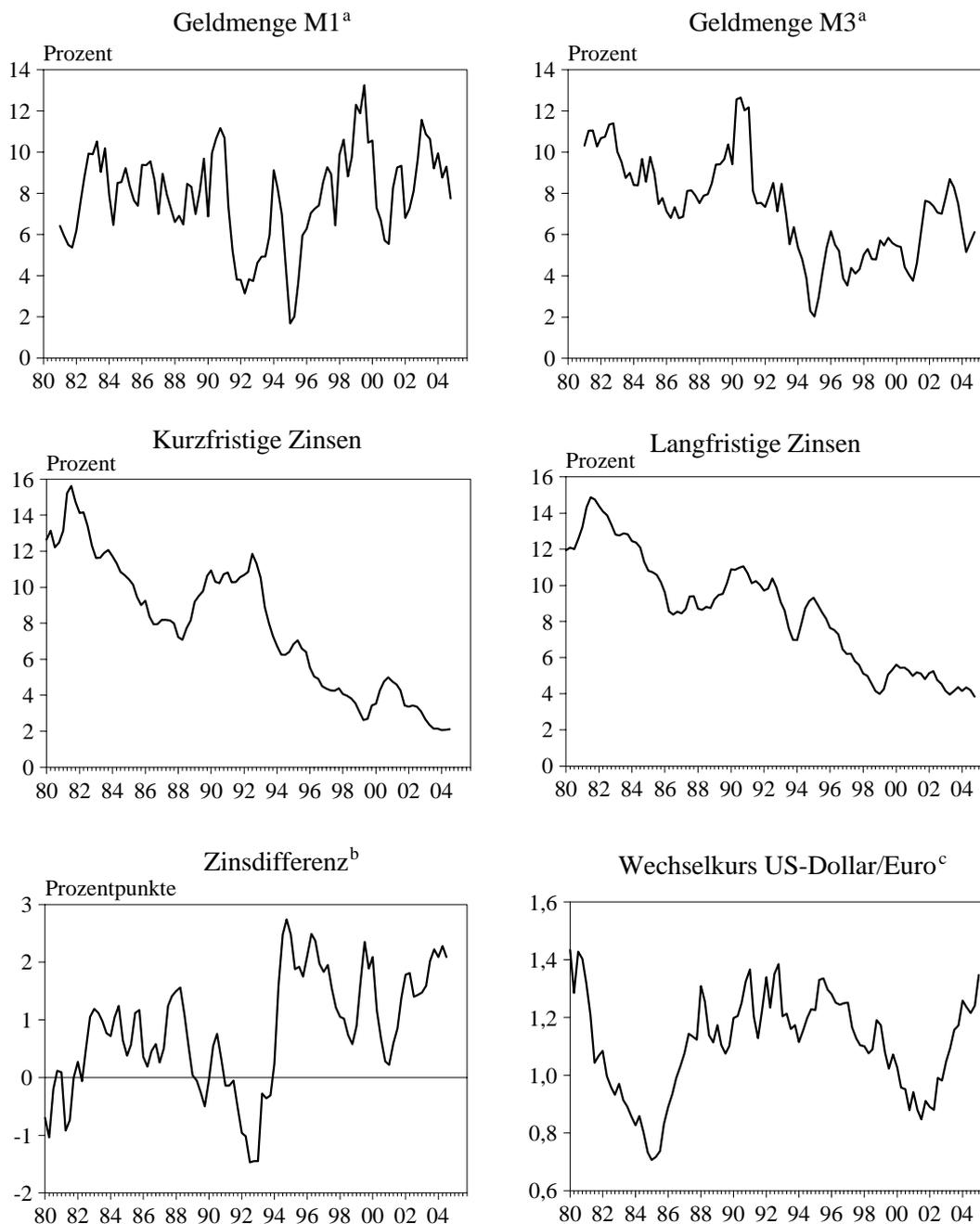
Ein Grund für das niedrige Niveau dürfte insbesondere die hohe Liquidität sein, die im Zuge der Niedrigzinspolitik entstanden ist.<sup>15</sup> Der jüngste Rückgang der Zinsen reflektiert aber wohl auch, dass sich die Konjunkturaussichten für den Euroraum zuletzt eingetrübt haben. Real gerechnet blieb der langfristige Zins deutlich unter seinem langjährigen Durchschnitt, und zwar unabhängig davon, ob die Kerninflationsrate oder die Inflationserwartungen, gemessen an der Breakeven-Inflationsrate für den Euroraum, berücksichtigt werden. Die Märkte erwarten nun bereits seit mehr als einem Jahr eine Inflationsrate, die über 2 Prozent liegt. Die Geldmenge M3 steigt seit einiger Zeit wieder beschleunigt, die Zuwachsrate belief sich in den

---

<sup>15</sup> Zur Analyse der weltweit niedrigen Realzinsen vgl. auch Benner et al. (2005).

vergangenen Monaten auf etwas mehr als 6 Prozent; auch die Kredite nehmen wieder kräftiger zu. Ferner haben sich die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen infolge der Kursgewinne an den Aktienmärkten verbessert.

Abbildung 2:  
Monetäre Indikatoren in Euroland 1980–2005



<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 (2005b).

Während all dies dafür spricht, dass die monetären Rahmenbedingungen eher noch günstiger geworden sind, wurden sie durch die Aufwertung des Euro etwas beeinträchtigt. Er gewann gegenüber den wichtigen Weltwährungen an Wert, insbesondere gegenüber dem US-Dollar. Der Höhenflug hat sich allerdings nach der Jahreswende 2004/2005 nicht mehr fortgesetzt. Insgesamt betrug der Wertzuwachs in den vergangenen 12 Monaten gegenüber dem US-Dollar rund 5 Prozent. Real effektiv belief sich der Anstieg auf nur etwa 2 Prozent. Von daher hat die Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure nicht so stark gelitten, dass die Konjunktur durch diesen Effekt deutlich beeinträchtigt wird.

Der expansive Kurs der Geldpolitik zeigt sich nicht nur an dem niedrigen Realzins auf dem Geldmarkt; auch ist der kurzfristige Zins seit längerer Zeit niedriger als der Zins, der sich aus der Taylor-Regel ergibt. Die Berechnungsweise dieses Referenzmaßstabs für die Geldpolitik ist indes nicht eindeutig. Nicht nur werden in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur viele verschiedene Taylor-Regeln vorgeschlagen; sie unterscheiden sich beispielsweise in den berücksichtigten Variablen und in den gewählten Koeffizienten für die Reaktion der Notenbank auf die Inflationsrate bzw. auf den Output Gap. Auch variieren die Schätzungen für die in die Regel eingehenden Variablen des gleichgewichtigen Realzinses und des Potentialwachstums. Unterstellt man die ursprünglich von Taylor (1993) verwendete Formel,<sup>16</sup> reduziert sich die Unsicherheit auf diese beiden Größen, für die es unterschiedliche Schätzwerte gibt. In Tabelle 3 sind drei verschiedene Berechnungen gegenübergestellt.<sup>17</sup> Bezüglich des gleichgewichtigen Realzinses ist theoretischen Überlegungen folgend jeweils angenommen, dass er der geschätzten Wachstumsrate des Produktionspotentials entspricht. Je niedriger also das Potentialwachstum ist, desto niedriger ist der gleichgewichtige Realzins. Während dies für sich genommen auch zu einem niedrigen Taylor-Zins führt, bewirkt ein niedriges Potentialwachstum aber auch, dass der negative Output Gap geringer ausfällt und von daher der Taylor-Zins höher wird. Dies hat zur Folge, dass sich die Taylor-Zinsen gemäß den drei Berech-

---

<sup>16</sup> Verwendet wird hier wie in unseren früheren Analysen folgende Formel:

$$(1) \quad i = r + \pi + 0,5(\pi - \pi^*) + 0,5(y - y^*).$$

Dabei ist  $i$  der kurzfristige Zins,  $r$  der gleichgewichtige Realzins,  $\pi$  die tatsächliche Inflationsrate,  $\pi^*$  das Inflationsziel,  $y$  das reale Bruttoinlandsprodukt und  $y^*$  das Produktionspotential.

<sup>17</sup> Unterstellt ist ein Inflationsziel von 1,75 Prozent, das der Vorgabe der EZB („nahe, aber unter 2 Prozent“) entspricht. Verwendet wird darüber hinaus die Kerninflationsrate (HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel).

nungsmethoden kaum unterscheiden. Demnach hätte der Geldmarktzins im Durchschnitt des Jahres 2004 in einer Spanne von 3,2 und 3,5 Prozent liegen sollen, während er tatsächlich 2,1 Prozent betrug. Die Aussage, der tatsächliche Zins ist gemessen an der Taylor-Regel niedrig, wird also nur wenig von den verwendeten Schätzverfahren beeinflusst.

*Tabelle 3:*

Berechnung des Taylor-Zinses und des neutralen Zinses für das Jahr 2004<sup>a</sup>

Verfahren	Potentialwachstum ( $\hat{=}$ ) Realzins	Output Gap	Taylor-Zins	Neutraler Zins
OECD-Schätzung	1,9	-1,6	3,2	3,7
HP-Filter	1,4	-0,3	3,5	3,2
IfW-Schätzung	1,8	-1,3	3,4	3,6

<sup>a</sup>Als Inflationsziel ist eine Rate von 1,75 Prozent unterstellt.

*Quelle:* OECD (2004b); eigene Schätzungen und Berechnungen.

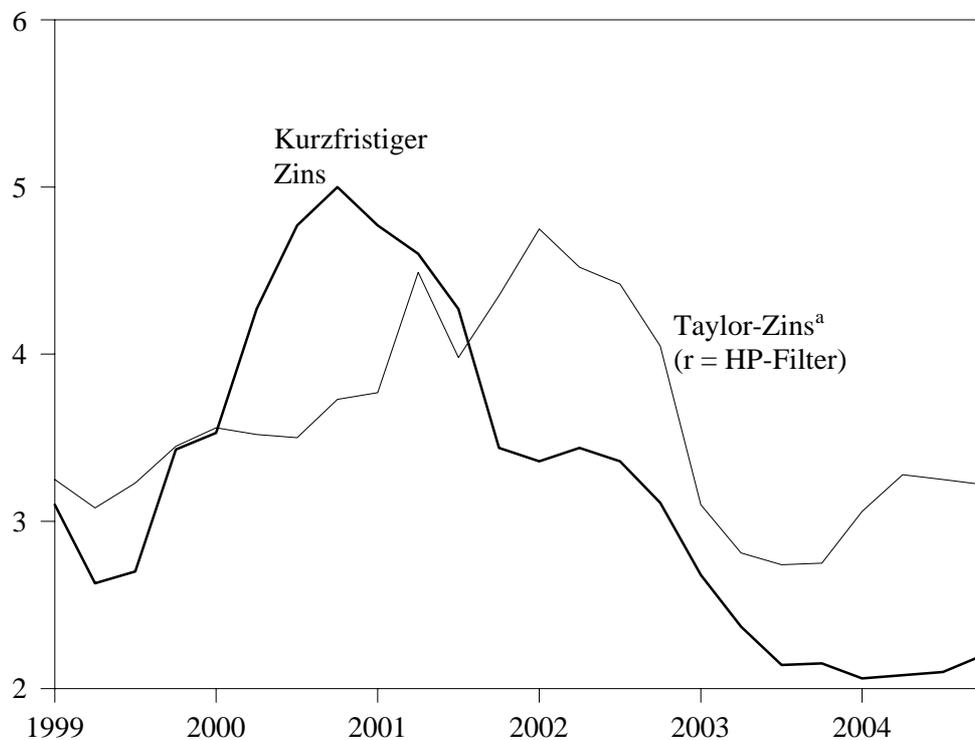
Auch für den als neutral anzusehenden Zins unterscheiden sich die Schätzungen nur wenig. Dieser Zins sollte gelten, wenn sowohl das Inflationsziel erreicht ist als auch das reale Bruttoinlandsprodukt dem Produktionspotential entspricht. Die Berechnungen ergeben einen Wert zwischen 3,2 und 3,7 Prozent. Der Taylor-Zins hat sich im ersten Halbjahr 2004 leicht erhöht (Abbildung 3), da die Kapazitätsauslastung gestiegen ist. Seit geraumer Zeit ist er um reichlich einen Prozentpunkt höher als der tatsächliche Zins.

Auch die Tatsache, dass das Niveau der kurzfristigen Zinsen immer noch äußerst niedrig ist, hat die EZB veranlasst, die Märkte auf eine Anhebung der Leitzinsen vorzubereiten. Dies scheint auch angemessen, denn die Gründe, die zu der sehr expansiven Politik geführt haben, sind weitgehend entfallen. In dieselbe Richtung gehen die Aussagen der EZB zu der reichlichen Liquidität im Euroraum und den daraus resultierenden Risiken für die Preisniveaustabilität für die mittlere Frist.<sup>18</sup> Gegen eine Zinserhöhung in naher Zukunft spricht allerdings, dass die EZB keine unmittelbaren Preisrisiken für das laufende Jahr diagnostiziert; beispielsweise nehmen die Arbeitskosten nur moderat zu. Ferner verläuft die konjunkturelle Expansion

<sup>18</sup> „Aufgrund der Stärke des Geldmengenwachstums in den vergangenen Jahren ist im Euro-Währungsgebiet deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wachstums erforderlich ist“ (EZB 2005a: 6).

unerwartet schwach, und sie wird im Laufe dieses Jahres nur wenig an Fahrt gewinnen. Deshalb wird die Notenbank die Zinsen vorerst unverändert lassen. Erst für das kommende Jahr ist damit zu rechnen, dass sie die Zügel etwas strafft. Gegen Ende des Jahres 2006 dürfte der wichtigste Leitzins bei 2,5 Prozent liegen. Unterstellt ist dabei, dass der hohe Geldüberhang im Prognosezeitraum nicht zu einer deutlich rascheren Expansion der nominalen Nachfrage führt. Käme es anders, würde die EZB wegen ihres Mandats, die Preisniveaustabilität zu sichern, die Zinsen schneller anheben als hier unterstellt.

Abbildung 3:  
Kurzfristiger Zins und Taylor-Zins in Euroland 1999–2004



<sup>a</sup>In die Berechnung des Taylor-Zins gehen die Kerninflationsrate, die Annahme einer Zielinflationsrate von 1,75 Prozent sowie ein Realzins, der dem Potentialwachstum (berechnet mit dem HP-Filter) entspricht, ein.

Quelle: Eurostat (2005); EZB (2005b); eigene Berechnungen und Schätzungen.

## **Geringer Lohnauftrieb**

Der Anstieg der Löhne in Euroland hat sich im Verlauf des vergangenen Jahres abgeschwächt. Damit hat sich die seit Beginn des Jahres 2003 zu verzeichnende Tendenz zu geringeren Lohnerhöhungen fortgesetzt. Nach der Jahresmitte kam es sogar – maßgeblich bedingt durch eine Sonderentwicklung bei den Gehaltszahlungen im öffentlichen Sektor in Italien (EZB 2005a: 40) – zu einem sehr deutlichen Rückgang der Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 2,2 Prozent im zweiten Quartal 2004 auf nur noch 1,5 Prozent im dritten Quartal (Vorjahresvergleich). Auch das Tempo des Anstiegs anderer Lohnkostenindikatoren verringerte sich spürbar. So hat sich die Zunahme der Tarifverdienste seit der zweiten Jahreshälfte 2002 um knapp einen Prozentpunkt auf eine Rate von knapp 2 Prozent verlangsamt. Außerdem nahm die durchschnittliche Arbeitszeit ohne Lohnausgleich weiter zu, die Arbeitskosten je Stunde steigen seit geraumer Zeit schwächer als die monatlichen Bruttoverdienste. In den Jahren 1999–2002 hatte sich – nicht zuletzt infolge der Einführung der 35-Stunden-Woche in Frankreich – eine entgegengesetzte Tendenz gezeigt.

Die Lohnabschlüsse der vergangenen Monate lassen erwarten, dass der mit dem Anstieg der Ölpreise verbundene Kaufkraftentzug hingenommen wird. Höhere Lohnabschlüsse ließen sich angesichts der unverändert ungünstigen Lage am Arbeitsmarkt im Euroraum nicht durchsetzen. In einer Reihe von Ländern deuten sich für das laufende Jahr sogar geringere Lohnzuwächse an als im Vorjahr (Tabelle 4). Dies bedeutet, dass die realen Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer wohl nicht nennenswert steigen werden. Damit wird das real verfügbare Einkommen je Beschäftigten allenfalls leicht zunehmen; Abgabensenkungen, die in verschiedenen Ländern vorgenommen wurden oder noch werden, sind nur von geringem Gewicht. Gleichzeitig ist die Lohnpolitik jedoch beschäftigungsfördernd. Bei konjunkturbedingt verstärkten Produktivitätszuwächsen dürften die realen Lohnstückkosten in diesem und auch im kommenden Jahr spürbar sinken. Außerdem gibt die offenbar nachhaltige Lohnmoderation der EZB Raum, ihre Zinsen vorerst niedrig zu halten, denn von dieser Seite werden auf absehbare Zeit keine Stabilitätsrisiken ausgehen. Bei der insgesamt nur mäßigen Produktionsbelegung, weiterhin unterausgelasteten Kapazitäten und einem zunehmenden Wettbewerbsdruck auf den Arbeitsmärkten in wichtigen Ländern ist auch für das kommende Jahr keine Beschleunigung des Lohnauftriebs zu erwarten. So wird das Erreichen des Stabilitätsziels der

EZB unterstützt, werden doch die nominalen Lohnstückkosten mit einer Rate steigen, die deutlich unter 2 Prozent liegt (Tabelle 5).

*Tabelle 4:*

Lohnanstieg<sup>a</sup> in Euroland 2002–2006 (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	2002	2003	2004 <sup>b</sup>	2005 <sup>b</sup>	2006 <sup>b</sup>
Deutschland	1,5	1,6	0,1	0,7	1,0
Frankreich	2,4	2,3	3,0	2,7	2,3
Italien	2,5	3,8	3,0	2,4	2,5
Spanien	4,2	4,2	3,7	3,7	3,4
Niederlande	6,2	3,9	2,5	0,5	1,5
Portugal	4,4	4,1	3,0	2,7	2,5
Österreich	1,7	2,1	2,5	2,5	2,5
Belgien	3,7	2,5	2,8	2,5	2,5
Griechenland	9,2	4,0	6,5	5,0	4,5
Finnland	1,9	3,3	4,0	3,5	3,5
Irland	5,0	4,7	5,0	4,5	4,5
Luxemburg	3,7	2,1	3,3	3,0	3,0

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

*Quelle:* Europäische Kommission (2004); eigene Prognosen.

*Tabelle 5:*

Arbeitskosten und Produktivität in Euroland 2002–2006 (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	2002	2003	2004 <sup>a</sup>	2005 <sup>b</sup>	2006 <sup>b</sup>
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,5	2,3	2,0	1,9	1,9
Arbeitsproduktivität <sup>c</sup>	0,4	0,4	1,7	1,2	1,4
Lohnstückkosten	2,1	1,9	0,3	0,7	0,5

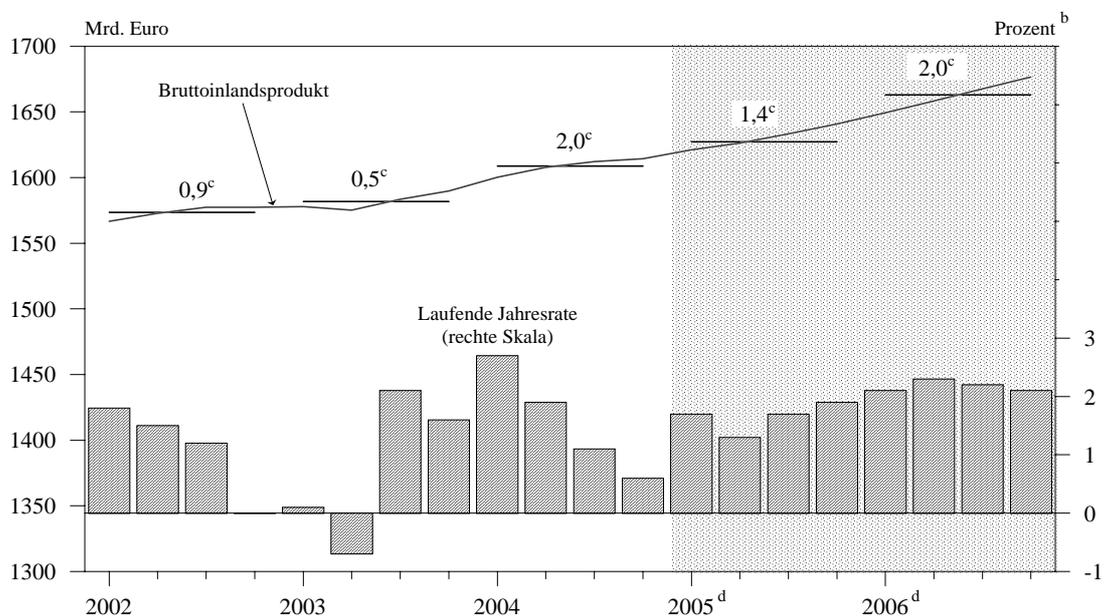
<sup>a</sup>Teilweise geschätzt. — <sup>b</sup>Prognose. — <sup>c</sup>Reales BIP je Beschäftigten.

*Quelle:* EZB (2005b); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Ausblick: Kapazitätsauslastung nimmt allmählich zu

Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die wirtschaftliche Aktivität im Euroraum im ersten Halbjahr 2005 verhalten sein wird (Abbildung 4). So hat sich der von der Europäischen Kommission ermittelte Vertrauensindikator in der Industrie in den vergangenen Monaten eingetrübt. Das Konsumentenvertrauen in Euroland befindet sich weiter auf einem niedrigen Niveau.

Abbildung 4:  
Reales Bruttoinlandsprodukt<sup>a</sup> in Euroland 2002–2006

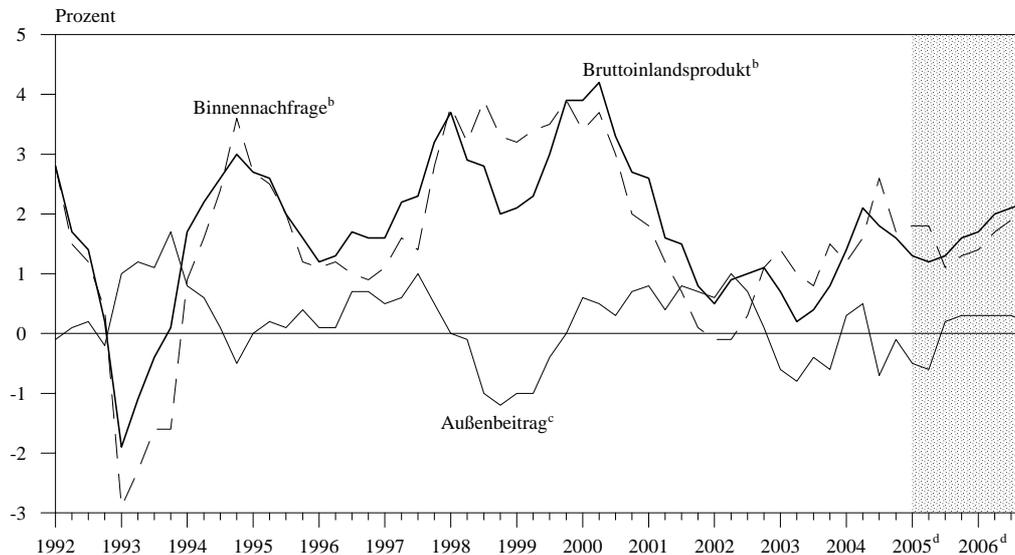


<sup>a</sup>Saisonbereinigt. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. —  
<sup>c</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — <sup>d</sup>Ab 2005 I: Prognose.

Quelle: Eurostat (2005); eigene Prognose.

Das reale Bruttoinlandsprodukt dürfte in der ersten Jahreshälfte abermals langsamer als das Potentialwachstum expandieren. Die Binnennachfrage wird aufgrund der dämpfenden Effekte des Ölpreisanstiegs nur wenig ausgeweitet werden (Abbildung 5). Angesichts der unsicheren Einkommenssituation dürften sich insbesondere die privaten Haushalte bei den Ausgaben zurückhalten. Weiterhin bleibt die Dynamik bei den Ausfuhren gering. Die anhaltende Expansion der Weltwirtschaft wird sich aufgrund der Aufwertung des Euro nicht in einem kräftigen Exportanstieg niederschlagen. In der zweiten Jahreshälfte dürfte sich die konjunkturelle Lage

Abbildung 5:  
Bruttoinlandsprodukt, Binnennachfrage und Außenbeitrag in Euroland<sup>a</sup> 1992–2006



<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 2005 I: Prognose.

Quelle: Eurostat (2005); eigene Prognose.

zunehmend verbessern, insbesondere da die dämpfenden Impulse des Ölpreisanstiegs auslaufen. Bei günstigeren Absatz- und Ertragsperspektiven werden die Unternehmen ihre Investitionen rascher ausweiten, zumal die Finanzierungsbedingungen günstig bleiben. Mit einer Verbesserung der Beschäftigungsperspektiven dürften die privaten Haushalte ihre Konsumneigung allmählich erhöhen. Zwar verlangsamt sich das weltwirtschaftliche Fahrttempo, doch lassen die Effekte des Wechselkursanstiegs nach, so dass die Exporte weiter moderat expandieren dürften. Alles in allem erwarten wir für dieses Jahr einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,4 Prozent (Tabelle 6). Die Arbeitslosenquote wird nur wenig zurückgehen.

Im kommenden Jahr dürfte sich die Konjunktur festigen. Zum einen fallen die dämpfenden Impulse des Ölpreisanstiegs und der Euroaufwertung weg, zum anderen ist die Geldpolitik weiter expansiv ausgerichtet. Bei steigender Kapazitätsauslastung und verbesserter Ertragslage wird die Investitionsbereitschaft zunehmen. Da sich die Einkommensperspektiven aufhellen, dürfte der Konsum zunehmend die Binnennachfrage stützen. Bei einem wieder günstigeren weltwirtschaftlichen Umfeld dürfte die Auslandsnachfrage zum Jahresende an Fahrt gewinnen. Unterstellt ist dabei, dass der Außenwert des Euro konstant bleibt. Insgesamt dürfte

das reale Bruttoinlandsprodukt um 2,0 Prozent ausgeweitet werden. Die Arbeitslosenquote dürfte im Jahresdurchschnitt auf 8,3 Prozent sinken (Tabelle 7).

Tabelle 6:

Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Euroland 2004, 2005 und 2006

	2004				2005				2006			
	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q. <sup>a</sup>	1.Q. <sup>b</sup>	2.Q. <sup>b</sup>	3.Q. <sup>b</sup>	4.Q. <sup>b</sup>	1.Q. <sup>b</sup>	2.Q. <sup>b</sup>	3.Q. <sup>b</sup>	4.Q. <sup>b</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>c</sup>	3,0	1,9	1,0	0,6	1,7	1,3	1,7	1,9	2,1	2,3	2,2	2,1
Inlandsnachfrage <sup>c</sup>	1,3	1,2	3,8	1,3	1,5	1,0	1,3	1,6	1,9	2,0	2,1	1,9
Privater Verbrauch <sup>c</sup>	3,1	0,2	0,3	1,8	1,1	1,1	1,2	1,3	1,7	1,9	1,9	1,8
Staatsverbrauch <sup>c</sup>	0,9	1,6	1,5	0,7	1,5	1,3	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,1
Anlageinvestitionen <sup>c</sup>	-0,4	1,9	2,6	2,4	1,7	2,1	2,1	2,5	2,7	2,9	3,0	2,9
Vorratsveränderungen <sup>d</sup>	-0,5	0,4	2,6	-0,4	0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Außenbeitrag <sup>d</sup>	1,6	0,7	-2,6	-0,7	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3
Exporte <sup>c,e</sup>	5,7	11,4	5,2	1,9	1,5	3,5	4,3	4,5	4,5	5,3	5,1	5,4
Importe <sup>c,e</sup>	1,5	10,1	13,1	3,9	1,1	2,9	3,4	3,9	4,3	5,0	4,8	4,9
Arbeitslosenquote <sup>f</sup>	8,9	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,7	8,6	8,5	8,4	8,3
Konsumentenpreise (HVPI) <sup>g</sup>	1,7	2,3	2,2	2,3	2,0	1,8	1,7	1,5	1,9	1,9	2,0	2,0
Geldmenge M3 <sup>c</sup>	4,5	4,9	7,9	7,3	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Zinssatz für Dreimonatsgeld	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,6
Zinssatz für Staatsanleihen (10 Jahre)	4,1	4,2	4,1	3,8	3,6	3,8	3,9	4,0	4,2	4,3	4,4	4,5
Wechselkurs gegenüber dem Dollar <sup>h</sup>	1,25	1,20	1,22	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Realer effektiver Wechselkurs <sup>i</sup>	106,1	103,7	104,5	107,1	106,2	106,2	106,2	106,2	106,2	106,2	106,2	106,2

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

Quelle: Eurostat (2005); EZB (2005b); OECD (2004b); eigene Berechnungen und Prognosen.

Der Auftrieb der Verbraucherpreise wird sich in diesem Jahr abschwächen. Zum einen ist die Kapazitätsauslastung niedrig, zum anderen werden die Energiepreise sinken. Im kommenden Jahr werden sich die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen mit anziehender Konjunktur allmählich vergrößern. Die EZB dürfte aber einem Anstieg der Inflationserwartungen entgegenwirken und die Leitzinsen leicht anheben. Im Jahresdurchschnitt 2006 dürfte der HVPI sein Niveau im Vorjahr um 1,9 Prozent übertreffen, nach 1,8 Prozent in diesem Jahr.

Tabelle 7:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Euroland 2003–2006

	Gewicht in Pro- zent <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>				Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>				Arbeitslosenquote <sup>d</sup>			
		2003	2004 <sup>e</sup>	2005 <sup>f</sup>	2006 <sup>f</sup>	2003	2004 <sup>e</sup>	2005 <sup>f</sup>	2006 <sup>f</sup>	2003	2004 <sup>e</sup>	2005 <sup>f</sup>	2006 <sup>f</sup>
Deutschland	29,3	-0,1	1,6	0,6	1,3	1,1	1,7	1,3	1,1	9,1	9,5	9,4	9,2
Frankreich	21,4	0,5	2,3	1,7	2,3	2,2	2,3	1,6	2,3	9,5	9,6	9,5	9,0
Italien	17,9	0,4	1,1	1,0	2,0	2,8	2,3	1,7	2,0	8,4	8,0	8,1	7,9
Spanien	10,3	2,5	2,7	2,4	3,0	3,2	3,0	2,6	2,8	11,3	10,8	10,3	9,9
Niederlande	6,3	-0,9	1,3	1,2	2,1	2,2	1,4	1,4	1,7	3,7	4,7	4,7	4,1
Belgien	3,7	1,3	2,7	2,2	2,5	1,5	1,9	1,6	1,9	7,9	7,8	8,0	7,7
Österreich	3,1	0,8	2,1	2,3	2,5	1,4	1,9	2,1	2,2	4,3	4,5	4,4	4,0
Finnland	2,0	2,5	3,4	2,9	3,5	1,3	0,2	0,7	1,6	9,0	8,9	8,6	8,1
Griechenland	2,1	4,3	3,9	2,8	3,8	3,4	3,0	3,5	3,2	9,7	10,3	9,5	9,3
Portugal	1,8	-1,2	1,1	1,4	2,6	3,3	2,5	1,8	2,4	6,2	6,7	6,6	6,1
Irland	1,9	3,7	5,7	4,3	5,4	4,0	2,3	1,9	3,0	4,6	4,5	4,3	4,0
Luxemburg	0,3	2,1	4,4	3,4	3,3	2,6	3,2	2,3	2,8	3,7	4,2	3,8	3,5
<b>Euroland</b>	<b>100,0</b>	<b>0,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>8,7<sup>g</sup></b>	<b>8,8<sup>g</sup></b>	<b>8,6<sup>g</sup></b>	<b>8,3<sup>g</sup></b>

<sup>a</sup>Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2003. — <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 Erwerbspersonen von 2003.

Quelle: EZB (2005b); OECD (2004a); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Exkurs: Was leisten Vertrauensindikatoren für die kurzfristige Prognose der Konjunktur im Euroraum?

Frühindikatoren sind für die kurzfristige Prognose der Konjunktur von wesentlicher Bedeutung. Zum einen liegen die Daten der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung, die die Grundlage der Prognosen darstellen, erst mit etwa zwei Monaten Verzögerung vor, und Frühindikatoren können über das Ausmaß der wirtschaftlichen Aktivität in diesen zwei Monaten informieren, soweit sie zeitnäher verfügbar sind. Zum anderen enthalten Frühindikatoren oft zusätzliche Informationen hinsichtlich der weiteren Entwicklung der Konjunktur. Unter den Frühindikatoren spielen Vertrauensindikatoren eine wichtige Rolle. Sie sollen hier näher analysiert werden.

In der EU werden Vertrauensindikatoren unter anderem von der EU-Kommission bereitgestellt, die nationale Forschungsinstitute mit deren Erhebung beauftragt hat. Die Indikatoren

sind zeitnah verfügbar; für den laufenden Monat werden sie jeweils Mitte dieses Monats erhoben und am Monatsende veröffentlicht. Gegen Ende eines Quartals liegen also auch die Indikatoren für das jeweilige Quartal vor, während das reale Bruttoinlandsprodukt dieses Quartals erst zwei Monate später publiziert wird.

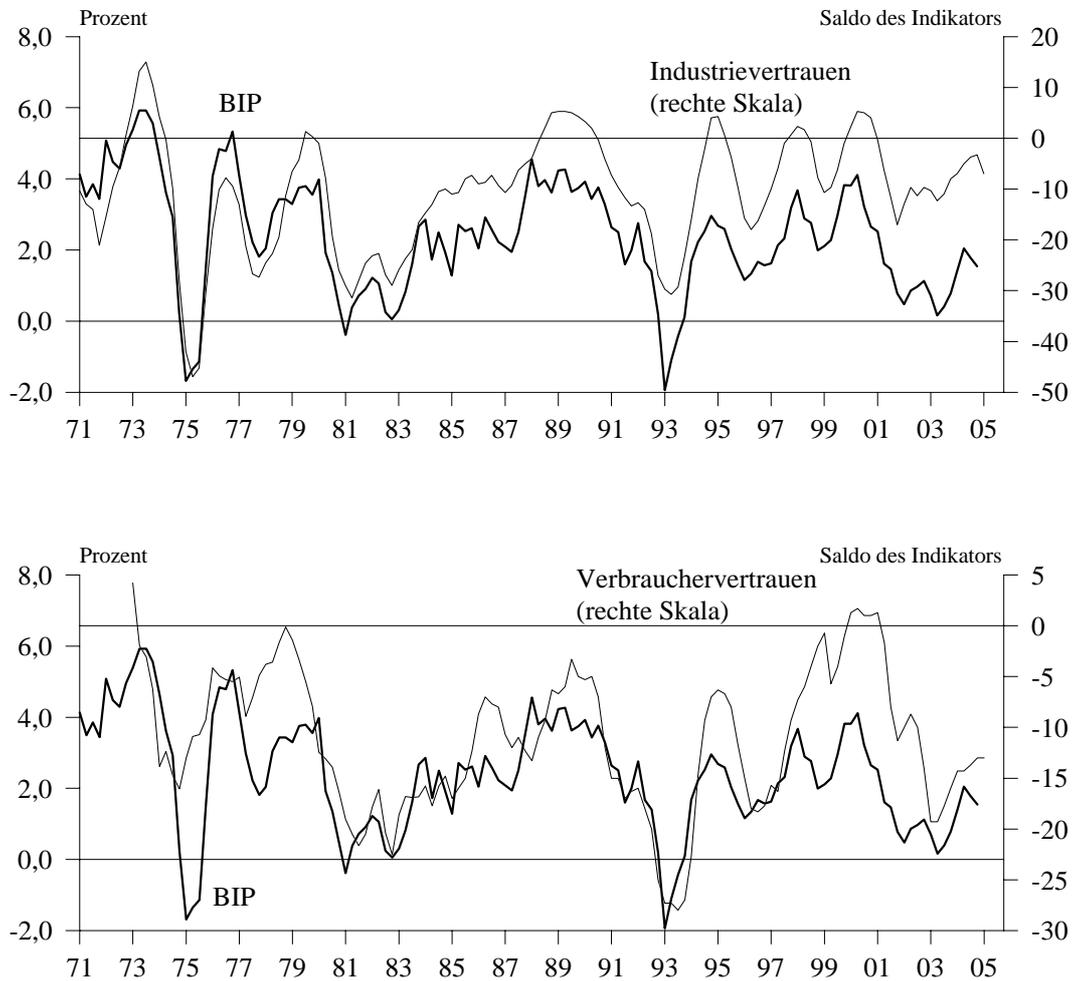
Im Folgenden werden die statistischen Indikatoreigenschaften des Industrievertrauens und des Konsumentenvertrauens für den Euroraum untersucht. Als Grundlage dienen Quartalsdaten für den Euroraum. Referenzreihe ist das reale Bruttoinlandsprodukt.<sup>19</sup> Abbildung 6 zeigt die Referenzreihe (Vorjahresvergleich) und die Indikatoren seit 1971 bzw. 1973. In der Tat besteht ein enger Zusammenhang zwischen den Reihen.

Dieser Befund wird erhärtet durch eine Berechnung der Kreuzkorrelationskoeffizienten zwischen der Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorjahr und den Indikatoren, für Vorläufe von bis zu vier und Nachläufe von bis zu zwei Quartalen (Tabelle 8). Im oberen Teil sind die auf der Basis des gesamten Stützzeitraums von 1971 bzw. 1973 bis 2004 berechneten Korrelationen dargestellt, im unteren die für die Zeit von 1993 bis 2004; der Vergleich der Perioden gibt Aufschluss über die Stabilität der Zusammenhänge. Unabhängig vom Stützzeitraum liegt die höchste Korrelation offenbar kontemporär vor, wobei allerdings gegenüber den Korrelationen bei einem Vorlauf von einem Quartal die Unterschiede für beide Indikatoren relativ gering sind. Die Korrelationskoeffizienten sind mit etwa 0,7 im Gesamtzeitraum schon relativ hoch, im Zeitraum von 1993 bis 2004 liegen sie noch etwa um 0,1 höher, wobei nun beim Konsumentenvertrauen auch bei zwei Quartalen Vorlauf noch eine relativ hohe Korrelation feststellbar ist.

---

<sup>19</sup> Ein Problem besteht darin, dass die Indikatoren nur bis 1985 zurückreichen, die amtliche Referenzreihe sogar nur bis 1991. Dieser Zeitraum erscheint für eine statistische Analyse recht kurz, daher wurden die Reihen mit Daten aus anderen Quellen bis Anfang der siebziger Jahre zurück verlängert. Für Deutschland, Frankreich, Italien und Belgien liegen die Industrievertrauensindikatoren ab 1967 und die Konsumentenvertrauensindikatoren immerhin ab 1973 vor; für die Niederlande gibt es Daten zum Industrievertrauen ab 1972. Da diese Länder zusammen knapp 80 Prozent des Bruttoinlandsprodukts des Euroraums repräsentieren, wurden mithilfe dieser Daten lange Reihen für die Indikatoren erstellt, wobei als Gewichte der Einfachheit halber die aktuellen Anteile der Länder am Bruttoinlandsprodukt des Euroraums verwendet wurden. Die Gewichtung lautet für die Zeit von 1967Q4–1971Q4: Deutschland 0,4, Frankreich 0,3, Italien 0,25, Belgien 0,05 und für die Zeit von 1972–1984: Deutschland 0,37, Frankreich 0,27, Italien 0,23, Niederlande 0,08, Belgien 0,05. Die Referenzreihe zum realen Bruttoinlandsprodukt wurde mithilfe der Daten von Fagan et al. (2005) bis ins Jahr 1970 zurück verlängert.

Abbildung 6:  
Vertrauensindikatoren und reales Bruttoinlandsprodukt<sup>a</sup> im Euroraum 1971–2005



<sup>a</sup>Anstieg im Vergleich zum Vorjahr in Prozent.

Quelle: Europäische Kommission (2005); Fagan et al. (2005); eigene Berechnungen.

Deutlich geringer fallen die Kreuzkorrelationskoeffizienten aus, wenn man alternativ als Referenzreihe die Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorquartal heranzieht (Tabelle 9). Auch die Vorlaufeigenschaften stellen sich nun anders dar. Für das Industrievertrauen ergibt sich ein maximaler Vorlauf von zwei bis drei Quartalen, allerdings mit deutlich niedrigeren Korrelationskoeffizienten von etwa 0,55 (1971 bis 2004) bzw. 0,6 (1993 bis 2004). Für das Verbrauchervertrauen sind spürbare Unterschiede zwischen den Untersuchungsperioden erkennbar. Im gesamten Stützzeitraum liegt der maximale Vorlauf dieses Indikators bei null oder einem Quartal, mit Korrelationskoeffizienten von 0,45, im Zeitraum von 1993 bis 2004 beträgt der Vorlauf dagegen zwei bis drei Quartale, mit Koeffizienten von 0,58 bzw. 0,56.

Tabelle 8:

Zusammenhang zwischen den Vertrauensindikatoren und der Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukt gegenüber dem Vorjahr – Kreuzkorrelationskoeffizienten für verschiedene Vorläufe und Nachläufe

Vorlauf der Indikatoren in Quartalen <sup>a</sup>	4	3	2	1	0	-1	-2
<i>Stützzeitraum 1971–2004</i>							
Industrievertrauen	0,17	0,38	0,59	0,72	0,74	0,62	0,41
Verbrauchervertrauen <sup>b</sup>	0,28	0,40	0,51	0,60	0,67	0,63	0,54
<i>Stützzeitraum 1993–2004</i>							
Industrievertrauen	0,07	0,35	0,63	0,82	0,88	0,66	0,39
Verbrauchervertrauen <sup>b</sup>	0,51	0,67	0,78	0,82	0,79	0,57	0,32

<sup>a</sup>Negatives Vorzeichen: Nachlauf. — <sup>b</sup>Stützzeitraum 1973–2004.

*Quelle:* Europäische Kommission (2005); eigene Berechnungen.

Tabelle 9:

Zusammenhang zwischen den Vertrauensindikatoren und der Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukt gegenüber dem Vorquartal – Kreuzkorrelationskoeffizienten für verschiedene Vorläufe und Nachläufe

Vorlauf der Indikatoren in Quartalen <sup>a</sup>	4	3	2	1	0	-1	-2
<i>Stützzeitraum 1971–2004</i>							
Industrievertrauen	0,35	0,51	0,57	0,55	0,39	0,18	-0,01
Verbrauchervertrauen <sup>b</sup>	0,30	0,38	0,43	0,45	0,45	0,33	0,21
<i>Stützzeitraum 1993–2004</i>							
Industrievertrauen	0,30	0,51	0,62	0,62	0,49	0,14	-0,07
Verbrauchervertrauen <sup>b</sup>	0,50	0,56	0,58	0,53	0,41	0,13	-0,06

<sup>a</sup>Negatives Vorzeichen: Nachlauf. — <sup>b</sup>Stützzeitraum 1973–2004.

*Quelle:* Europäische Kommission (2005); eigene Berechnungen.

Insgesamt besteht zwischen den Indikatoren und der Konjunktur also ein enger Zusammenhang mit Vorlauf, der allerdings kurzfristig immer wieder gestört wird. Außerdem zeigt die Untersuchung, dass der Zusammenhang zwischen den Indikatoren und der Referenzreihe im Zeitablauf enger geworden ist.

Nun soll untersucht werden, wie stark der Prognosefehler eines quantitativen Prognosemodells durch die Verwendung der Vertrauensindikatoren sinkt. Ausgangspunkt ist ein mehrstufiges Prognosemodell, bei dem im ersten Schritt die Zunahme des realen Bruttoinlands-

produkts gegenüber dem Vorquartal  $\Delta y_t$  in Abhängigkeit des kontemporären Wertes des Indikators  $I_t$  mittels der Regressionsgleichung

$$(1) \quad \Delta y_t = \sum_{i=1}^p \alpha_{1i} \Delta y_{t-i} + \sum_{j=0}^q \beta_{1j} I_{t-j} + D_{1t} + \varepsilon_{1t}$$

prognostiziert wird, wobei  $\alpha$  und  $\beta$  die zu schätzenden Parameter sind und  $\varepsilon$  den Störterm und  $D$  einen Vektor mit deterministischen Variablen wie Konstanten, Trends und Dummy-Variablen bezeichnet. Beim ersten Prognoseschritt kommt also der Veröffentlichungsvorlauf des Indikators von einem Quartal zum Tragen.

Im zweiten Schritt wird  $\Delta y_t$  in Abhängigkeit von dem um ein Quartal verzögerten Wert von  $I_t$  mittels einer weiteren Regressionsgleichung

$$(2) \quad \Delta y_t = \sum_{i=1}^p \alpha_{2i} \Delta y_{t-i} + \sum_{j=1}^q \beta_{2j} I_{t-j} + D_{2t} + \varepsilon_{2t}$$

vorhergesagt; nun wird der Prognosevorlauf des Indikators genutzt. Für weitere Prognose-schritte müsste nun  $\Delta y_t$  in Abhängigkeit des um zwei Quartale verzögerten Werts von  $I_t$  darstellbar sein; ein statistisch signifikanter Zusammenhang ließ sich jedoch nicht ermitteln. Alternativ kann ein Modell eingesetzt werden, d.h. ein Modell, das den Indikator in Abhängigkeit von der eigenen Dynamik und von Veränderungen des realen Bruttoinlandsprodukts darstellt

$$(3) \quad I_t = \sum_{k=1}^m \delta_k \Delta y_{t-k} + \sum_{l=1}^n \mu_l I_{t-l} + D_{3t} + \varepsilon_{3t}.$$

Hier sind  $\delta$  und  $\mu$  die zu schätzenden Parameter. Mittels des Systems (1) bzw. (2) und (3) lassen sich nun beliebig viele weitere Prognoseschritte für  $\Delta y_t$  und  $I_t$  machen. Für die ersten 8 Prognoseschritte soll das gesamte mehrstufige Prognosesystem nun mit einer rein autoregressiven Prognose, in die also keine Indikatorinformationen eingehen, verglichen werden.

Als Indikatoren kommen das Industievertrauen und das Verbrauchervertrauen gemeinsam zum Einsatz. Es zeigt sich, dass beide Indikatoren in der Gleichung für den Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts einen signifikanten, kontemporären Einfluss haben. Zudem erweist sich das Industievertrauen in den Vereinigten Staaten, repräsentiert durch den Einkaufsmana-

gerindex des Institute for Supply Chain Management (ISM), ähnlich wie bei Borbély und Meier (2005), als signifikant für die Prognose des Industrievertrauens im Euroraum. Insgesamt ergibt sich damit ein VAR-Modell mit vier Variablen. Für die Spezifikation dieses Modells und die Schätzung der Parameter kommen die üblichen Methoden zum Einsatz (vgl. etwa Benner und Meier 2004; Borbély und Meier 2005).

Die Parameter der Modelle werden vor jedem Prognoseschritt mit den bis dahin vorliegenden Daten geschätzt. Als Maßstab der Prognosegüte des Modells im Vergleich zu dem einfachen autoregressiven Modell wird die Wurzel aus dem mittleren quadratischen Prognosefehler (RMSE) verwendet. Abbildung 7 vergleicht die Prognosen des mehrstufigen Modells für verschiedene Prognosehorizonte mit dem Anstieg der Referenzreihe zum Vorquartal (laufende Jahresrate) über den Zeitraum von 1988Q1 bis 2004Q4. Oben links sind die 1-Schritt-Prognosen dargestellt, darunter die 2-Schritt-Prognosen usw. Offenbar sind die 1- und 2-Schritt-Prognosen vergleichsweise nah an der tatsächlichen Reihe; bei weiteren Schritten liegen sie häufig recht deutlich daneben. Tabelle 10 zeigt die geschätzten RMSE für den Vorquartalsanstieg des realen Bruttoinlandsprodukts (auf Jahresrate hochgerechnet). Tatsächlich weist das indikatorgestützte Prognosemodell für den ersten und zweiten Prognoseschritt einen geringeren Prognosefehler auf als das autoregressive Modell; allerdings sind die Unterschiede nur für den ersten Schritt statistisch signifikant. Ab dem dritten Quartal liegt der Prognosefehler des indikatorgestützten Modells über dem des autoregressiven Modells. Die Modellierung im Rahmen des vektorautoregressiven Ansatzes bringt also keinen Informationsgewinn.<sup>20</sup>

*Tabelle 10:*  
Prognosefehler des Indikatormodells und des einfachen AR-Modells<sup>a</sup>

Prognoseschritte	1	2	3	4	5	6	7	8
Indikator-Modell	1,2*	1,6	1,7	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
AR-Modell	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8

\*Signifikant bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 10 Prozent nach dem Test von Diebold und Mariano (1995).

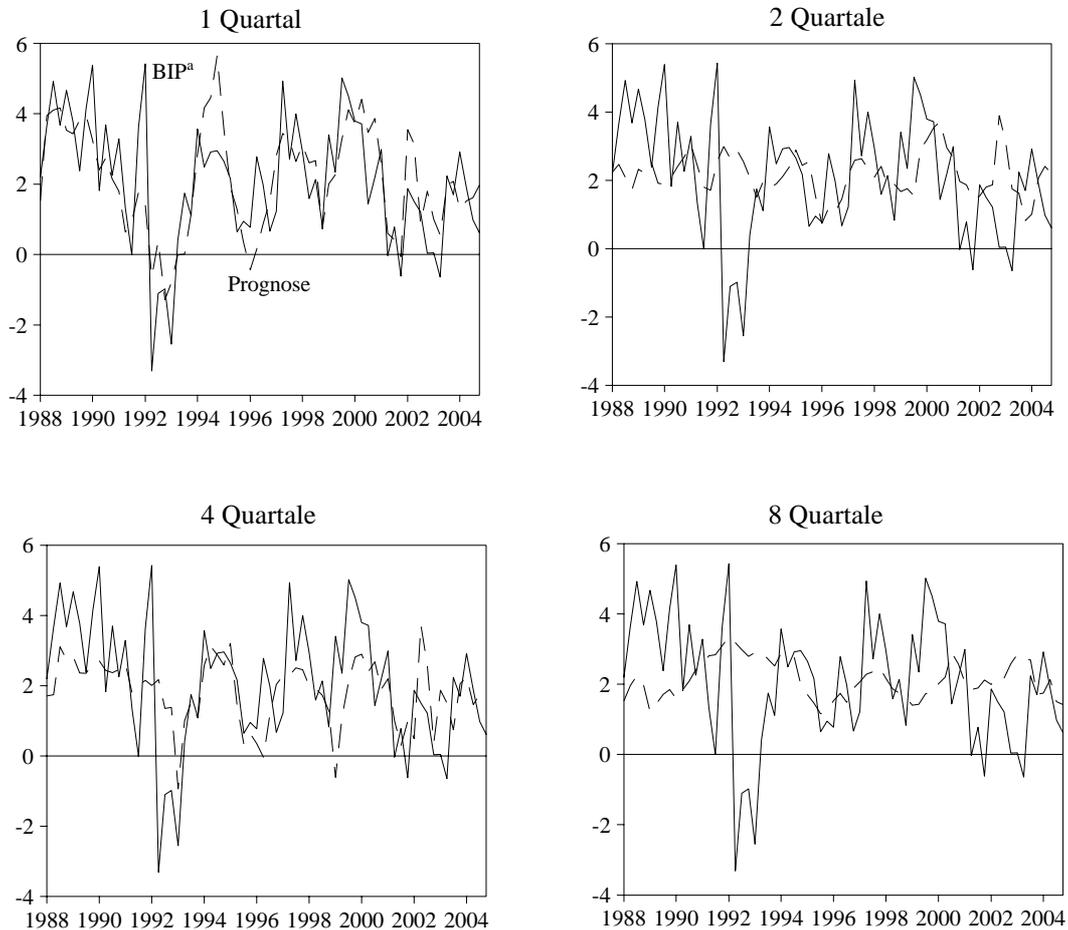
<sup>a</sup>Gütemaß: Wurzel aus dem mittleren quadratischen Prognosefehler (RMSE).

*Quelle:* Eigene Berechnungen.

<sup>20</sup> Die ausgewiesenen Prognosefehler unterzeichnen den tatsächlichen Fehler in einer „Echtzeit“-Anwendung des Modells, da sie davon ausgehen, dass die Vergangenheitsdaten des realen Bruttoinlandsprodukts fix sind. Tatsächlich werden diese häufig revidiert.

Abbildung 7:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Prognosen des Indikatorenmodells bei unterschiedlichen Prognosehorizonten 1988–2004



<sup>a</sup>Anstieg im Vergleich zum Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2005); eigene Berechnungen.

Alles in allem zeigt sich, dass Vertrauensindikatoren auch im Euroraum für die Konjunkturprognose wichtige Informationen enthalten. Diese ergibt sich im Wesentlichen daraus, dass sie frühzeitig veröffentlicht werden. Besonders gut gelingt es durch sie, die konjunkturelle Grundtendenz zu erfassen. Die quartalsweisen Schwankungen des Zuwachses des realen Bruttoinlandsprodukts lassen sich ebenfalls etwas besser prognostizieren; die kurzfristigen Prognosefehler dürften allerdings auch bei Verwendung der Indikatoren vergleichsweise hoch bleiben. Für das reale Bruttoinlandsprodukt des Euroraums im ersten Quartal 2005 zeigt das VAR-Modell auf der Basis der Indikatorinformationen an, dass ein Anstieg mit einer laufenden Jahresrate von 0,5 Prozent ähnlich moderat wie im Vorquartal expandiert ist; das Konfidenzintervall bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 67 Prozent (1 Standardfehler) reicht von

–0,6 bis 1,7 Prozent. Unsere Prognose, die weitere Informationen aus Frühindikatoren, ökonomische Überlegungen sowie Sondereffekten wie etwa die Problematik des Arbeitstageffekts in Deutschland berücksichtigt, liegt im oberen Bereich des Konfidenzintervalls der Indikatorprognose.

## Literatur

- Benner, J., und C.-P. Meier (2004). Prognosegüte alternativer Frühindikatoren für die Konjunktur in Deutschland. *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 224 (6): 639–652.
- Benner, J., K. Carstensen, K.-J. Gern, F. Oskamp und J. Scheide (2004). Euroland: Konjunktur verliert wieder an Fahrt. *Die Weltwirtschaft* (3): 276–300.
- Benner, J., K.-J. Gern, A. Kamps, F. Oskamp, B. Sander, J. Scheide und R. Schweickert (2005). Geringere Dynamik der Weltkonjunktur. *Die Weltwirtschaft* (1). (In Vorbereitung.)
- Borbély, D., und C.-P. Meier (2005). Assessing Macroeconomic Forecast Uncertainty. An Application to the Risk of Deflation in Germany. *Kredit und Kapital*, in Vorbereitung.
- Boss, A., und J.-O. Lorz (1995). Die öffentliche Verschuldung in der Bundesrepublik Deutschland. *Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften* 46 (2): 152–183.
- Deutsche Bundesbank (2004). Zur Debatte über eine Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts. *Monatsbericht* (November): 9.
- Diebold, F.X., und R.S. Mariano (1995). Comparing Predictive Accuracy. *Journal of Business and Economic Statistics* 13 (1): 253–263.
- Döpke, J., J.-W. Krämer und E. Langfeldt (1994). Konjunkturelle Frühindikatoren in Deutschland. *Konjunkturpolitik* 40 (2): 135–153.
- Europäische Kommission (2004). *European Economy – Economic Forecasts Autumn 2004*. Brüssel.
- Europäische Kommission (2005). *Business and Consumer Survey Results*. Februar. Brüssel.
- Eurostat (2005). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2005a). *Monatsbericht*. Januar. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2005b). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- Fagan, G., J. Henry und R. Mestre (2005). An Area-Wide Model for the Euro Area. *Economic Modelling* 22 (1): 39–59.
- Institut für Weltwirtschaft (2004). Stellungnahme des Instituts für Weltwirtschaft zum Stabilitäts- und Wachstumspakt. Via Internet (28. Februar 2005) <<http://www.uni-kiel.de/ifw/pub/stellungnahme.pdf>>
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2004a). *Main Economic Indicators*. Dezember. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2004b). *Economic Outlook*. Dezember. Paris.
- Sachverständigenrat (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) (2003). *Staatsfinanzen konsolidieren – Steuersystem reformieren. Jahresgutachten 2003/04*. Wiesbaden.

- Scheide, J., und R. Solveen (1997). Before EMU Starts: Economic Policy Stimulates Recovery in Europe. Kiel Discussion Papers 294. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Taylor, J.B. (1993). Discretion Versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39: 195–214.
- Taylor, J.B. (2000). Reassessing Discretionary Fiscal Policy. *Journal of Economic Perspectives* 14 (3): 21–36.
- Wyplosz, C. (2005). Fiscal Policy: Institutions Versus Rules. *Journal of the National Institute of Economic and Social Research* 191 (Januar): 64–78.