

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

Book Part — Published Version

Euroland: konjunkturelle Expansion erreicht Höhepunkt

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Gern, Klaus-Jürgen; Meier, Carsten-Patrick; Scheide, Joachim (2006) : Euroland: konjunkturelle Expansion erreicht Höhepunkt, In: Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2006, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel, pp. 24-35

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/3892>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Euroland: Konjunkturelle Expansion erreicht Höhepunkt

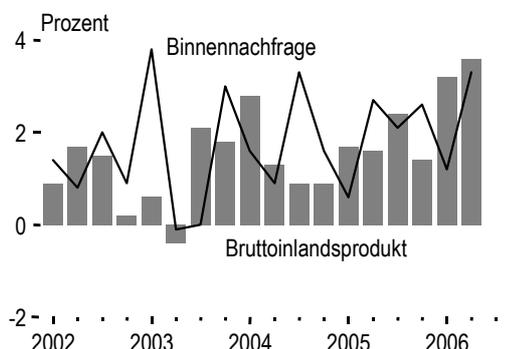
*Klaus-Jürgen Gern, Carsten-Patrick Meier
und Joachim Scheide*

Zusammenfassung:

Der Konjunkturaufschwung in Euroland erreicht in diesem Jahr seinen Höhepunkt. Mit einem Anstieg des realen BIP um 2,7 Prozent wird das beste Ergebnis seit 6 Jahren erzielt. Etwas langsamer geht es 2007 voran, weil der Boom in der Weltwirtschaft zu Ende geht und die Geldpolitik nicht mehr anregt. Das reale BIP wird nur noch um 2 Prozent zulegen. Bei alledem kommt die Haushaltskonsolidierung in Euroland nicht voran.

Der konjunkturelle Aufschwung im Euroraum hat sich weiter verstärkt. Im Verlauf des ersten Halbjahrs nahm das reale Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von 3,4 Prozent zu (Abbildung 1). Seit geraumer Zeit expandieren die Ausfuhren kaum rascher als die Einfuhren; der Wachstumsbeitrag aus dem Ausland war auch im ersten Halbjahr nicht sehr groß. Die wesentlichen Impulse für die Konjunktur kamen von der Inlandsnachfrage. So sind die Anlageinvestitionen kräftig ausgeweitet worden, wobei sich der Anstieg insbesondere bei den Ausrüstungen beschleunigt haben dürfte. Dabei wirkten sich die immer noch niedrigen Zinsen wie auch die günstige Ertragslage positiv aus. Etwas verstärkt hat sich im Verlauf dieses Jahres der Zuwachs der privaten Konsumausgaben. Zwar wurden die real verfügbaren Einkommen durch den abermaligen Anstieg der Energiepreise gedrückt. Die Verbraucher sind aber vor dem Hintergrund der Besserung auf dem Arbeitsmarkt deutlich zuversichtlicher geworden. So wurde die Beschäftigung etwas beschleunigt ausgeweitet, und die Arbeitslosigkeit bildete sich weiter zurück. Die Arbeitslosenquote belief sich zuletzt auf 7,8 Prozent, nach einem Stand von 8,2 Prozent zu Beginn dieses Jahres (Abbildung 2). Vor allem wegen des erneuten Preischubs bei Energie blieb die Inflationsrate oberhalb des Stabilitätsziels der Europäischen Zentralbank (EZB). Der Index der Verbraucher-

Abbildung 1:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Euroland 2002–2006^a

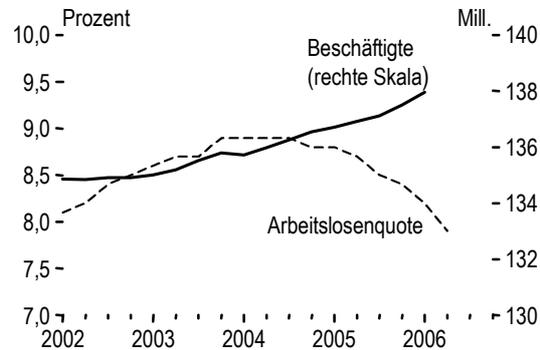


^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2006).

Euroland: Konjunkturelle Expansion erreicht Höhepunkt

Abbildung 2:
Arbeitsmarkt in Euroland 2002–2006^a



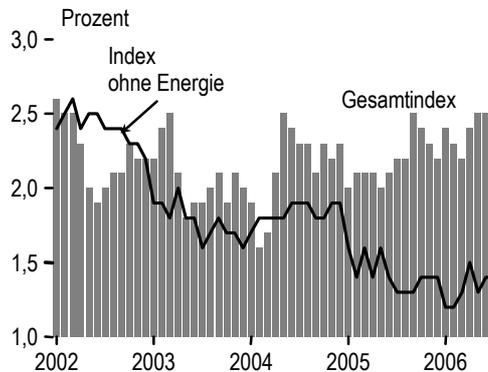
^aSaisonbereinigt.

Quelle: Eurostat (2006); EZB (2006).

preise (HVPI) lag in den Sommermonaten um 2,4 Prozent über dem Niveau im Vorjahr. Kaum beschleunigt hat sich die Kerninflation; die Rate lag zuletzt bei knapp 1,5 Prozent (Abbildung 3).

Im Euroraum ohne Deutschland verlief die Konjunktur ebenfalls sehr dynamisch. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm in den ersten beiden Quartalen dieses Jahres mit einer Rate von 3,5 Prozent (laufende Jahresrate) zu und damit nur geringfügig schneller als im Euroraum insgesamt (Abbildung 4). Dabei war die Inlandsnachfrage ebenfalls die treibende Kraft. Insbesondere hat sich der Zuwachs bei den Anlageinvestitionen weiter verstärkt. Anders als in Deutschland wurden die realen Ausgaben der privaten Haushalte deutlich ausgeweitet; seit geraumer Zeit steigen sie jährlich um etwa 2 Prozent (Abbildung 5). Die Wettbewerbsfähigkeit des übrigen Euroraums hat sich im Verlauf dieses Jahres als Folge der realen Aufwertung des Euro wieder etwas verschlechtert; auch gegenüber Deutschland verringerte sie sich leicht, denn der Preisanstieg war im bisherigen Verlauf dieses Jahres um rund einen halben Prozentpunkt höher.

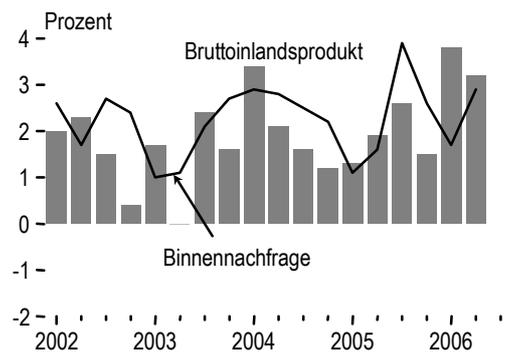
Abbildung 3:
Verbraucherpreise in Euroland 2002–2006^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat (2006); eigene Berechnungen.

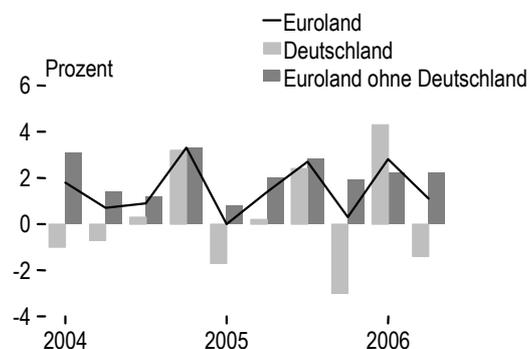
Abbildung 4:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Euroland ohne Deutschland 2002–2006^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2006).

Abbildung 5:
Privater Konsum (real) in Euroland 2004–2006^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate.

Quelle: Eurostat (2006); eigene Berechnungen.

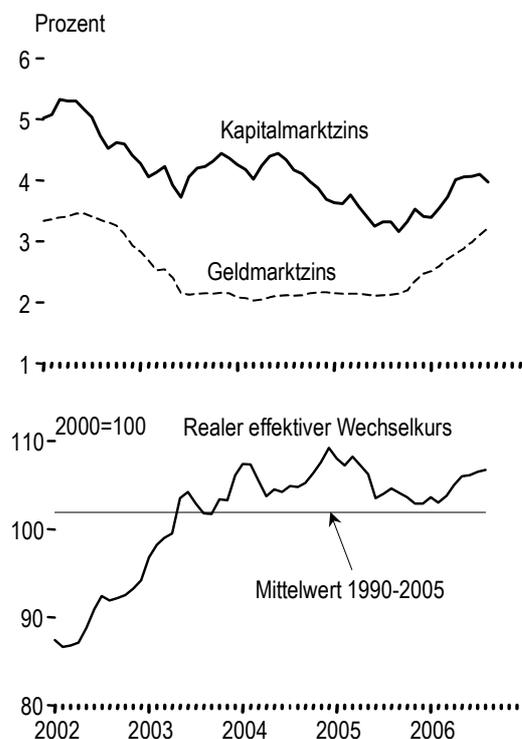
EZB auf dem Weg zu einer neutralen Politik

Vor dem Hintergrund der nachhaltig über dem Ziel liegenden Inflationsrate und der kräftig anziehenden Konjunktur hat die EZB ihren Kurs weiter gestrafft. Der maßgebliche Leitzins (Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems) wurde im August auf 3,0 Prozent angehoben. In der Folge sind die Geldmarktzinsen ebenfalls gestiegen (Abbildung 6). Dreimonatsgeld kostete Mitte September rund 3,3 Prozent; offenbar rechnen die Finanzmärkte mit weiter steigenden Leitzinsen in den kommenden Monaten. Der kurzfristige Realzins hat seit rund einem Jahr ebenfalls angezogen. Berechnet als Differenz zwischen dem Nominalzins und der Kerninflationsrate belief er sich zuletzt auf etwas mehr als 1,5 Prozent und ist damit nur noch wenig niedriger als im langjährigen Durchschnitt. Die Kapitalmarktzinsen haben ihren Anstieg, der

bis zur Jahresmitte zu beobachten war, nicht fortgesetzt. Gleichwohl lag die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen zuletzt mit rund 4 Prozent um etwa einen halben Prozentpunkt höher als zu Jahresbeginn. Real gerechnet – also korrigiert um die Inflationserwartungen, die gemessen werden können an der Break-Even-Inflationsrate für indexierte Anleihen – sind sie mit knapp 2 Prozent im historischen Vergleich immer noch niedrig. Ein Grund für die zunehmende Straffung der geldpolitischen Zügel ist die anhaltend starke Zunahme der Geldmenge M3; zudem werden die Kredite an den privaten Sektor seit geraumer Zeit sehr kräftig – nämlich mit zweistelligen Raten – ausgeweitet. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure im Euroraum hat sich in den vergangenen Monaten wieder etwas verschlechtert. Real effektiv wertete der Euro seit dem Frühjahr um rund 3 Prozent auf; er gewann insbesondere gegenüber dem japanischen Yen, aber auch gegenüber dem US-Dollar an Wert. Alles in allem haben sich die monetären Rahmenbedingungen in den vergangenen sechs Monaten verschlechtert, die Konjunktur wird so allmählich weniger angeregt.

Die Europäische Zentralbank hat signalisiert, dass sie die Leitzinsen weiter anheben wird. Hierfür spricht, dass die Projektionen des Stabes der EZB – im Einklang mit den Prognosen des Marktes – im Verlauf des Jahres wiederholt angehoben wurden, und zwar sowohl die für die Inflationsrate als auch die für den Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts (EZB 2006). Dabei hat die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation im Euroraum auch im kommenden Jahr höher sein wird, als es im Rahmen der EZB-Strategie angestrebt wird, weiter zugenommen. Der Mittelwert des Konfidenzintervalls liegt mittlerweile bei 2,4 Prozent, obwohl unterstellt ist, dass die kurzfristigen Zinsen auf 3,9 Prozent anziehen.¹

Abbildung 6:
Monetäre Rahmenbedingungen in Euroland 2002–2006



Quelle: EZB (2006); eigene Berechnungen.

¹ Seit Juni 2006 veröffentlicht die EZB die Projektionen u.a. unter der technischen Annahme, dass sich der Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld im Prognosezeitraum gemäß den Markterwartungen entwickelt (vgl. Dovern et al. 2006: 10). Daneben wird von der EZB unterstellt, dass der Rohölpreis pro Barrel von 71 US-Dollar in diesem Jahr auf 77,6 US-Dollar im Jahr 2007 steigt.

Euroland: Konjunkturelle Expansion erreicht Höhepunkt

Kasten 1:

Eine vorausschauende Taylor-Regel für den Euroraum auf der Basis von (Quasi-)Echtzeitdaten

Der Taylor-Regel zufolge sollte die Notenbank einen Zins i oberhalb des konjunkturalneutralen Niveaus i^* anstreben, wenn die tatsächliche Inflationsrate π die Zielinflationsrate π^* übersteigt und/oder die gesamtwirtschaftliche Produktion y das Produktionspotential y^* übertrifft. Der Taylor-Zins i berechnet sich somit als

$$(1) \quad i_t = i_t^* + \beta_1(\pi_t - \pi_t^*) + \beta_2(y_t - y_t^*),$$

wobei t ein Zeitindex ist und β_1 und β_2 die Gewichte der beiden Argumente. Taylor (1993) hat für die Vereinigten Staaten auf Basis der Jahre 1987 bis 1992 eine Gewichtung mit jeweils 0,5 für beide vorgeschlagen. Für den Euroraum liegen mittlerweile Daten für fast acht Jahre vor; diese reichen aus, um mithilfe von Zeitreihendaten zu schätzen, welche Gewichtung man für die EZB unterstellen kann. Dies soll im Folgenden getan werden, auch um abzuleiten, welche Zinspolitik für den Prognosezeitraum zu erwarten ist.

Eine Schwierigkeit dabei ist, dass mit dem neutralen Zinsniveau i^* und dem Produktionspotential y^* zwei unbeobachtbare Größen in die Berechnung des Taylor-Zinses eingehen, die ihrerseits geschätzt werden müssen. Zwischen diesen beiden Größen besteht allerdings ein Zusammenhang. Wachstumstheoretischen Überlegungen zufolge sollte das reale neutrale Zinsniveau $r^* = i^* - \pi$ eng mit der Wachstumsrate des Produktionspotentials $\hat{y}_t^* = y_t^* - y_{t-1}^*$ korreliert sein. Erweitert man (1) sowohl mit π als auch mit π^* und approximiert den dann entstehenden Ausdruck $i^* - \pi$ durch \hat{y}^* , so lässt sich (1) schreiben als

$$(2) \quad i_t = \hat{y}_t^* + \pi_t^* + \delta_1(\pi_t - \pi_t^*) + \beta_2(y_t - y_t^*),$$

wobei $\delta_1 = 1 + \beta_1$.

Stellt man darüber hinaus in Rechnung, dass Notenbanken die Zinsen in der Realität stets nur graduell an Variationen der Inflationsrate und der Produktion anpassen – was sich auch theoretisch begründen lässt (Woodford und Giannoni 2005) –, und erlaubt man einen von 1 verschiedenen Koeffizienten γ vor der Summe aus Potentialwachstum \hat{y}^* und Zielinflationsrate π^* , so erhält man als zu schätzende Gleichung:

$$(3) \quad i_t = \alpha i_{t-1} + (1 - \alpha) [\gamma (\hat{y}_t^* + \pi_t^*) + \delta_1(\pi_t - \pi_t^*) + \beta_2(y_t - y_t^*)]$$

Diese Gleichung enthält als unbeobachtbare Größe nur noch das Produktionspotential. Dieses lässt sich grundsätzlich durch Filterverfahren schätzen. Dabei muss allerdings berücksichtigt werden, dass die gewonnenen Schätzwerte am aktuellen Rand instabil sind. Dies liegt daran, dass sie nicht nur von der vergangenen Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts abhängen, sondern auch von dessen zukünftigem Verlauf. Durch die Fortschreibung des realen Bruttoinlandsprodukts mittels Prognosen lässt sich diese Instabilität verringern. Völlig eliminieren ließe sie sich jedoch nur durch vollkommen fehlerfreie Prognosen – und auch dann nur, wenn die Daten des realen Bruttoinlandsprodukts am aktuellen Rand bereits von so hoher Qualität wären, dass keine späteren Revisionen notwendig wären.

In der Praxis ist die Instabilität der Potentialschätzwerte auch im Euroraum beträchtlich. Ignoriert man der Einfachheit halber die durch Datenrevisionen bedingte Instabilität und stellt allein auf die den Filterverfahren methodisch innewohnende Instabilität ab,^a indem man einen Hodrick-Prescott-Filter sowohl wie üblich auf die gesamte vorliegende Zeitreihe für das reale Bruttoinlandsprodukt anwendet als auch rekursiv,^b so zeigen sich für die Zeit seit Beginn der Währungsunion 1999 beim gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastungsgrad $(y - y^*)$ Revisionen von bis zu einem Prozentpunkt (Abbildung K1).^c Soll diese Instabilität bei der Schätzung der Gewichtungsfaktoren berücksichtigt werden, so empfiehlt es sich, für \hat{y} und $(y - y^*)$ in Gleichung (3) die rekursiv geschätzten „Quasi-Echtzeit“-Werte zu verwenden anstelle der üblicherweise eingesetzten nichtrekursiven Schätzwerte.

Bei der Schätzung wird ferner berücksichtigt, dass Notenbanken in der Regel vorausschauend handeln, sich also nicht von der Abweichung der laufenden Inflationsrate π_t vom Zielwert beeinflussen lassen, die sie ohnehin nicht mehr ändern können, sondern von der für die Zukunft erwarteten, wobei üblicherweise ein Horizont von ein bis zwei Jahren unterstellt wird. Hier wird angenommen, die EZB stellt auf die erwartete Inflationsrate im

Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2006

kommenden Kalenderjahr $E_t \bar{\pi}$ ab. Quartalsweise Echtzeitdaten zu diesen Erwartungen bis 1999 zurück lassen sich dem Survey of Professional Forecasters entnehmen.^d Sie sind in Abbildung K2 dargestellt. Auffällig ist, dass die Prognostiker seit dem Jahr 2000 bei ihren Inflationsprognosen relativ konstant um einen halben Prozentpunkt zu niedrig lagen. Dabei ist freilich in Rechnung zu stellen, dass sich – praktisch nicht vorhersagbar – der Rohölpreis in diesem Zeitraum versiebenfacht hat.

Eine Schätzung von Gleichung (3) anhand der Daten für den Dreimonatsgeldmarktzins sowie der genannten (Quasi-)Echtzeitdaten vom ersten Quartal 1999 bis zum zweiten Quartal 2006 ergibt plausible Koeffizienten (Tabelle). Der langfristige Koeffizient der Kapazitätsauslastung beträgt knapp 1, das der Inflationsprognose beträgt 2,8. Der Parameter γ ist allerdings signifikant kleiner als 1, wenn auch nur wenig. Dies deutet darauf hin, dass die EZB das neutrale Zinsniveau etwas unter der Summe aus Wachstumsrate des Produktionspotentials und Inflationsziel ansetzt.^e

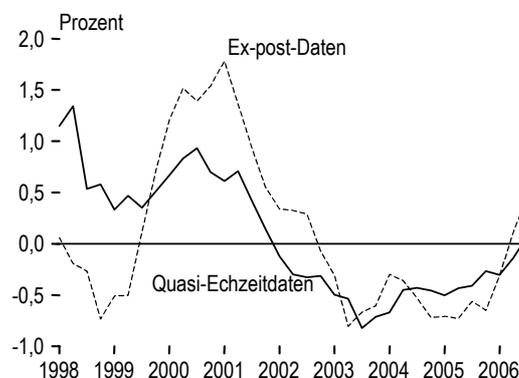
Tabelle:
Schätzwerte für die Koeffizienten in Gleichung (3)ⁱ

Parameter	α	γ	δ_1	β_2
Schätzwert	0,65	0,88	2,81	0,96
(t-Wert)	(10,41)	(24,91)	(4,05)	(4,11)

ⁱSchätzung mittels OLS, t-Werte der Langfristkoeffizienten nach Bewley-Transformation von Gleichung (3).

Tests zeigen, dass die Schätzung frei von Autokorrelation ist. Die Anpassungsgüte ist mit einem Bestimmtheitsmaß von 0,95 hoch, was freilich vor allem auf den verzögerten Zins zurückzuführen ist.

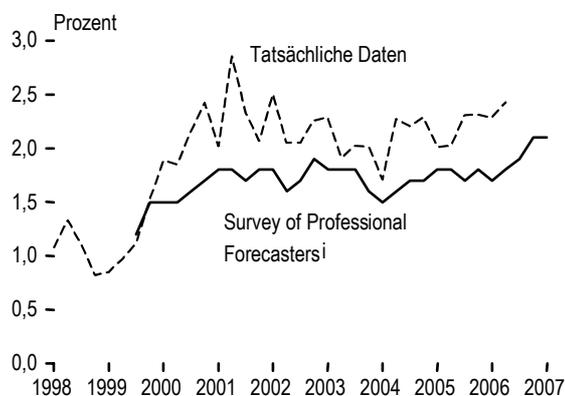
Abbildung K1:
Kapazitätsauslastungsgrad im Euroraum 1998–2006^j



^jGeschätzt mithilfe eines Hodrick-Prescott-Filters.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Abbildung K2:
Inflation im Euroraum 1998–2006



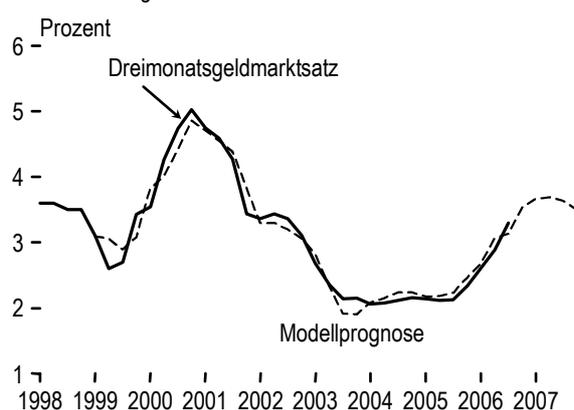
ⁱPrognose für das folgende Kalenderjahr, um zwei Quartale in die Zukunft verschoben.

Quelle: EZB (2006).

^aClausen und Meier (2005) zeigen für Deutschland unter Verwendung von revidierten und nichtrevidierten Daten („Echtzeitdaten“) zum realen Bruttoinlandsprodukt, dass die methodisch bedingte Instabilität den weitaus größten Teil der gesamten Instabilität der Schätzwerte für die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung ausmacht. Dieses Ergebnis deckt sich mit dem von Orphanides und van Norden (2002) für die Vereinigten Staaten. — ^bBei der rekursiven Schätzung wird das Verfahren – inklusive Fortschreibung am Reihenende mittels Prognosen – zunächst nur auf Daten bis zu einem bestimmten Zeitpunkt, z.B. bis zum ersten Quartal 1999, angewandt. Die daraus für diesen Zeitpunkt gewonnenen Schätzwerte für das Produktionspotential, das Potentialwachstum und die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung werden gespeichert. Anschließend wird ein weiteres Quartal hinzu genommen und eine erneute Schätzung durchgeführt. Diese Prozedur wird bis zum aktuellen Rand wiederholt. Dadurch ergeben sich „Quasi-Echtzeit“-Schätzwerte für das Produktionspotential, das Potentialwachstum und die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung. Die Prognosen für das reale Bruttoinlandsprodukt am jeweiligen (rekursiven) Reihenende werden mithilfe eines – ebenfalls rekursiv spezifizierten – vektorautoregressiven Modells des realen Bruttoinlandsprodukts und der Geschäftserwartungen für Deutschland erstellt; der Prognosehorizont beträgt 20 Quartale. — ^cNatürgemäß wird die Divergenz zwischen den beiden dargestellten Zeitreihen umso geringer, je näher der aktuelle Rand rückt. — ^dDie Daten sind auf der Internet-Seite der EZB unter http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/table_hist_hicp.en.html abrufbar. — ^eVgl. Giammarioli und Valla (2003) für ein ähnliches Resultat.

Auf einen steigenden Leitzins deutet darüber hinaus die Schätzung einer empirischen Reaktionsfunktion für die EZB hin, die auf einer vorausschauenden Taylor-Regel basiert und mit Daten für die Zeit ab 1999 geschätzt wurde (Kasten 1).² Legt man unsere Prognose für das reale Bruttoinlandsprodukt und die Inflationsrate zugrunde, so würden der Gleichung zufolge die Zinsen für Dreimonatsgeld bis zum Jahresende 2006 auf 4,3 Prozent steigen (Abbildung 7).³ Demnach würde die EZB die Leitzinsen im Euroraum noch um insgesamt einen Prozentpunkt auf 4,0 Prozent erhöhen. Allerdings ist die Inflationsrate auch deshalb so hoch, weil in Deutschland die Mehrwertsteuer angehoben wird, was für sich genommen kein Anlass zu Zinsanhebungen sein sollte, sofern Zweitrundeeffekte ausbleiben. Wahrscheinlich wird die EZB jene 0,2 Prozentpunkte Erhöhung der Inflationsrate im Euroraum im kommenden Jahr, die auf die Erhöhung der Mehrwertsteuer in Deutschland zurückzuführen ist, bei ihren Zinsentscheidungen nicht berücksichtigen. Setzt man die Inflationsprognose für den Euroraum im Jahr 2007 um diese 0,2 Prozentpunkte herab, so folgt aus der Gleichung ein Niveau des Geldmarktzinses von 3,7 Prozent, was mit einem Leitzins von 3,5 Prozent kompatibel ist.

Abbildung 7:
Zinsentwicklung im Euroraum 1998–2007



Quelle: EZB (2006); eigene Berechnungen.

² Vgl. für eine ähnliche Schätzung auch Arbeitsgemeinschaft (2006: 62–64).

³ Für das Jahr 2008 wurde eine Inflationsrate in Höhe der Obergrenze der EZB von 1,9 Prozent angenommen.

Entsprechend rechnen wir damit, dass die EZB den Leitzins bis zum Ende dieses Jahres in zwei Schritten nur auf 3,50 Prozent anhebt.⁴ Dieser Zins entspricht annähernd dem neutralen Niveau,⁵ so dass dann die Konjunktur von der Geldpolitik nicht mehr zusätzlich angeregt wird. Folgt man der Schätzung in Kasten 1, so liegt er sogar um einen halben Prozentpunkt darüber. Weitere Zinsanhebungen im Jahr 2007 werden von uns nicht unterstellt. Sie wären aber zu rechtfertigen, wenn die Inflationsrate nachhaltig über dem Zielwert verharrte oder wenn die Kapazitätsauslastung höher wäre als von uns erwartet.

Finanzpolitik dämpft Konjunktur im Jahr 2007

Die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen im Euroraum hat in diesem Jahr keine Fortschritte gemacht. Zwar zeichnet sich ab, dass die Budgetdefizite in vielen Ländern des Euroraums deutlich zurückgehen; die Defizitquote dürfte für die Länder des Euroraums insgesamt auf 2,2 Prozent sinken, nach 2,4 Prozent im Jahr 2005 (Tabelle 1). Ausschlaggebend hierfür ist aber allein die anziehende Konjunktur. Hingegen ergibt sich für dieses Jahr vermutlich sogar ein leichter Anstieg des konjunkturbereinigten Defizits.

Mit dem Rückgang der Budgetfehlbeträge hat sich auch die Diskussion über mögliche Defizitverfahren etwas entspannt. Lediglich in drei

⁴ Unsere Setzung für den Geldmarktzins ist auch deshalb niedriger, als es der Projektion der EZB entsprechen würde, weil wir mit einer etwas geringeren Inflationsrate rechnen als die EZB, zumal wir einen niedrigeren Erdölpreis unterstellen, als es die EZB in ihrer jüngsten Projektion tut.

⁵ Die Schätzung des neutralen Zinses ist mit einiger Unsicherheit behaftet. Folgt man der Gleichung, so ist der neutrale Zins knapp einen halben Prozentpunkt niedriger. Theoretischen Überlegungen zufolge sollte die Wachstumsrate des Produktionspotentials zuzüglich der Zielinflationsrate die Untergrenze für den natürlichen Zins bilden. Unsere Schätzung deckt sich mit dem Ergebnis von Giammarioli und Valla (2003).

Ländern dürfte die Defizitquote in diesem Jahr oberhalb der im Maastrichter Vertrag festgelegten Grenze von 3 Prozent liegen, nachdem Deutschland diese Bedingung erstmals seit vier Jahren wahrscheinlich erfüllt. Gleichwohl besteht in einer Reihe von Ländern der Konsolidierungsdruck fort. Es ist zu erwarten, dass die Finanzpolitik im kommenden Jahr in einzelnen Ländern auf einen restriktiven Kurs einschwenkt. Insbesondere wird dies in Deutschland der Fall sein (Boss et al. 2006), wo die Regierung anstrebt, das strukturelle Defizit spürbar zu verringern. Auch in einigen anderen Ländern werden Maßnahmen ergriffen, um den Zielen des Stabilitäts- und Wachstumspakts näher zu kommen. So hat die italienische Regierung einen Konsolidierungskurs angekündigt; allerdings wurden noch keine konkreten Maßnahmen beschlossen. Das Defizit der Länder im Euroraum dürfte im kommenden Jahr geringfügig auf 2,0 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sinken. Konjunkturbereinigt dürfte das Defizit allenfalls leicht zurückgehen.

Tabelle 1:
Budgetsaldo des Staates in Euroland 2004–2007^a

	2004	2005	2006 ^b	2007 ^b
Deutschland	-3,7	-3,2	-2,4	-1,9
Frankreich	-3,7	-2,9	-2,8	-2,8
Italien	-3,4	-4,2	-3,9	-3,4
Spanien	-0,2	1,1	1,0	0,5
Niederlande	-2,1	-0,3	-0,9	-0,5
Belgien	-0,1	-0,1	-0,5	-1,5
Österreich	-1,2	-1,6	-1,5	-1,0
Griechenland	-6,8	-4,4	-3,2	-3,5
Irland	1,6	1,0	-0,7	-0,9
Finnland	1,9	2,4	2,2	1,0
Portugal	-3,2	-6,0	-4,5	-5,0
Luxemburg	-1,1	-1,9	-1,6	-1,5
Euroland	-2,8	-2,4	-2,2	-2,0
Euroland ohne Deutschland	-2,4	-2,1	-2,0	-2,0

^aIn Prozent des Bruttoinlandsprodukts. — ^bPrognose.

Quelle: Eurostat (2006); eigene Berechnungen und Prognosen.

Die Tatsache, dass das strukturelle Defizit im Euroraum 2006 nicht sinken, sondern sogar leicht zunehmen wird, steht im Widerspruch zu dem, was bei der Revision des Stabilitäts- und

Wachstumspakts (SWP) im Jahr 2005 vereinbart wurde. Danach sollen in „guten Jahren“ der Konjunktur zusätzliche Maßnahmen ergriffen werden, damit die Haushaltskonsolidierung schneller vorankommt.⁶ Das Jahr 2006 ist zweifellos ein gutes Jahr, denn der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts ist deutlich höher als in den vergangenen fünf Jahren, und nach gängigen Berechnungen hat sich auch die Produktionslücke wieder geschlossen. Eine Orientierung an der aktuellen Konjunktur ist für die Finanzpolitik realistischerweise aber nicht zu erwarten, wie sich erneut in diesem Jahr am Verlauf der Konjunktur und auch an den Prognosen gezeigt hat. So rechnete man in Deutschland im Frühjahr zwar allgemein mit einer spürbaren Erholung, der erwartete Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts wurde aber zunächst als nicht besonders hoch veranschlagt; so unterstellte die Bundesregierung damals eine Rate von 1,6 Prozent. Erst im weiteren Verlauf des Jahres wurde mehr und mehr deutlich, dass der Aufschwung stark sein würde. Bekräftigt wurde dies durch die Aufwärtsrevision durch das Statistische Bundesamt Ende August. Ähnlich verhielt es sich mit den Daten für den Euroraum, die Eurostat am 1. September veröffentlichte. Zu einem so späten Zeitpunkt im Jahr ist es nur sehr schwer möglich, dass Regierungen neue restriktive Maßnahmen ergreifen mit dem Ziel, das strukturelle Defizit für das Jahr insgesamt um mehr als 0,5 Prozent (in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) zu drücken, wie es der SWP vorsieht. In Deutschland hätte man dann kurzfristig beispielsweise Abgaben kräftig erhöhen oder die Mehrwertsteueranhebung vorziehen müssen, oder man hätte Ausgaben drastisch kürzen müssen. So „flexibel“ kann in der Finanzpolitik in aller Regel nicht verfahren werden.⁷ Daher spricht alles dafür, den Kurs der Haushaltskonsolidierung mittelfristig auszurichten und dabei das struk-

⁶ Hintergrund ist die Erfahrung, dass Regierungen in „schlechten Zeiten“ offenbar zu wenig tun, um die strukturellen Defizite zurückzuführen, damit – wie sie meinen – die Konjunktur nicht gefährdet wird.

⁷ Auch deshalb haben wir wiederholt diese Vereinbarung des Stabilitäts- und Wachstumspakts kritisiert (z.B. Benner et al. 2005: 71).

turelle Defizit Jahr für Jahr gleichmäßig zu reduzieren – und zwar unabhängig von der jeweils aktuellen Lage der Konjunktur.

Anstieg der Arbeitskosten bleibt mäßig

Die Lohnkostenentwicklung im Euroraum insgesamt blieb trotz des anhaltenden energiepreisbedingten Kaufkraftentzugs in den ersten Monaten dieses Jahres moderat. Sowohl das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer als auch die Tarifverdienste und die Arbeitskosten je Stunde lagen rund 2 Prozent höher als ein Jahr zuvor. Dabei hat sich der Anstieg der Arbeitskosten je Stunde im Vergleich zum Jahr 2005 in der Tendenz sogar leicht verlangsamt, während das Entgelt je Arbeitnehmer etwas beschleunigt zunahm. Die bis zuletzt verhaltene Lohnentwicklung ist ein wesentlicher Unterschied zu den Verhältnissen während der siebziger Jahre, als die Ölpreisschübe über zunehmenden Lohndruck zu einer akzelerierenden Inflation führten. Dies machte scharfe geldpolitische Reaktionen erforderlich, welche letztlich wohl maßgeblich für die damaligen ausgeprägten konjunkturellen Einbrüche waren.

Für den Prognosezeitraum zeichnet sich ein weiterhin mäßiger Lohnauftrieb ab, auch wenn die Zunahme des Arbeitsentgelts je Arbeitnehmer mit 2,2 Prozent wieder etwas höher ausfällt als im vergangenen Jahr (Tabelle 2). Die leichte Beschleunigung liegt zum einen daran, dass die Löhne in Deutschland wieder steigen. Zum anderen erhöht sich der Lohnauftrieb im übrigen Euroraum. Dabei verlangsamt sich der Lohnzuwachs in einigen Ländern – etwa in Portugal und im kommenden Jahr auch in Italien – in dem Bemühen, den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit zu begrenzen, während die Entwicklung in anderen Ländern, in denen – wie etwa in Spanien, den Niederlanden und Irland – die Arbeitsmärkte zunehmend angespannt sind, verstärkt aufwärts gerichtet ist (Tabelle 3). Ins-

Tabelle 2:

Arbeitskosten und Produktivität in Euroland 2004–2007

	2004	2005	2006 ^a	2007 ^a
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ^b				
Euroland	2,2	1,9	2,4	2,4
Euroland ohne Deutschland	3,1	2,4	2,9	3,0
Arbeitsproduktivität ^{b,c}				
Euroland	1,3	0,8	1,6	0,7
Euroland ohne Deutschland	1,3	0,5	1,6	0,9
Lohnstückkosten ^b				
Euroland	0,9	1,1	0,8	1,7
Euroland ohne Deutschland	1,7	2,0	1,4	2,0

^aPrognose. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cReales BIP je Beschäftigten.

Quelle: EZB (2006); eigene Berechnungen und Prognosen.

Tabelle 3:

Lohnanstieg in Euroland 2004–2007^a

	2004	2005	2006 ^b	2007 ^b
Deutschland	0,5	0,0	0,9	1,0
Frankreich	3,1	3,2	3,3	3,2
Italien	3,5	2,9	3,3	2,7
Spanien	3,3	2,5	3,3	3,5
Niederlande	3,3	1,4	2,0	2,5
Belgien	2,1	2,4	2,5	2,5
Österreich	2,3	2,4	2,8	2,8
Griechenland	5,8	6,1	6,0	5,5
Irland	5,5	5,5	5,5	6,0
Finnland	4,1	3,2	3,3	3,5
Portugal	2,4	2,9	2,6	2,5
Luxemburg	4,1	3,7	3,5	3,0

^aArbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^bPrognose.

Quelle: Europäische Kommission (2006); eigene Prognosen.

gesamt verringert sich der seit Jahren bestehende deutliche Unterschied im Lohnauftrieb zwischen Deutschland und dem übrigen Euroraum, der im vergangenen Jahr etwas geschrumpft war, im Prognosezeitraum nochmals; die Wettbewerbsposition deutscher Produzenten verbessert sich gleichwohl weiter.⁸

⁸ Einschränkung ist zu bemerken, dass die Lohnsumme durch die Mehrwertsteueranhebung zusätzlich belastet wird, was sich nicht im ausgewiesenen Arbeitsentgelt niederschlägt, so dass dieser Indikator die Entwicklung der Arbeitskosten im kommenden Jahr nur unvollständig widerspiegelt.

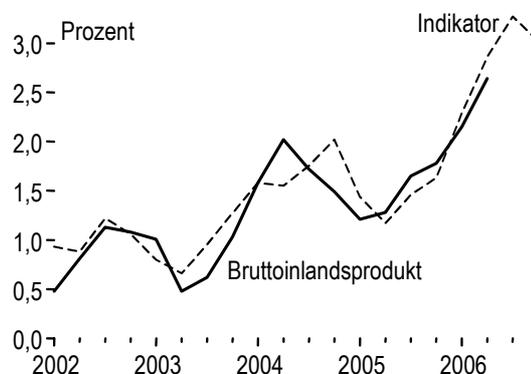
Die Lohnstückkosten im Euroraum steigen in diesem Jahr dank der konjunkturbedingten Produktivitätsbeschleunigung nur wenig, so dass die Inflationsimpulse von der Lohnseite sehr gering sind. Im kommenden Jahr erhöhen sich die Lohnstückkosten zwar wieder etwas schneller, ihr Anstieg bleibt aber unter der von der EZB mittelfristig tolerierten Inflationsrate von knapp 2 Prozent. Real gerechnet gehen die Lohnstückkosten abermals zurück; von der Lohnentwicklung gehen somit weiter beschäftigungsfördernde Wirkungen aus.

Ausblick: Konjunkturelle Expansion flacht sich etwas ab

Die konjunkturelle Expansion wird im weiteren Verlauf dieses Jahres kräftig bleiben, doch dürfte der Höhepunkt bei den Zuwachsraten des realen Bruttoinlandsprodukts inzwischen erreicht sein. Darauf deuten nicht zuletzt die Umfrageergebnisse hin.⁹ Obwohl die Stimmung nach wie vor auf einem recht hohen Niveau liegt, hat sie sich seit der Jahresmitte etwas eingetrübt. Für eine etwas langsamere Gangart der Konjunktur spricht, dass die Impulse von der Weltkonjunktur abflauen und die Geldpolitik die Konjunktur weniger anregt. Im Durchschnitt dieses Jahres dürfte die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts in Euroland 2,7 Prozent betragen (Tabelle 4); dies ist die höchste Rate seit dem Jahr 2000. Nach unseren Berechnungen wird die Kapazitätsauslastung dabei ihr Normalniveau erreichen. Im Zuge des Aufschwungs wird sich die Arbeitslosigkeit weiter leicht zurückbilden. Die Verbraucherpreise dürften um 2,2 Prozent steigen.

⁹ Auch der EUROFRAME-Indikator, der sich größtenteils auf Umfragedaten stützt, lässt darauf schließen (Abbildung 8). Dieser Indikator kündigte recht früh an, dass der Aufschwung im Euroraum sehr kräftig sein würde, auch wenn er eine Zeit lang ein sehr optimistisches Bild zeichnete. Mit der jüngsten Revision der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ist das Szenario inzwischen jedoch etwas wahrscheinlicher geworden, wie auch die wiederholte Aufwärtsrevision durch nahezu alle Prognostiker zeigt.

Abbildung 8: EUROFRAME-Indikator und reales Bruttoinlandsprodukt in Euroland 2002–2006^{a,b}

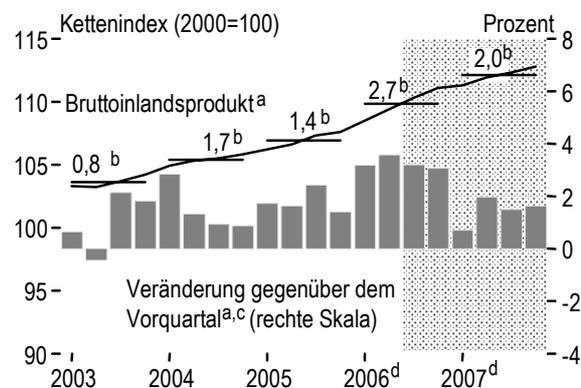


^aReal. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat (2006); EUROFRAME (2006).

Im kommenden Jahr wird sich das konjunkturelle Fahrttempo nochmals verlangsamen (Abbildung 9). Die Anregungen von der Außenwirtschaft dürften weiter nachlassen, da der Boom in der Weltwirtschaft zu Ende geht und der Euro aufgewertet hat. Darüber hinaus wird sich die Expansion der Inlandsnachfrage leicht abschwächen. Zum einen laufen die Anregungen seitens der Geldpolitik aus, zum anderen wirkt die Finanzpolitik dämpfend. Dabei dürfte die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts im Jahresverlauf etwas niedri-

Abbildung 9: Reales Bruttoinlandsprodukt in Euroland 2003–2007



^aArbeitsmäßig- und saisonbereinigt. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^cAuf Jahresrate hochgerechnet. — ^dAb 2006 III: Prognose.

Quelle: Eurostat (2006); eigene Berechnungen und Prognosen.

Euroland: Konjunkturelle Expansion erreicht Höhepunkt

Tabelle 4:

Eckdaten zur Konjunktur in Euroland 2005, 2006 und 2007

	2005				2006				2007				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III ^a	IV ^a	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a	2005	2006 ^a	2007 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	1,7	1,6	2,4	1,4	3,2	3,6	3,2	3,1	0,7	2,0	1,5	1,6	1,4	2,7	2,0
Inlandsnachfrage ^b	0,4	2,2	2,9	2,3	1,4	3,1	2,9	2,8	0,6	2,0	1,6	1,6	1,7	2,4	1,9
Privater Verbrauch ^b	0,0	1,4	2,7	0,3	2,8	1,1	2,2	2,6	-0,3	1,8	1,4	1,3	1,4	1,8	1,3
Staatsverbrauch ^b	0,5	2,6	2,8	0,9	3,1	1,4	1,4	1,8	1,4	1,5	1,3	1,3	1,4	2,0	1,5
Anlageinvestitionen ^b	2,1	4,8	4,8	1,5	3,6	8,8	5,8	4,7	2,1	3,4	3,0	2,9	2,8	4,7	3,8
Vorratsveränderungen ^c	-0,2	-0,2	-0,3	1,5	-1,5	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0
Außenbeitrag ^c	1,0	-1,0	0,3	-1,1	1,8	0,3	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,3	0,3	0,1
Exporte ^b	-1,8	7,7	10,8	3,6	16,6	5,4	5,9	6,7	2,6	4,7	4,0	4,0	4,5	8,7	4,6
Importe ^b	-4,4	10,7	10,2	6,6	12,0	4,7	5,3	6,3	2,5	4,9	4,4	4,0	5,5	8,1	4,5
Verbraucherpreise ^d	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	2,2	2,1
Arbeitslosenquote ^e	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,5	7,8	7,5
Leistungsbilanzsaldo ^f	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,3	-0,7	-0,6
Budgetsaldo ^f	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-2,4	-2,2	-2,0

^aPrognose. — ^bReal; saisonbereinigte Quartalswerte: Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cBeitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^dVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^eIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^fIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Eurostat (2006); eigene Berechnungen und Prognosen.

ger sein als die Wachstumsrate des Produktionspotentials, die wir auf 1 $\frac{3}{4}$ Prozent schätzen. Für den Jahresdurchschnitt erwarten wir einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 2,0 Prozent. Die Inflationsrate dürfte leicht auf 2,1 Prozent sinken, zumal die Energiepreise – so unsere Annahme – weitgehend stabil bleiben.

Im Euroraum außerhalb Deutschlands ergibt sich für das Jahr 2006 eine nur geringfügig höhere Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts als in Deutschland (Tabelle 5). Während der Abstand in den vergangenen Jahren im Durchschnitt rund einen Prozentpunkt ausmachte, beträgt er jetzt weniger als die Hälfte. Ein Grund ist, dass der Produktionsanstieg in Deutschland im laufenden Jahr vor allem durch Vorzieheffekte im Hinblick auf die Mehrwertsteuererhöhung im kommenden Jahr stärker ausfällt; dadurch erhält auch der übrige Euroraum Impulse. Im kommenden Jahr wird jedoch das Gegenteil der Fall sein, denn die Konjunktur in Deutschland wird durch die restriktive Finanzpolitik vergleichsweise stark gedämpft. Das reale Bruttoinlandsprodukt im üb-

rigen Euroraum dürfte 2007 um 2,4 Prozent steigen. Damit wird sich der Abstand zu der Zuwachsrate in Deutschland wieder erheblich vergrößern (Tabelle 6).

Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2006

Tabelle 5:
Eckdaten zur Konjunktur in Euroland ohne Deutschland 2005, 2006 und 2007

	2005				2006				2007				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III ^a	IV ^a	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a	2005	2006 ^a	2007 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	1,3	1,9	2,6	1,5	3,8	3,2	3,0	3,0	2,0	2,1	1,9	2,0	1,6	2,8	2,4
Inlandsnachfrage ^b	1,1	1,6	3,9	2,6	1,7	2,9	3,0	2,2	2,9	2,2	2,1	2,0	2,2	2,6	2,5
Privater Verbrauch ^b	0,8	2,0	2,8	1,9	2,2	2,2	2,0	2,0	2,2	1,8	1,8	1,7	1,9	2,2	2,0
Staatsverbrauch ^b	-0,4	1,6	4,0	2,1	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	1,5	1,5	1,5	1,7	2,3	1,8
Anlageinvestitionen ^b	3,2	6,5	3,8	0,2	5,8	5,2	4,5	4,2	3,8	3,6	3,4	3,1	3,4	4,4	4,0
Vorratsveränderungen ^c	0,1	-1,2	0,6	0,9	-1,1	-0,4	0,4	-0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Außenbeitrag ^c	-0,2	-0,5	-0,3	-1,3	1,9	0,3	0,0	0,8	-0,8	0,0	-0,2	0,0	-0,7	0,3	-0,1
Exporte ^b	-5,0	7,7	7,9	3,1	14,5	6,5	5,0	9,5	1,5	5,0	4,0	4,0	3,3	8,0	4,8
Importe ^b	-4,5	9,0	8,5	6,4	9,1	7,5	5,0	7,5	3,5	5,0	4,5	4,0	5,0	7,3	5,0
Verbraucherpreise ^d	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,3	2,3	2,1
Arbeitslosenquote ^e	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,1	7,6	7,4
Leistungsbilanzsaldo ^f	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	-0,5	-0,7
Budgetsaldo ^f	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-2,1	-2,0	-2,0

^aPrognose. — ^bReal; saisonbereinigte Quartalswerte: Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cBeitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^dVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^eIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^fIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Eurostat (2006); eigene Berechnungen und Prognosen.

Tabelle 6:
Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2005, 2006 und 2007

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2005	2006 ^e	2007 ^e	2005	2006 ^e	2007 ^e	2005	2006 ^e	2007 ^e
Deutschland	28,1	0,9	2,4	1,0	2,0	1,8	2,3	9,5	8,2	7,6
Frankreich	21,2	1,2	2,6	2,3	1,9	1,8	1,6	9,7	9,1	8,9
Italien	17,8	0,0	1,8	1,4	2,2	2,2	1,8	7,7	7,4	7,3
Spanien	11,3	3,5	3,8	3,4	3,4	3,7	3,5	9,2	8,4	8,1
Niederlande	6,3	1,5	3,0	2,7	1,5	1,7	1,6	4,7	4,1	4,2
Belgien	3,7	1,2	2,5	2,0	2,5	2,4	2,0	8,4	8,0	7,8
Österreich	3,1	2,0	3,1	2,1	2,1	1,8	1,6	5,2	4,8	4,6
Griechenland	2,3	3,7	3,8	3,0	3,5	3,6	3,5	9,8	9,3	9,4
Irland	2,0	5,5	5,0	4,5	2,2	3,5	3,5	4,3	4,2	4,2
Finnland	1,9	2,9	4,3	3,5	0,8	1,3	1,2	8,4	7,8	7,5
Portugal	1,8	0,4	1,2	1,6	2,1	2,5	1,8	7,6	7,8	7,9
Luxemburg	0,3	4,0	4,0	3,5	3,8	3,5	3,5	4,5	5,0	5,0
Euroraum insgesamt	100,0	1,4	2,7	2,0	2,2	2,2	2,1	8,5	7,8	7,5
Euroraum ohne Deutschland	71,9	1,6	2,8	2,4	2,3	2,3	2,1	8,1	7,6	7,4

^aAuf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2005 (Prozent). — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cHarmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^dStandardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2005. — ^ePrognose.

Quelle: Eurostat (2006); eigene Berechnungen und Prognosen.

Literatur

- Arbeitsgemeinschaft (Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute e.V.) (2006). *Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 2006*. Berlin.
- Benner, J., K.-J. Gern, C.-P. Meier und J. Scheide (2005). Konjunktur in Euroland mit wenig Schwung. *Die Weltwirtschaft* (1): 64–92.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier, F. Oskamp und J. Scheide (2006). Konjunktureller Höhepunkt in Deutschland wird überschritten. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2006*. Kieler Diskussionsbeiträge, 430/431. IfW, Kiel.
- Clausen, J.R., und C.-P. Meier (2005). Did the Bundesbank Follow a Taylor Rule? An Analysis Based on Real-Time Data. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik* 141 (2): 213–246.
- Dovern, J., K.-J. Gern, C.-P. Meier, F. Oskamp, B. Sander und J. Scheide (2006). Konjunktur in den Industrieländern bleibt vorerst kräftig. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2006*. Kieler Diskussionsbeiträge, 428/429. IfW, Kiel.
- EUROFRAME (2006). Eurogrowth Indicator. Via Internet (11. September 2006) <<http://www.euro-frame.org>>.
- Eurostat (2006). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2006). *Monatsbericht*. September. Frankfurt am Main.
- Europäische Kommission (2006). Economic Forecasts. Spring. *European Economy* (2). Brüssel.
- Giammarioli, N., und N. Valla (2003). The Natural Rate of Interest in the Euro Area. EZB Arbeitspapier, 233. Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Orphanides, A., und S. van Norden (2002). The Unreliability of Output Gap Estimates in Real Time. *Review of Economics and Statistics* 84 (4): 569–583.
- Taylor, J.B. (1993). Discretion Versus Monetary Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39. Amsterdam.
- Woodford, M., und M.P. Giannoni (2005). Optimal Interest Rate Rules. In B.S. Bernanke und M. Woodford (Hrsg.), *The Inflation-Targeting Debate*. Chicago, Ill.