

ZEW Konjunkturreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

Jahrgang 6 · Nr. 4 · Dezember 2003

Zunehmende Anzeichen einer allmählichen Konjunkturerholung

Die Signale für eine Erholung der konjunkturellen Entwicklung in Deutschland mehrten sich. Ausgehend vom Export dürfte im nächsten Jahr auch die Inlandsnachfrage allmählich zunehmen. Auf dem Arbeitsmarkt wird sich der Beschäftigungsabbau zwar fortsetzen, im Verlauf des Jahres 2004 aber zum Stillstand kommen.

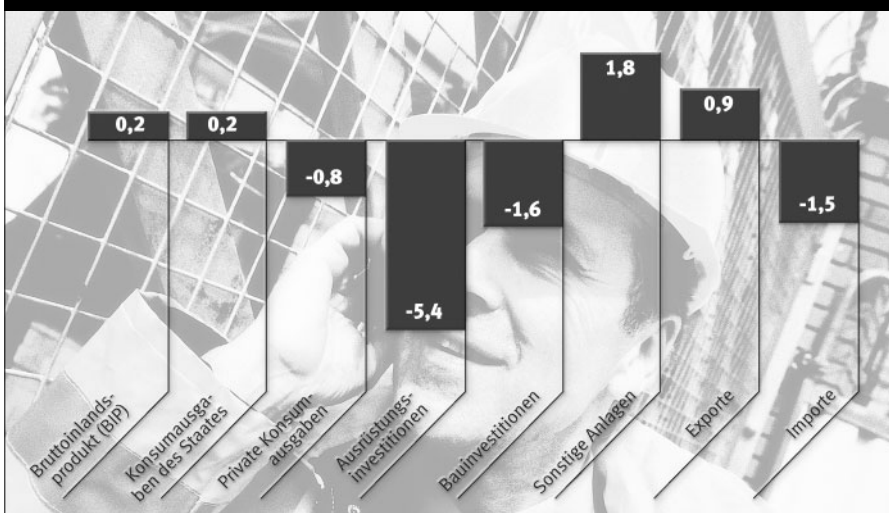
■ Die neuesten Zahlen des Statistischen Bundesamtes signalisieren Hoffnung: Im dritten Quartal 2003 ist das BIP gegenüber dem Vorquartal saison- und kalenderbereinigt um 0,2 v.H. gestiegen, nachdem die Wirtschaftsleistung in den drei

Sowohl die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen (-5,4 v.H. und -1,6 v.H.) als auch der private Konsum (-0,8 v.H.) verminderten sich noch, nur der Export und die Investitionen in Sonstige Anlagen gaben positive Konjunkturimpulse (s. Abbildung).

Konjunkturperspektiven freundlicher aus: Die Experten prognostizieren eine Erhöhung des BIP um 1,3 (DIW) bis 2,0 v.H. (Dresd.). Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich die Veränderungsrate des BIP allein aufgrund eines Kalendereffekts (Schaltjahr, wenige Feiertage fallen auf Arbeitstage) um rund 0,5 Prozentpunkte erhöht.

Zuversicht verbreiten zunehmend Frühindikatoren wie die ZEW-Konjunkturerwartungen, die im November von 60,3 auf 67,2 Punkte gestiegen sind. Die Prognostiker begründen ihren Optimismus damit, dass sich der Aufschwung der Weltwirtschaft fortsetzt und über den Außenhandelskanal Impulse für die Inlandsnachfrage weitergibt. Bereits in der zweiten Hälfte dieses Jahres steigen die Exporte wieder und entwickeln sich zur

Veränderungsraten volkswirtschaftlicher Eckdaten (3. Quartal 2003)



Quelle: Statistisches Bundesamt, Veränderungsraten gegenüber dem Vorjahr, in Preisen von 1995.

vorangegangenen Quartalen jeweils geringer als im Vorquartal ausgefallen war. Entscheidend für diese Entwicklung war die deutliche Erhöhung des Exportüberschusses. Die Veränderungsraten für die nicht saisonbereinigten Werte gegenüber dem Vorjahr deuten aber erst die Frühphase einer konjunkturellen Erholung an:

Obwohl sich die ersten Erholungstendenzen voraussichtlich im vierten Quartal fortsetzen werden, wird im Jahresdurchschnitt 2003 eine Veränderungsrate gegenüber dem Vorjahr von -0,0 v.H. (SVR) erwartet. Die deutsche Volkswirtschaft unterliegt also weiterhin einer Stagnation. Für das kommende Jahr sehen die

In dieser Ausgabe

Zunehmende Anzeichen einer allmählichen Konjunkturerholung	1
Die voraussichtliche Lage in der EWU	3
ZEW-Finanzmarkttest: Ergebnisse der Umfrage im Dezember 2003	4
Konjunkturübertragung über Vertrauensimpulse	6
Indikatoren der internationalen Wettbewerbsfähigkeit	8
Der Einfluss der Euro-Einführung auf die Inflationserwartungen	10
EU-Verfassungsentwurf: EZB in Gefahr?	12

konjunkturellen Stütze. Der Druck auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Produzenten im Inland infolge der Aufwertung des Euros dürfte bei einer stark expandierenden Auslandsnachfrage im kommenden Jahr an Gewicht verlieren. Die prognostizierten Veränderungsraten gegenüber dem Vorjahr für den Export im Jahr 2004 streuen zwischen 3,5 (GD) bis 7,0 v.H. (DEKA).

Kühles Investitionsklima

Der Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen hat sich in diesem Jahr fortgesetzt. Obwohl es Bedarf an Ersatzinvestitionen gäbe, halten sich die Unternehmen zurück. Die Gründe für die niedrige Investitionsbereitschaft liegen in der schwachen Binnenkonjunktur, der ungünstigen Ertragslage und der vermehrten Verlagerung von Produktionsprozessen ins Ausland. Die Ausrüstungsinvestitionen werden daher nur im kommenden Jahr moderat ansteigen. Höhere Aufwendungen werden v.a. in den Bereichen Informationstechnologie und Telekommunikation anfallen. Im Bau setzte sich die rezessive Entwicklung fort. Eine Besserung ist derzeit für das kommende Jahr kaum in Sicht. Für die Bruttoanlageinvestitionen im Jahr 2004 werden Zuwachsraten zwischen 1,3 (DEKA) und 2,5 v.H. (IfW) erwartet.

Geringe Einkommenszuwächse und steigende Arbeitslosigkeit hemmen trotz höherer Transferzahlungen einen Anstieg

des privaten Konsums. Im nächsten Jahr wird es durch die zweite und die möglicherweise vorgezogene dritte Stufe der Steuerreform zu spürbaren Entlastungseffekten kommen. Dennoch wird sich der private Konsum nicht zu einer dauerhaften Stütze der Inlandsnachfrage entwickeln, so dass nach einer Erhöhung um 0,2 v.H. (SVR) in diesem Jahr nur mit einem niedrigen Anstieg im nächsten Jahr zu rechnen ist. Über die Wirkungen der Steuerreform auf den privaten Konsum gehen die Meinungen unter den Prognostikern auseinander: Während der SVR nur einen geringen Effekt erwartet, rechnen das IWH und die Dresdner Bank mit einem stärkeren Impuls und sagen für den privaten Konsum Zuwachsraten von 1,9 (IWH) bis 2,0 v.H. (Dresdn.) voraus.

Weiterer Beschäftigungsabbau

Im dritten Quartal 2003 sank die Anzahl der Erwerbstätigen im Vorjahresvergleich deutlich um 479.000 (-1,2 v.H.). Der Personalabbau hat sich damit im zweiten und dritten Quartal 2003 verlangsamt und wird sich auch im nächsten Jahr fortsetzen. Obwohl der Rückgang der Erwerbstätigkeit im Verlauf des Jahres 2004 voraussichtlich einen Stillstand erreichen wird, dürfte die durchschnittliche Anzahl der Erwerbstätigen im Inland um -0,1 (DEKA) bis -0,5 v.H. (IfW) zurückgehen. Die Anzahl der registrierten Arbeitslosen wird weiter zunehmen und die Arbeitslosen-

quote nach 10,5 v.H. (SVR) im Jahr 2003 auf bis zu 11,0 v.H. (IfW,DIW) im Jahr 2004 ansteigen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das forcierte Vorgehen der Arbeitsverwaltung bei der Durchforstung ihrer Karteien die offiziellen Zahlen deutlich beeinflusst, indem beispielsweise verstärkte Abgänge von Nichtleistungsempfängern zu verzeichnen sind.

Auflösen des Reformstaus

Deutschland fällt im internationalen Vergleich der Zuwachsraten des BIP weiter zurück. Die Rückkehr auf einen langfristigen Wachstumspfad ist möglich, sofern grundlegende Reformen beherzt durchgesetzt werden und ein Umdenken in den Köpfen stattfindet. Der SVR nennt konkrete Vorschläge: Auf dem Arbeitsmarkt sollte die qualifikatorische Lohnstruktur im Bereich gering qualifizierter Arbeiter gespreizt werden und das Tarifvertragsrecht flexibilisiert werden. Die Tarifvertragsparteien werden aufgefordert, auf einen beschäftigungsfreundlichen Kurs einzuschwenken. Eine weiterreichende Steuerreform könnte bestehende Allokationsverzerrungen abbauen und ein investitionsfreundlicheres Umfeld schaffen. Alle gesellschaftlichen Entscheidungsträger können durch entschlossenes Handeln zur Stärkung der Wachstumskräfte der deutschen Volkswirtschaft beitragen. ◀

Daniel Radowski, radowski@zew.de

Tabelle 2: Wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland 2002, 2003 und 2004

	Statist. Bundesamt 2002	SVR 2003	SVR 2004 *	GD 2004	IfW 2004	DIW 2004	ifo 2004	IWH 2004	Dresdn. Bank 2004	DEKA-Bank 2004
BIP, real	0,2	-0,0	1,5	1,7	1,8	1,3	1,5	1,8	2,0	1,9
- Privater Konsum	-1,0	0,2	0,8	1,6	1,5	1,2	1,3	1,9	2,0	1,3
- Konsumausgaben des Staates	1,7	0,6	0,1	1,7	0,0	0,7	-0,4	1,1	0,0	0,1
- Bruttoanlageinvestitionen	-6,7	-1,9	1,6	1,9	2,5	2,0	1,8	1,5	-	1,3
- Exporte	3,4	1,1	4,8	3,5	3,9	3,6	4,3	5,0	3,8	7,0
- Importe	-1,7	1,4	3,4	3,7	3,2	4,1	4,7	5,5	4,0	4,6
Erwerbstätige (in Tsd.)	38.671	38.126	38.004	37.970	37.881	38.265	38.190	38.070	-	38.046
Arbeitslose (in Tsd.)	4.060	4.383	4.399	4.448	4.516	4.750	4.600	4.495	4.430	4.516
Arbeitslosenquote	9,4	10,5	10,6	10,5	11,0	11,0	10,8	10,6	10,6	10,8
Preisindex der Lebenshaltung	1,0	1,1	1,2	1,3	1,2	0,7	0,8	1,3	1,2	1,2
Finanzierungssaldo des Staates in v.H. des BIP	-3,5	-4,1	-3,4	-3,5	-3,8	-3,0	-3,2	-3,9	-3,5	-3,6

Mit Ausnahme der Arbeitslosenquote und der Anzahl der Erwerbstätigen und der registrierten Arbeitslosen alle Angaben als Veränderung in v.H. gegenüber dem Vorjahr. Arbeitslosenquote gemessen an allen zivilen Erwerbspersonen. Quellen: SVR: Jahrgutachten 03/04, November 2003, * Prognose ohne vorgezogene Steuerreform; IfW: September 2003; IWH: September 2003; DIW: Juli 2003; ifo: Juni 2003; Dresdner Bank: Oktober 2003; Deka-Bank: 20.11.03; GD: Herbstgutachten, Oktober 2003. Stand: 20.11.2003.

Die voraussichtliche Lage in der EWU

■ Die Schnellschätzung von Eurostat für das saisonbereinigte reale BIP der Eurozone weist einen Anstieg von 0,4 v.H. für das dritte Quartal 2003 im Vergleich zum Vorquartal aus. Die seit nunmehr drei Quartalen anhaltende Stagnation ist beendet und eine konjunkturelle Wende scheint sich abzuzeichnen. Die Schnellschätzung von Eurostat erfolgt unter Verwendung der BIP-Daten aller Mitgliedstaaten der EWU, für die diese Angaben bereits vorliegen. Hierzu zählen vor allem die großen Volkswirtschaften der EWU (Deutschland, Frankreich und Italien), die nahezu 70 v.H. des gesamten BIPs der EWU erwirtschaften, sowie die Niederlande. Bisher waren diese Schätzungen sehr zuverlässig und für den endgültigen Wert ist keine bedeutende Abweichung zu erwarten.

Zum ersten Mal manifestiert sich der Konjunkturoptimismus, wie er seit Anfang des Jahres von einer Reihe von Stimmungsindikatoren signalisiert wird, in den sogenannten harten Daten. Einige Voraussetzungen für eine allmähliche konjunkturelle Erholung haben sich vor allem seit der zweiten Jahreshälfte erfüllt. Die wirtschaftliche Lage der Industrieländer hat sich wieder positiv entwickelt

– allen voran die USA – so dass auch zunehmend stärkere Impulse auf die europäische Exportwirtschaft ausgehen.

Die expansiv ausgerichtete Geldpolitik der Europäischen Zentralbank mit ihren positiven Effekten auf die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen und Haushalten dürfte nun mit der üblichen Verzögerung einen Beitrag zum Aufschwung leisten. Zudem haben sich die Kurse auf den europäischen Aktienmärkten langsam erholt. Sie erhöhen das Vermögen der Verbraucher und helfen somit, das Konsumentenvertrauen zu stärken.

Der private Konsum war zusammen mit den öffentlichen Verbrauchsausgaben die wichtigste konjunkturelle Stütze in den vergangenen Quartalen. Eine leichte Aufwertung des Euros gegenüber dem Dollar verbilligte die Importe und die Inflation gemessen an der Veränderungsrate des harmonisierten Verbraucherpreisindex war moderat. Beides erhöhte die Kaufkraft der realen Einkommen der privaten Haushalte. Der öffentliche Konsum trug zwar immer noch positiv zur Veränderungsrate des BIPs bei, seine Zuwachsrate nahm im Vergleich zum Vorjahr jedoch ab. Hierin äußern sich die Bemühungen der Länder, das strukturelle öf-

fentliche Defizit zu verringern, um die Kriterien des Stabilitätspakts der EWU zu erfüllen.

Für das nächste Jahr erwarten die Konjunkturbeobachter ein weiteres Anziehen der europäischen Wirtschaft. Die Ausfuhren werden angesichts einer stärkeren globalen Nachfrage zulegen und wieder zu einer Stütze der Wirtschaft werden. Auch wenn der Euro gegenüber dem Dollar abermals eine Aufwertung erfährt und dadurch tendenziell die Absatzperspektiven der europäischen Exporteure eintrübt, dürfte der Nachfrageeffekt überwiegen.

Die verbesserten Absatzerwartungen werden dafür sorgen, dass die Unternehmen ihre Überkapazitäten abbauen und wieder stärker investieren. Auch die Beschäftigung sollte sich hierdurch geringfügig ausweiten. Die erwartete BIP-Veränderungsrate für das Jahr 2004 ist allerdings nicht hinreichend für eine merkliche Reduzierung der Arbeitslosigkeit. Die Arbeitslosenquote der EWU wird das kommende Jahr aller Voraussicht nach einen Wert um 9,0 v.H. ausweisen. Die Inflationsrate wird im Jahresdurchschnitt 2004 leicht unter der 2 v.H. Marke liegen. ◀

Marcus Kappler, kappler@zew.de

	EWU		Italien		Spanien		Österreich		Niederlande		Finnland	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
BIP, real	0,4	1,7	0,3	1,1	2,4	2,9	0,7	1,4	0,0	1,0	1,4	2,0
– Privater Verbrauch	1,4	1,6	2,0	2,2	3,2	3,2	1,3	1,6	0,0	0,8	1,5	1,1
– Investitionen	-1,3	1,9	-2,2	2,2	3,5	4,5	1,7	1,8	1,8	3,8	2,4	2,8
– Exporte	0,5	3,5	-2,3	3,4	6,3	6,8	2,0	3,8	1,0	5,3	-2,3	0,6
– Importe	1,9	3,7	1,2	4,9	8,8	8,5	2,3	3,8	1,5	4,8	-1,5	-0,2
Verbraucherpreise	2,0	1,7	2,8	2,3	3,1	2,8	1,3	1,2	2,0	1,5	1,2	N/a
Arbeitslosenquote	8,8	9,0	8,9	8,9	11,4	11,0	5,5	5,5	3,7	5,2	9,2	9,0
Beschäftigung	-0,0	0,5	1,0	1,0	2,6	2,5	0,1	0,3	-0,9	-0,1	-0,1	0,2

	Belgien		Irland		Frankreich		Portugal		Griechenland		nachrichtl. GB	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
BIP, real	0,9	1,8	2,2	3,2	0,2	1,8	-1,0	0,7	4,2	4,1	2,0	2,6
– Privater Verbrauch	1,3	1,5	2,5	3,5	1,5	1,5	-0,6	0,4	3,7	3,3	2,4	2,0
– Investitionen	2,1	2,9	-0,6	1,2	-0,8	3,2	-7,8	-0,3	8,0	7,0	3,0	5,2
– Exporte	-1,1	4,8	-3,7	2,6	-2,1	3,7	2,3	3,8	1,0	4,1	-1,9	3,6
– Importe	-0,1	5,0	-5,6	1,1	1,0	4,9	-2,2	1,5	2,7	4,5	0,0	3,9
Verbraucherpreise	1,6	1,4	3,2	2,6	2,0	1,7	3,1	2,0	3,5	3,0	1,3	1,6
Arbeitslosenquote	8,2	8,5	4,8	5,0	9,6	9,8	6,4	6,5	9,3	8,9	5,0	4,9
Beschäftigung	-0,2	0,3	0,9	1,3	-0,1	0,2	-0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,5

Quellen: Alle: Arbeitslosenquote und Beschäftigung: OECD, Paris. EWU: Herbstgutachten der sechs Wirtschaftsforschungsinstitute. Österreich: Wifo, Wien. Spanien: La Caixa, Barcelona. Belgien: INR, Brüssel. Niederlande: CPB Report 2003/3, Den Haag. Finnland: ETLA 2003/2. Frankreich: COE, Paris. Irland: ESRI, Dublin. Italien: Banca Intesa, Mailand. Portugal: Banco Espírito Santo, Lissabon. Griechenland: National Bank of Greece, Athen. GB: NIESR, London.

Stand: 27.11.2003

ZEW-Finanzmarkttest: Ergebnisse der Umfrage im Dezember 2003

■ Der ZEW-Finanzmarkttest ist eine seit Dezember 1991 durchgeführte Umfrage, in der monatlich die im deutschen Finanzbereich vorherrschenden Erwartungen über die Entwicklung an sechs internationalen Finanzmärkten erhoben werden. Insgesamt beteiligen sich rund 350 Analysten an dieser Umfrage, darunter etwa 270 aus Banken und Kapitalanlagegesellschaften, 50 aus Versicherungen und 30 aus Industrieunternehmen. Angesprochen

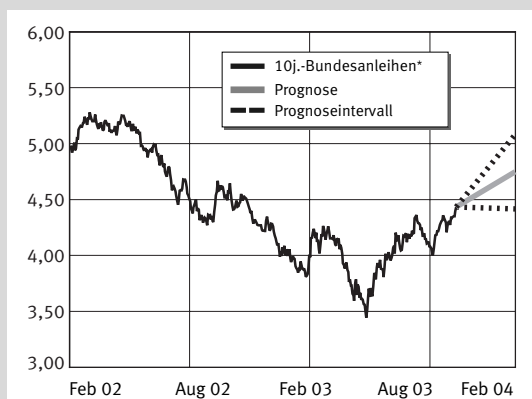
werden die Finanzexperten der Finanz- und Researchabteilungen sowie der volkswirtschaftlichen Abteilungen und die Anlage- und Wertpapierabteilungen dieser Unternehmen. Im einzelnen werden die Finanzmarktexperten nach ihren mittelfristigen Erwartungen befragt, die sie für wichtige internationale Finanzmärkte hinsichtlich der Entwicklung der Konjunktur, der Inflationsrate, der kurz- und langfristigen Zinsen, der Aktien- und der Wechselkurse

sowie der Branchen haben. Auf den folgenden beiden Seiten werden die wichtigsten Ergebnisse der aktuellen Umfrage, die vom 27.10. bis 10.11. 2003 durchgeführt wurde, dargestellt. Weitere Informationen zum ZEW-Finanzmarkttest sind in Form einer Kurzinformation und des aktuellen ZEW-Finanzmarktreports für Dezember 2003 erhältlich. ◀

Volker Kleff, kleff@zew.de
David Lahl, lahl@zew.de

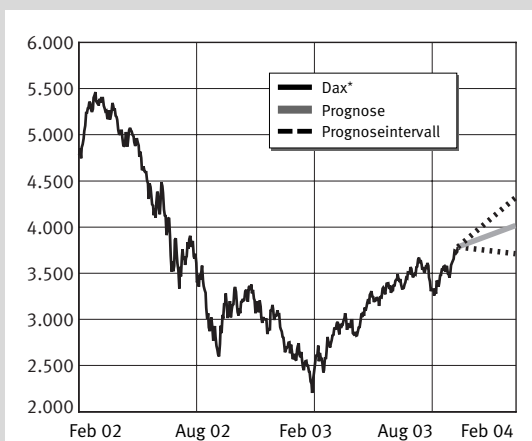
Euroraum: Aufwärtstrend hält an

Langfristiger Zins: Entwicklung und Prognose



Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in Deutschland in sechs Monaten
Quelle: ZEW

Dax: Entwicklung und Prognose



* Quelle: Thomson Financial Datastream; ZEW

■ Nach seiner Konsolidierung auf einem Niveau von 3.500 Punkten hat der Deutsche Aktienindex (Dax) jüngst ein neues Jahreshoch von über 3.800 Punkten erreicht. Seit seinem Tief im März ist der Dax somit um mehr als 70 v.H. gestiegen. Nach der vorherrschenden Meinung unter den befragten Experten wird sich an diesem Aufwärtstrend in absehbarer Zeit nichts ändern. Das Lager derjenigen, die weiter steigende Aktienkurse prognostizieren, hatte auch im November weiteren Zulauf. Mehr als 70 v.H. der Experten erwarten sowohl für den Dax als auch für den Aktienindex Eurostoxx-50 weitere Höchststände. Aus ihren Einschätzungen lassen sich Prognosen von über 4.000 Punkten für den Dax und über 2.800 Punkten für den Eurostoxx-50 ableiten, die noch in diesem Winter erreicht werden könnten. Ob diese Prognosen bereits im Rahmen einer „Weihnachtsralley“ erfüllt werden, lässt sich allerdings anhand der Umfrageergebnisse nicht ablesen.

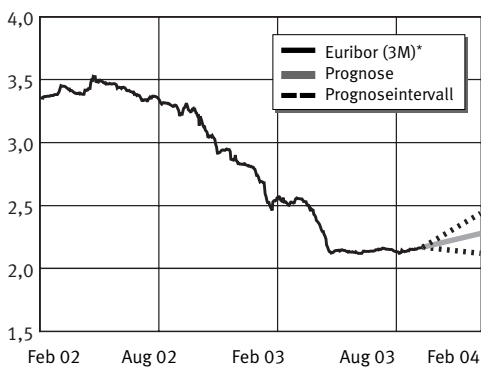
Für weiter steigende Aktienkurse sprechen vor allem die positiven Konjunkturerwartungen. In den USA ist das reale Bruttoinlandsprodukt im 3. Quartal dieses Jahres annualisiert um 8,2 v.H. gestiegen. Dies ist der höchste Quartalsanstieg seit 19 Jahren. Diese eindrucksvollen

Zahlen belegen, dass die Volkswirtschaft der USA derzeit sehr kräftig wächst, auch wenn die Experten bezweifeln, dass solch hohe Zuwachsraten dauerhaft erzielt werden können. In jedem Fall könnte die Volkswirtschaft der USA jedoch für den Euroraum als Konjunkturlokomotive wirken und über den Außenhandel auch die ungünstige Wirtschaftssituation hierzulande stimulieren. Die Auftragseingänge sind im Monat September in Deutschland um 0,9 Prozentpunkte gegenüber dem Vormonat gestiegen und könnten bereits Vorboten einer Konjunkturbelebung sein. Die Industrieproduktion ist hingegen weiterhin schwach. Dies könnte auch erklären, warum die aktuelle Konjunktursituation noch von 88 v.H. aller befragten Experten als schlecht bezeichnet wird.

Schließlich hat auch der zuletzt wieder etwas schwächere Wechselkurs des Euro die Konjunkturerwartungen und somit die Aussichten auf dem Aktienmarkt verbessert. Der Zusammenhang zwischen dem Wechselkurs des Euro und der Entwicklung auf dem Aktienmarkt zeigt sich in letzter Zeit deutlich: Wertet der Euro ab und bessern sich somit die Gewinnaussichten deutscher Exporteure, so steigt der Dax und umgekehrt. ◀

ECB-Watch: Zinsstruktur wird steiler

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



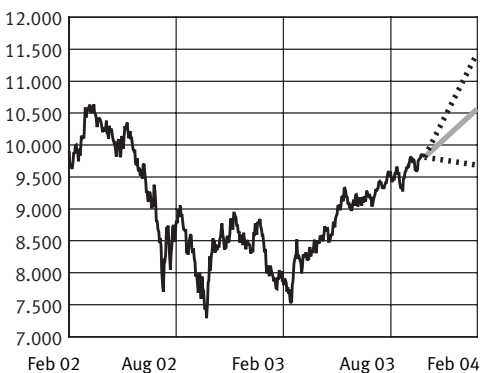
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

■ Vor dem nächsten Frühjahr ist nicht mit Leitzinserhöhungen durch die EZB zu rechnen. So lange die aktuelle Lage der Volkswirtschaften im Euroraum sich nicht durchgreifend gebessert hat, besteht für die EZB nach Auffassung einer großen Mehrheit der Finanzexperten noch kein akuter Handlungsbedarf. Obwohl die Bank of England nun die Leitzinsen erhöht hat, glauben die Experten nicht, dass die EZB schnell diesem Beispiel folgen wird. 73,9 v.H. der Befragten rechnen zumindest bis zum Februar damit, dass die kurzfristigen Zinsen unverän-

dert bleiben. Offenbar bringt die erwartete konjunkturelle Erholung angesichts der schwachen Ausgangslage noch keinen Inflationsdruck mit sich. Im Bereich der langfristigen Zinsen ergibt sich ein anderes Bild: Hier rechnen jetzt bereits 67,3 v.H. der befragten Finanzexperten mit weiter anziehenden Renditen. Bewahrheiten sich diese Erwartungen, dann wird die Zinsstrukturkurve bis zum kommenden Frühjahr deutlich steiler werden – eine typische Entwicklung in der Frühphase einer konjunkturellen Erholung. ◀

USA: Zweifel an der Nachhaltigkeit des Aufschwungs

Aktienmarkt: Entwicklung und Prognose



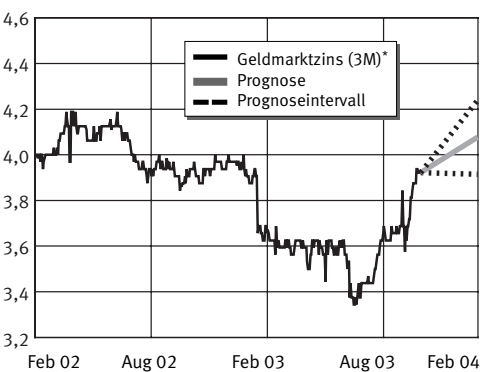
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

■ In den USA mehren sich in letzter Zeit die positiven Nachrichten zur konjunkturellen Lage. Die Zuwachsrate des BIP erhöhte sich deutlich und die Arbeitsmarktstatistiken zeigten einen Stellenzuwachs an, der weit über den Erwartungen lag. Zudem haben die Unternehmen die Gewinnerwartungen der Analysten für das dritte Quartal 2003 erfüllt oder sogar übertroffen. Dennoch sehen viele der befragten Experten das Wirtschaftswachstum der USA nicht als nachhaltig an. Obwohl die Analysten die aktuelle Situation der US-amerikanischen Wirtschaft im

Vergleich zum Vormonat besser beurteilen, fiel der Saldo aus positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturelle Lage in sechs Monaten im November deutlich um 8,6 auf 49,4 Punkte. Offensichtlich schreiben die Analysten den Wachstumsschub im zweiten Halbjahr 2003 zu einem großen Teil der expansiven Fiskal- und Geldpolitik der Regierung und Notenbank zu. Die Erwartungen für den Dow-Jones Index bleiben aber davon zunächst unberührt. 69 v.H. der befragten Experten rechnen mit einem weiteren Anstieg des Aktienindex. ◀

Großbritannien: Verbesserte Konjunkturaussichten nach Zinserhöhung

Aktienmarkt: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

■ Im November leitete die britische Zentralbank die Zinswende in Europa ein. Nachdem am Tag zuvor die australische Zentralbank bereits die Leitzinsen angehoben hatte, folgte die Bank of England mit einer Anhebung des Geldmarktzinses von 3,5 auf 3,75 v.H. Der Schritt kam nicht überraschend, dennoch war dies die erste Zinserhöhung in Großbritannien seit drei Jahren. Der geldpolitische Ausschuss der englischen Zentralbank beruft sich dabei darauf, dass er einen höheren Anstieg des BIP im Jahr 2004 erwartet und durch seine Maßnahme einer Über-

hitzung der Konjunktur vorbeugen möchte. Die Experten befürchten in dessen keine Verlangsamung des Aufschwungs aufgrund der Zinserhöhung. Eine getrennte Auswertung der Antworten im Zeitraum vor und nach der Zinsentscheidung hat ergeben, dass sich die Konjunkturschätzungen zur wirtschaftlichen Situation in sechs Monaten nach der Zinserhöhung sogar verbessert haben. Insofern überwog wohl die Freude über den positiven Konjunkturausblick die Nachteile für den Konjunkturaufschwung durch eine Verteuerung von Krediten. ◀

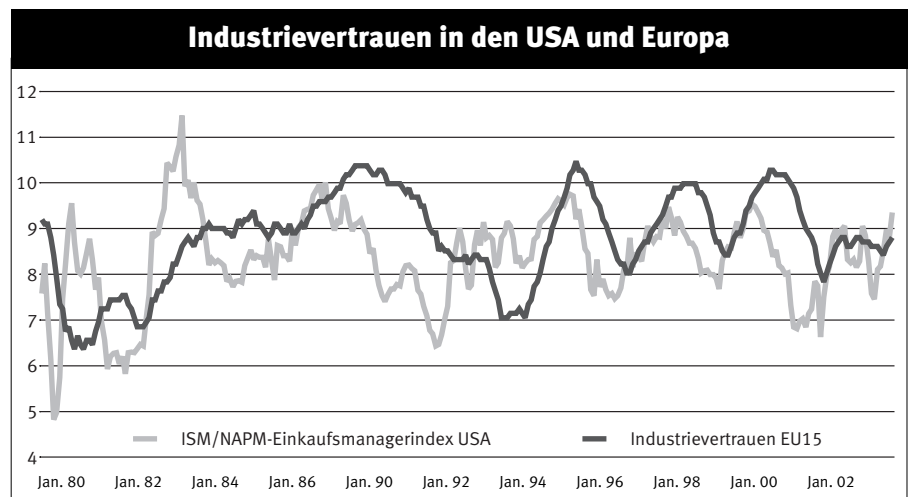
Wissenschaft für die Praxis

Konjunkturübertragung über Vertrauensimpulse

Die internationale Übertragung von Marktstimmungen hat in der Vergangenheit zunehmende Beachtung erfahren. Die hohe Aufmerksamkeit, die den Indikatoren für das Geschäftsklima und das Verbrauchervertrauen zuteil wird, ist vor allem den Effekten zu verdanken, die die Veröffentlichung dieser Indikatoren auf die Wertpapiermärkte ausübt. Auch die Einbrüche der Vertrauensindikatoren nach dem 11. September 2001 und während des Irak-Kriegs haben die Frage nach der Stimmungsabhängigkeit der Konjunkturentwicklung und der internationalen Übertragung solcher Stimmungsimpulse laut werden lassen.

■ Von einem „Vertrauenskanal“ in der internationalen Übertragung konjunktureller Impulse zu sprechen, heißt, nicht nur eine enge Verbindung zwischen den Stimmungsindikatoren in verschiedenen Ländern und möglicherweise zeitliche Vorlaufeigenschaften diagnostizieren zu können. Darüber hinaus müssen Wirkungsbeziehungen zwischen der Konjunkturentwicklung und Stimmungsveränderungen nachgewiesen werden. Die entscheidende Frage ist, ob Stimmungen unabhängig von anderen Indikatoren wirtschaftlicher Aktivität Einfluss auf die Konjunkturentwicklung ausüben. Sofern Stimmungsindikatoren lediglich die (erwartete) Entwicklung anderer konjunkturrelevanter Größen widerspiegeln, haben sie zwar – als verdichtete Information – möglicherweise gute Prognosekraft für die Konjunkturentwicklung, sie können aber nicht als Konjunkturursache betrachtet werden. Beide Effekte sind nur schwer zu trennen: Aus diesem Grund müssen alle empirischen Untersuchungsergebnisse zum Einfluss von Vertrauensindikatoren auf den Konjunkturverlauf als Indizien ohne letztliche Beweiskraft aufgefasst werden.

Bereits einfache Betrachtungen des grafischen Zusammenhangs zeigen, dass Anhaltspunkte für einen intensiver werdenden internationalen Zusammenhang insbesondere des Geschäftsklimas bzw. des Industrievertrauens bestehen. Besonders enge Beziehungen bestehen zwischen den großen Ländern der Europäischen Währungsunion. Aber auch die Beziehungen zwischen den USA und den großen EU-Ländern scheinen enger geworden zu sein. Insbesondere liegt die



Quelle: Financial Thomson Datastream, EU-Kommission, Variablen auf einheitliche Standardabweichung und Niveaus transformiert.

Vermutung nahe, dass die Entwicklung des US-amerikanischen Industrievertrauens (approximiert über den Einkaufsmanagerindex) seit Beginn der Neunzigerjahre den europäischen Werten systematisch vorausläuft (siehe Abbildung).

Ökonometrische Schätzungen

Analysen der Kreuzkorrelationen zwischen den US-amerikanischen und den europäischen Vertrauensindikatoren bestätigen diesen Vorlauf. Damit ist eine wichtige Voraussetzung für die Übertragung konjunktureller Impulse aus den USA nach Europa gegeben. Weitergehend ist nun zu prüfen, ob den Vertrauensindikatoren tatsächlich ein eigenständiger Einfluss auf die Konjunkturentwicklung zukommen könnte. Um diese Frage zu untersuchen, wurden in einer ZEW-Studie¹ ökonometrische Analysen durchgeführt, in denen neben anderen Variablen

auch Vertrauensindikatoren als erklärende Variable für die Konjunkturentwicklung verwendet wurden. Untersucht wurden neben Deutschland auch das Vereinigte Königreich, Frankreich, Italien und die USA. Geschätzt wurden statische Regressionen (siehe Gleichungen 1-3), in die als erklärende Größen verzögerte Variable der zu erklärenden Outputvariablen (reales Bruttoinlandsprodukt (BIP), Industrieproduktion (IP), Einzelhandelsumsätze (EZ)) eine Realzinsvariable (i), die reale Aktienmarktkapitalisierung (EQ) sowie Vertrauensindikatoren für das Geschäftsklima/Industrievertrauen (IC) und das Verbrauchervertrauen (CC) eingingen. In die Schätzung für das BIP fanden beide Kategorien von Vertrauensindikatoren Eingang. In den Schätzungen für die

¹ Vgl. Westerheide, Peter: Der Vertrauenskanal, in: Schröder, Michael und Peter Westerheide (Hrsg.), Finanzmärkte, Unternehmen und Vertrauen, Neue Wege der internationalen Konjunkturübertragung, Schriftenreihe des ZEW, Bd. 64, Baden-Baden 2003, S. 131-180.

Dies ist der fünfte Beitrag in unserer Serie über neue Kanäle der Konjunkturtransmission. Erschienen sind bisher:

Internationaler Konjunkturzusammenhang (Nr.4/2002), Der Außenhandelskanal (Nr.1/2003), Aktienmärkte und Konjunkturübertragung (Nr.2/2003) und Konjunkturübertragung über multinationale Unternehmen (Nr.3/2003).

Industrieproduktion, die tendenziell eher mit dem Industrievertrauen bzw. dem Geschäftsklima korreliert sein sollte, wurde nur das Geschäftsklima bzw. das Industrievertrauen berücksichtigt, bei den Einzelhandelsumsätzen dagegen das Verbrauchervertrauen. Die Produktionswerte und Einzelhandelsumsätze lagen auf monatlicher Basis vor, während das BIP nur auf Quartalsbasis in die Schätzungen eingehen konnte.

$$(1) \text{BIP}_t = a_1 + a_2 \text{BIP}_{t-1} + a_3 i_t + a_4 \text{EQ}_t + a_5 \text{IC} + a_6 \text{CC}$$

$$(2) \text{IP}_t = a_1 + a_2 \text{IP}_{t-1} + a_3 i_t + a_4 \text{EQ}_t + a_5 \text{IC}$$

$$(3) \text{EZ}_t = a_1 + a_2 \text{EZ}_{t-1} + a_3 i_t + a_4 \text{EQ}_t + a_5 \text{IC}$$

Die Variablen wurden als logarithmische Differenzen zum entsprechenden Vorjahreszeitraum definiert. Eine Ausnahme stellen lediglich die Realzinsen dar, die als Niveauvariable einbezogen wurden. Für die Vertrauensindikatoren wurde alternativ eine Spezifikation in Niveaus und in logarithmischen Differenzen getestet, da sich aus theoretischen Überlegungen heraus keine dieser beiden Varianten ex ante als überlegen festlegen lässt.

Die in diesen statischen Regressionen per OLS ermittelten Koeffizienten spiegeln allerdings lediglich die kurzfristige Elastizität bzw. – bei den Niveauschätzungen – die kurzfristige Reagibilität der erklärten Variablen BIP, Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätze auf Veränderungen der Vertrauensindikatoren wider und geben Hinweise auf die Vorlaufeigenschaften der Indikatorvariablen. Die längerfristigen dynamischen Beziehungen zwischen den Zeitreihen können so nicht erfasst werden. Aus diesem Grund wurden zusätzlich mit denselben Variablen vektorautoregressive Modelle (VAR-Modelle) geschätzt, die Aufschluss über die längerfristigen Anpassungsprozesse geben. VAR-Modelle erklären die Entwicklung jeder Modellvariablen aus den vergangenen Werten dieser und aller anderen Variablen.

Die Ergebnisse belegen, dass die Vertrauensindikatoren für das Geschäftsklima bzw. das Industrievertrauen zumeist signifikant zur Erklärung des Wirtschaftswachstums und der Industrieproduktion beitragen. Deutliche Effekte auf gesamtwirtschaftlicher Ebene sind vor allem in Frankreich und Italien sowie in den USA festzustellen. Weniger deutlich sind die direkten Effekte auf das BIP im Vereinigten Königreich und auch in Deutschland. Hier sind in den dynamischen Analysen vor allem Effekte auf indikaturnahe Variablen wie die Industrieproduktion zu beobachten. In Bezug auf die Industrieproduktion weist Deutschland im europäischen Vergleich in den Neunzigerjahren recht hohe Reagibilitäten auf, die allerdings im Vergleich zu den Achtzigerjahren abgenommen haben. Außerdem sind in den Neunzigerjahren signifikante Zusammenhänge zwischen der Entwicklung des Verbrauchervertrauens und den deutschen Einzelhandelsumsätzen zu erkennen, die in der vorherigen Dekade nicht zu beobachten waren.

Für Deutschland wurden der ZEW-Konjunkturindikator und alternativ die ifo-Erwartungen für das Geschäftsklima als erklärende Variable in Modellgleichung (1)

benutzt, so dass die Werte unter den Ländern vergleichbar sind. Die US-Werte sind nachrichtlich aufgeführt, sie sind aber wegen anderer Definition der Indikatoren nicht unmittelbar mit den europäischen Werten zu vergleichen. Die Tabelle zeigt, dass in den Neunzigerjahren in Deutschland und im Vereinigten Königreich die geringsten Werte auftreten, die darüber hinaus meist nicht statistisch signifikant sind. In den Achtzigerjahren ist dagegen in Deutschland ein stärkerer Zusammenhang festzustellen.

Fazit

Die Ergebnisse der Untersuchung lassen sich folgendermaßen zusammenfassen: Sofern man die festgestellten Zusammenhänge zwischen den Vertrauensindikatoren und der realwirtschaftlichen Entwicklung als Kausalbeziehung interpretiert, sind die Voraussetzungen für eine direkte Wirkung des Vertrauenskanals in der Übertragung konjunktureller Impulse auf gesamtwirtschaftlicher Ebene vor allem in den USA, Frankreich und Italien gegeben. In Deutschland sind dagegen nur geringe direkte Effekte auf das reale Bruttoinlandsprodukt zu erken-

Welche Änderung folgt auf eine einprozentige Änderung des Industrievertrauens/Geschäftsklimas für das Bruttoinlandsprodukt (in v.H.) ?

Quartale	1980 – 1989			1990 – 2001 (D: 1992 – 2001)		
	2	4	8	2	4	8
D	0.20	0.20	0.24	0.05	0.02	-0.06
F	0.04	0.02	0.02	0.08	0.12	0.11
I	0.06	0.09	0.12	0.09	0.12	0.07
UK	0.00	0.00	-0.03	-0.01	-0.01	-0.01
US	0.09	0.12	0.06	0.07	0.10	0.12

Antworten zum Signifikanzniveau von 5 v.H. fett, für EU-Staaten nationaler EU-Indikator Industrievertrauen, für USA NAPM-Index. Quelle: Financial Thomson Datastream, EU-Kommission; ZEW, eigene Berechnungen.

aufgenommen. Die Indikatoren erweisen sich durchweg als statistisch signifikant. Bei der Betrachtung von Teilperioden zeigt sich, dass der Einfluss im Vergleich der Achtziger- mit den Neunzigerjahren nicht gestiegen ist. Die Tabelle verdeutlicht die Ergebnisse der dynamischen VAR-Schätzungen. Sie gibt die längerfristige Reaktion des Bruttoinlandsprodukts auf Änderungen des Industrievertrauens nach zwei, vier und acht Quartalen an. Für die europäischen Länder wurden hier die EU-Indikatoren für das Industrievertrauen

benutzt. Allerdings können einzelne Sektoren, z.B. die Industrieproduktion, durchaus stärker von direkten Effekten betroffen sein. Darüber hinaus können in allen Ländern indirekte Wirkungen von Vertrauensimpulsen auftreten. Dies ist der Fall, wenn sich die Wirkungen von Stimmungsänderungen im Ausland auf die dortige Volkswirtschaft über die traditionellen Kanäle der internationalen Konjunkturtransmission, wie beispielsweise den Außenhandel, fortsetzen. ◀

Dr. Peter Westerheide, westerheide@zew.de

Indikatoren der internationalen Wettbewerbsfähigkeit

Hinter dem eher abstrakten Begriff der internationalen Wettbewerbsfähigkeit verbergen sich unterschiedliche Konzepte zur Erfassung des volkswirtschaftlichen Leistungsvermögens eines Landes. Neben Messgrößen, die lediglich Teilaspekte der Wettbewerbsfähigkeit abbilden, werden auch Indikatoren zur Erfassung der Gesamtdimension mit internationalen Rankings publiziert.

■ In diesem Beitrag werden anhand ausgewählter Indikatoren verschiedene Konzepte der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und Probleme ihrer Messung dargestellt. Prinzipiell können alle volkswirtschaftlichen Größen als Wettbewerbsindikatoren aufgefasst werden, die die ökonomische Leistungsfähigkeit eines Landes charakterisieren. Internationale Wettbewerbsfähigkeit umfasst dementsprechend verschiedene Dimensionen, wie beispielsweise die Fähigkeit, Produkte auf internationalen Märkten erfolgreich zu verkaufen, im internationalen Standortwettbewerb bestehen zu können oder anpassungsfähig bezüglich neuer Technologien zu sein. Wettbewerbsfähigkeit ist eine Voraussetzung zur Erzielung eines möglichst hohen Einkommens, welches wiederum selbst als ein Wettbewerbsindikator auf höchster makroökonomischer Ebene aufgefasst werden kann.

Für die Fähigkeit, Produkte auf internationalen Märkten erfolgreich zu verkaufen, ist sicherlich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von zentraler Bedeutung. Dies ist umso wichtiger, je stärker die Außenhandelsorientierung einer Volkswirtschaft ist. Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft gegenüber anderen Ländern werden beispielsweise von der Deutschen Bundesbank sowie der OECD regelmäßig veröffentlicht. Am Beispiel der OECD-Indikatoren soll nun die Berechnungsmethode sowie die Datenbasis solcher Indikatoren veranschaulicht werden.

Preisliche Wettbewerbsfähigkeit

Bei der Konstruktion preislicher Wettbewerbsindikatoren sind die Produkte, die Märkte sowie die tatsächlichen und potenziellen Wettbewerber des betreffenden Landes festzulegen, um aussagekräf-

tige Indikatoren zu erhalten. Da in der Regel amtliche Statistiken für den immer mehr an Bedeutung gewinnenden Dienstleistungssektor fehlen, beziehen sich Indikatorberechnungen nur auf Industriegüter. Wettbewerb findet auf Export- und Binnenmärkten oder auf beiden statt. Auch diese Marktstrukturen sollten berücksichtigt werden. Darüber hinaus gibt es Märkte, auf denen Preise die Aussagekraft über Wettbewerbsbedingungen einschränken, da sie eher Indikatoren für regulatorische Rahmenbedingungen darstellen (z.B. Agrarmärkte oder Energiemärkte). Diese Märkte sollten bei der Erstellung von Indikatoren möglichst ausgeblendet werden.

Im Kern sind die von der OECD und Bundesbank berechneten Indikatoren gewichtete Preis- und Kostenunterschiede, wobei das Gewichtungsschema von dem betrachteten Wettbewerbsaspekt abhängt. Um eine internationale Vergleichbarkeit zu gewährleisten, werden Preise und Kosten in eine gemeinsame Währung konvertiert – üblicherweise in US-Dollar –, so dass auch Wechselkursveränderungen Eingang in die entsprechenden Indikatoren finden.

Nun zur Arithmetik. Der Gesamtindikator der OECD zur preislichen Wettbewerbsfähigkeit eines Landes setzt sich aus der Import- und Exportwettbewerbsfähigkeit zusammen. Die Importwettbewerbsfähigkeit für das Land k ist die Differenz zwischen dem Marktpreis des Binnenmarktproduzenten (P_k) und einem gewogenen Durchschnitt der Marktpreise seiner ausländischen Wettbewerber. Der Preisdurchschnitt der Wettbewerber wird wie folgt berechnet:

$$PWM_k = \sum_i m_{ik} \cdot PX_{ik}$$

Der Preis der Wettbewerber auf Markt k (PWM_k) ist die nach von Land i auf Markt k erzielten Marktanteilen (m_{ik}) ge-

wichtete Summe der Exportpreise (PX_{ik}) der Wettbewerber. Die Importwettbewerbsfähigkeit für Land k ist also

$$P_k - PWM_k$$

Die Berechnung der Exportwettbewerbsfähigkeit ist etwas komplizierter, da hier auch sogenannte Drittländereffekte berücksichtigt werden müssen. Beispielsweise wird die deutsche Wettbewerbsfähigkeit auf dem amerikanischen Markt bei unveränderten Preisen deutscher Exporteure beeinflusst, wenn der Exportpreis eines mit Deutschland auf diesem Markt konkurrierenden Exporteurs zu- oder abnimmt. Unter Berücksichtigung dieser Effekte und der Annahme, dass die Exportpreise eines Landes nicht von dem Bestimmungsland abhängen, ist der gewichtete Preisdurchschnitt der Wettbewerber von Land i auf Markt k

$$PWX_{ik} = \left(\frac{S_{kk}}{1 - S_{ik}} \right) P_k + \sum_{j \neq i, k} \left(\frac{S_{jk}}{1 - S_{ik}} \right) PX_j$$

P_k ist der Produzentenpreis der heimischen Anbieter auf Markt k und PX_j der Exportpreis von Land j . S_{jk} bezeichnet den Anteil der Importe von Land j auf Markt k am Gesamtangebot auf Markt k (Importe + heimische Produktion) und S_{kk} ist der Anteil der heimischen Produktion von Land k am Gesamtangebot.

Mit dieser Vorgehensweise wird implizit unterstellt, dass alle Güter der heimischen Produktion mit den Importgütern konkurrieren. Diese Unterstellung ist jedoch nicht realistisch. Richtigerweise müsste der Anteil der heimischen Güter, der Wettbewerb von außen unterliegt, zusätzlich Eingang in die Berechnung finden. Hier bleibt dies allerdings unberücksichtigt. Den Preis der Wettbewerber von Land i auf allen Märkten erhält man dann über eine Aggregation von PWX_{ik} entsprechend der Exportstruktur von Land i :

$$PWX_i = \sum_{k=1}^n x_{ik} PWX_{ik} .$$

mit x_{ik} als Anteil der Exporte von Land i nach Markt k an den gesamten Exporten von Land i . Der eigentliche Exportwettbewerbsindikator ist dann

$$PX_i - PWX_i .$$

Ein Gesamtindikator zur preislichen Wettbewerbsfähigkeit wird als gewichteter Durchschnitt der Import- und Exportwettbewerbsindikatoren gebildet. Die Gewichte entsprechen dabei den Anteilen der gesamten Importe bzw. Exporte eines Landes am gesamten Güterangebot bzw. an der gesamten Güternachfrage.

Von der OECD werden solche Indikatoren auch auf Basis von Lohnstückkosten und Konsumentenpreisen zweimal im Jahr veröffentlicht. Ein Vergleich von Indizes auf Basis von Preisen und Kosten kann dann als ein Indikator für die Bruttogewinne von Exporteuren aufgefasst werden. Dieses Berechnungsschema wird auch bei der Erstellung von so genannten effektiven Wechselkursen angewendet.

Die Wettbewerbsfähigkeit im Hinblick auf den internationalen Handel hängt allerdings nicht nur von Preis- und Kostenfaktoren ab. Produktqualität und Innovationsgrad der gehandelten Güter sind neben weiteren Faktoren wichtige Wettbewerbselemente, die allerdings schwer zu quantifizieren sind. Letztendlich tragen alle Wettbewerbsfaktoren gemeinsam dazu bei, dass ein Land einen hohen Weltmarktanteil im internationalen Handel besitzt. Aus diesem Grund kann auch der reale Weltmarktanteil (nominaler Weltmarktanteil bereinigt um Wechselkurs- und Preiseffekte) als Indikator zur internationalen Wettbewerbsfähigkeit herangezogen werden.

Produktivitätsmaße als Wettbewerbsindikatoren

Um im internationalen Standortwettbewerb bestehen zu können, spielen neben Kostengesichtspunkten v.a. die Arbeitsproduktivität, die Kapitalproduktivität sowie die Multifaktorproduktivität als ein Maß für die technologische Effizienz einer Volkswirtschaft eine zentrale Rolle.

Die Arbeitsproduktivität ist definiert als das Produktionsergebnis pro eingesetzter Arbeitseinheit. Auf höchster Ag-

gregationsebene kann hierzu das Verhältnis von realem Bruttoinlandsprodukt zur Anzahl der Beschäftigten oder zur Anzahl der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden dienen. Für internationale Vergleiche können Daten von der Weltbank oder OECD bezogen werden. Es muss allerdings berücksichtigt werden, dass solche Maße immer auch die so genannte „Entlassungsproduktivität“, die lediglich aufgrund einer Freisetzung von Arbeit zustande kommt, enthalten.

Daneben ist die Kapitalproduktivität ein aufschlussreicher Wettbewerbsindikator, da diese angibt, mit welcher Effizienz Sachkapital bei der Erstellung von Gütern eingesetzt wird. Statistische Daten zu dem in einer Volkswirtschaft vorhandenen Kapitalbestand sind üblicherweise nicht verfügbar. Der Kapitalbestand muss daher unter bestimmten Annahmen über Nutzungsdauern, Abschreibungen etc. aus kumulierten Investitionsdaten bestimmt werden. Die eigentlich interessierende Größe bei der Berechnung der Kapitalproduktivität ist allerdings der Kapitaleinsatz, der ebenfalls nicht beobachtbar ist. In der praktischen Anwendung wird meist unterstellt, dass der Kapitaleinsatz proportional zum Kapitalbestand ist. Unter dieser Annahme sind Veränderungsdaten beider Größen identisch. Jedoch wird unter der Proportionalitätsannahme der Kapitaleinsatz in Zeiten geringer Kapitalauslastung überschätzt und in Zeiten hoher Auslastung unterschätzt.

Produktivitätseffekte, die nicht auf eine unmittelbare Veränderung der Produktivität der Einsatzfaktoren zurückgehen, werden als Multifaktorproduktivität (MFP) oder auch Totale Faktorproduktivität bezeichnet. Grob umschrieben ist die MFP die Differenz zwischen der Output-Veränderung und dem gewichteten Durchschnitt der Veränderungsdaten verschiedener Einsatzfaktoren. Oft wird die MFP auch als ein Maß für die technologische Effizienz und somit als ein Maß für technologische Wettbewerbsfähigkeit aufgefasst. Die Berechnung der MFP setzt passende Schätzungen des Faktoreinsatzes sowie der partiellen Faktorelastizitäten voraus. Letztere sind nicht direkt beobachtbar und werden entweder aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) als Einkommensanteile der Faktoren am Gesamteinkommen entnommen oder auf Grundlage einer Produktionsfunktion ökonometrisch geschätzt. Die

Einkommensanteile aus der VGR entsprechen aber nur dann den Faktorelastizitäten, wenn die Produkt- und Dienstleistungsmärkte einem vollständigem Wettbewerb unterliegen, weil nur dann gemäß der Grenzprodukttheorie die Preise der Produktionsfaktoren ihren Grenzprodukten entsprechen. Weiterhin sollten Qualitätsaspekte der Einsatzfaktoren bei der Kalkulation berücksichtigt werden. Bei dem Faktor Arbeit geschieht dies üblicherweise über eine Berücksichtigung von Fähigkeiten und Ausbildungsniveaus der Erwerbstätigen und bei dem Faktor Kapital über eine Verwendung von hedonischen Preisindizes zur besseren Qualitätserfassung. Wenn die MFP sorgfältig berechnet wird, ist sie ein geeigneter Indikator für die technologische Effizienz einer Volkswirtschaft, setzt hierfür aber auch eine Vielzahl von Daten voraus.

Eine sehr gute Datenquelle für weitere quantifizierbare Kennzahlen im internationalen Vergleich sind die *Competitiveness Indicators* der Weltbank, die über die Homepage der Weltbank zugänglich sind. Dort werden jeweils 49 Indikatoren für mehr als 100 Länder zur gesamtwirtschaftlichen Situation, zur Marktdynamik, zur Finanzmarktdynamik, zur Infrastruktur, zum Investitionsklima sowie zum Humankapital bereitgestellt.

Globale Wettbewerbsindikatoren

Die jeweiligen Teilaspekte der Wettbewerbsfähigkeit können auch zu Gesamtindikatoren zusammengefasst werden. Solche Indikatoren werden beispielsweise jährlich im *Global Competitiveness Report (GCR)* des World Economic Forums sowie im *World Competitiveness Yearbook* des Lausanner Management-Instituts IMD (International Management Development) publiziert. Beide Institute verwenden bei der Erstellung ihrer Gesamtindikatoren für eine Vielzahl an Ländern eine Kombination aus sogenannten „harten“ und „weichen“ Daten, wobei die „weichen“ Daten jene Wettbewerbsaspekte anhand von Umfragen unter Geschäftsführern erfassen sollen, die nicht von traditionellen Statistiken abgebildet werden. Die einzelnen Wettbewerbsaspekte, die in diesen Indikatoren gebündelt werden, decken weite Bereiche ab, so dass sich ein umfassendes Gesamtbild der jeweiligen Situation eines Landes ergibt. ◀

Marcus Kappler, kappler@zew.de

Der Einfluss der Euro-Einführung auf die Inflationserwartungen

Der Grad der Glaubwürdigkeit einer Zentralbank beeinflusst die Inflationserwartungen. Eine Zentralbank, an deren Stabilitätsorientierung die Finanzmärkte zweifeln, sollte mit höheren Inflationserwartungen konfrontiert sein als eine Zentralbank mit hoher Reputation. Diese Grundeinsicht kann man sich zu Nutze machen, um den Übergang vom Bundesbank- zum EZB-Regime zu untersuchen. Eine erste deskriptive Analyse auf Basis der Inflationserwartungen des ZEW-Finanzmarkttests zeigt: Es gibt wenig Anzeichen dafür, dass die EZB eine geringere Glaubwürdigkeit besitzt als zuvor die Bundesbank.

■ Im Vorfeld der Euro-Einführung ist viel über die Glaubwürdigkeit der EZB im Vergleich zur Reputation der Deutschen Bundesbank spekuliert worden. Skeptiker haben immer wieder angezweifelt, dass die EZB mit der gleichen Entschlossenheit wie zuvor die Bundesbank eine konsequente, am Ziel der Inflationsvermeidung orientierte Geldpolitik betreiben würde. Die Pros und Kontras dieser Debatte sind hinreichend bekannt (z.B. formale versus faktische Unabhängigkeit, deutscher versus europäischer Stabilitätskonsens etc.) und müssen hier nicht wieder aufgerollt werden. Mit der besseren Datenverfügbarkeit ist nun aber der Zeitpunkt gekommen, um diese Debatte empirisch und ex post zu bewerten. Die Daten der ersten Euro-Jahre erlauben es inzwischen zu überprüfen, inwieweit sich die geldpolitische Reputation von Bundesbank und EZB erkennbar unterscheiden. Dabei kommen zwei grundsätzlich verschiedene Vorgehensweisen in Betracht.

So können zum einen das Verhalten der Zentralbanken und hier insbesondere die geldpolitischen Entscheidungen analysiert werden. Ein Standard-Ansatz besteht dabei darin, so genannte Taylor-Regeln zu schätzen und festzustellen, welche relativen Gewichte die Zentralbanken bei ihrer Zinspolitik den Zielen der Inflationsbekämpfung und der Output-Steuerung beimessen. Dieser Ansatz hat natürliche Grenzen, weil er nur eine Seite der Glaubwürdigkeitsthematik abdeckt, nämlich das objektiv messbare Verhalten der Zentralbank. Er sagt hingegen wenig darüber aus, wie dieses Verhalten bei den Akteuren an den Finanzmärkten bewertet und in Inflationserwartungen transformiert wird.

Der alternative Grundansatz nimmt genau diese fehlende Seite der Erwartungsbildung in den Fokus und versucht,

indirekt aus den Inflationserwartungen von Finanzmarktakteuren zu schließen, inwieweit der monetäre Regimewechsel im Jahr 1999 einen Zeitpunkt darstellt, ab dem es zu einer veränderten Einschätzung der künftigen Preisstabilität gekommen ist. Dieser Grundansatz soll hier zu einer ersten deskriptiven Anwendung kommen.

Theoretische Einsichten

Die spieltheoretisch ausgerichtete Literatur zum Problem zeitinkonsistenter Geldpolitik in der Tradition von Barro und Gordon (1983) ist in diesem Zusammenhang zur Abschätzung möglicher Effekte hilfreich. Diese Literatur gibt Auskunft darüber, wie sich eine Änderung im Zentralbankregime auf die Inflationserwartungen auswirken könnte. Maßgeblich sind in diesem Zusammenhang zwei Fragen: erstens, ob die neue Zentralbank im Vergleich zum Vorgängerinstitut dem Output- und Beschäftigungsziel ein höheres Gewicht einräumt (in Bezug auf Preisstabilität also „laxer“ ist) und zweitens, ob alle Akteure über diese Veränderung informiert sind und somit keine Unsicherheit über den neuen Typ der Zentralbank besteht. Ohne Unsicherheit ist der Zusammenhang zwischen dem Typ der Zentralbank und den Inflationserwartungen eindeutig: Übernimmt eine laxere Zentralbank das Ruder, dann würde sich dies in einem sprunghaften Anstieg der Inflationserwartungen (und auch der tatsächlichen Inflationsrate) niederschlagen.

Sehr viel komplizierter wird der Zusammenhang bei Unsicherheit. In diesem Fall bestehen möglicherweise für eine stabilitätsorientierte Zentralbank Anreize, einen besonders harten geldpolitischen Kurs zu fahren, um die Akteure an den Finanzmärkten von ihrer Stabilität-

sorientierung zu überzeugen. Die Relevanz von Unsicherheit ist für den Wechsel von der Bundesbank zur EZB sicher nicht auszuschließen, weil die neue Zentralbank ein „unbeschriebenes Blatt“ war und die kontroversen Diskussionen vor dem Regimewechsel über die zu erwartende Preisstabilität in der Euro-Ära Unsicherheit über die Zielorientierung der EZB offenbart haben. Die Theorie würde für den Fall einer stabilitätsorientierten EZB, an deren wahrer Gesinnung aber zunächst Zweifel bestünden, folgendes erwarten lassen: Zunächst steigen die Inflationserwartungen mit dem Regimewechsel. Durch eine konsequente Stabilitätspolitik offenbart aber dann die neue Zentralbank ihren wahren Typus. Die angestiegenen Inflationserwartungen stellen sich ex post als Fehleinschätzung dar und werden nach der anfänglichen Lernphase wieder nach unten korrigiert.

Das deskriptive Bild

Im nächsten Schritt ist nun zu untersuchen, ob die tatsächlichen Verläufe von Inflation und Inflationserwartungen bestimmten dieser theoretisch möglichen Muster entsprechen. Datengrundlage ist dabei die monatliche Umfrage des ZEW unter rund 300 Finanzexperten im Rahmen des ZEW-Finanzmarkttests. Die Teilnehmer werden dabei auch nach ihren Erwartungen zur Veränderung der Inflationsrate in den kommenden sechs Monaten befragt. Die Umfrage erfolgt monatlich seit Dezember 1991. Die Befragung ist qualitativ angelegt.

Um die kategorialen Daten in eine kardinale Reihe von Inflationserwartungen zu transformieren, wird das Carlson-Parlin-Verfahren angewendet. Ausgangspunkt dieses Verfahrens ist die Annahme, dass jeder Befragte eine subjektive Wahr-

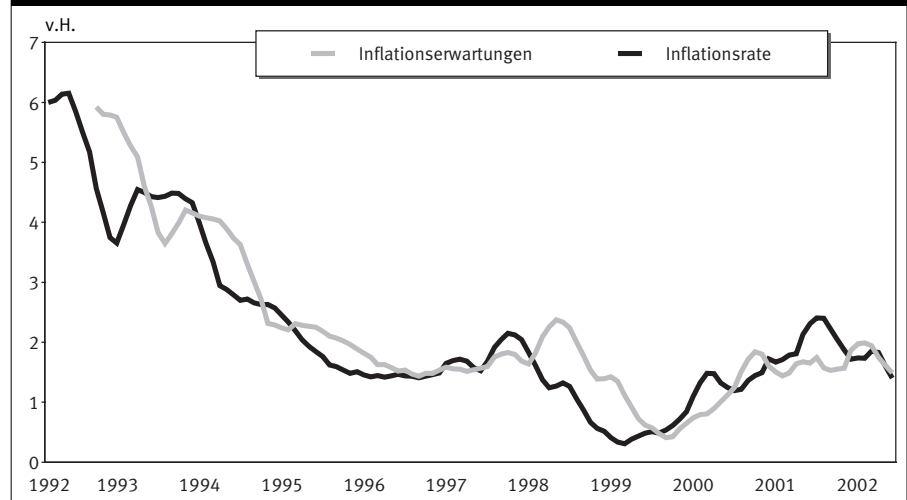
scheinlichkeitsverteilung über die Inflationsrate besitzt, deren Erwartungswert mit der erwarteten Inflation gleichgesetzt werden kann. Übersteigt die erwartete Inflationsrate einen bestimmten Schwellenwert, wird die Veränderung durch den Befragten der Kategorie „steigt“, wenn eine bestimmte Schwelle unterschritten wird, der Kategorie „sinkt“ zugeordnet. Im dazwischen liegenden Indifferenzbereich bleibt die Inflation für den Befragten gleich. Die Kategorie „keine Einschätzung“ ist im ZEW Finanzmarkttest nur gering besetzt und wird in den Berechnungen ignoriert. Die entsprechenden Schwellenwerte wurden in den Jahren 1993 und 1997 abgefragt, wobei bei der letzten Befragung asymmetrische Schwellen erlaubt waren. Zur Umrechnung der qualitativen Antworten wird der mittlere Schwellenwert dieser Befragung verwendet. Für die Form der Wahrscheinlichkeitsverteilungen wird eine Normalverteilung unterstellt. Zur Umrechnung wird weiter angenommen, dass der Anteil der „steigt“-Antworten mit der Wahrscheinlichkeit identisch ist, dass die Inflation in 6 Monaten den Schwellenwert überschreitet und entsprechend der Anteil der „sinkt“-Antworten mit der Wahrscheinlichkeit für ein Unterschreiten des Schwellenwerts. Auf diese Weise wird die Veränderung der Inflationserwartungen für die nächsten 6 Monate ermittelt. Diese Werte werden in die erwartete Inflation transformiert, indem angenommen wird, dass als Basis für die Angabe der Veränderungen von den Befragten die letzte bekannte Inflationsrate unterstellt wird, die Inflation der Vorperiode.

Die Abbildung zeigt die auf diese Weise ermittelte Zeitreihe der Inflationserwartungen für Deutschland zusammen mit der tatsächlichen Inflationsrate (nach einer glättenden Moving-Average-Transformation). In der Tabelle sind einige deskriptive Statistiken zu beiden Zeitreihen – separat für die Bundesbank- und Euro-Ära – zusammengefasst.

Schlussfolgerungen

Natürlich ist Vorsicht bei der Interpretation dieser deskriptiven Resultate geboten. Ein solcher Blick auf die Daten kann immer nur der erste Schritt einer umfassenderen Untersuchung sein. Die von der Theorie vorhergesagten Zusammenhänge zwischen Zentralbankgläubwürdigkeit und Inflationserwartungen

Gleitender 4-Monatsdurchschnitt für die Inflationsrate und die Inflationserwartungen



Quelle: ZEW Finanzmarkttest, Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen.

Zusammenfassende Statistik für die Inflationsrate und die Inflationserwartungen

Zeitraum	Inflationsrate		Erwartete Inflationsrate	
	DM-Ära	Euro-Ära	DM-Ära	Euro-Ära
Mittelwert	2,35	1,30	2,71	1,30
Standardabweichung	1,26	0,58	1,40	0,49

	Inflationsrate	Erwartete Inflationsrate
	DM-Ära	Euro-Ära
Mittlerer Prognosefehler	-0,36	0,002
Mittlerer absoluter Prognosefehler	0,58	0,36

„DM-Ära“: 1992:07-1998:12, „Euro-Ära“: 1999:01-2003:07.

Quelle: ZEW Finanzmarkttest, Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen.

gelten schließlich nur *ceteris paribus*. Nicht nur die Zentralbank mit ihrem Verhalten, sondern auch exogene Faktoren wie Konjunktur, Rohstoffpreise, Fiskalpolitik oder Lohnentwicklung können zumindest kurzfristig die Inflation und die Inflationserwartungen beeinflussen und sind hier noch ebenso wenig berücksichtigt wie eine eigentlich wünschenswerte explizite Modellierung des Erwartungsbildungsprozesses.

Mit diesen Einschränkungen können dennoch folgende erste Schlussfolgerungen gezogen werden: Es gibt keine unmittelbar ersichtlichen Anzeichen für einen systematischen Anstieg der Inflationserwartungen im Jahr 1999. Im Gegenteil, tatsächliche und erwartete Inflationsrate liegen nach dem Jahr 1999 im Durchschnitt unter den Werten der DM-Periode der Jahre 1992-1998. Es ist außerdem nach dem Jahr 1999 nicht zu

einem höheren Prognosefehler bei der Inflationsrate gekommen, der auf ein Misstrauen der Finanzmärkte gegenüber einer möglicherweise laxen Geldpolitik der Zentralbank schließen ließe. Ex post stützt diese Analyse also eher die Sicht der Stabilitäts-Optimisten, die im Übergang von der Deutsche Bundesbank zur Europäischen Zentralbank keine Verschlechterung der geldpolitischen Glaubwürdigkeit erkennen konnten. Zudem deuten die Resultate auch daraufhin, dass dieser Stabilitäts-Optimismus von Beginn der Europäischen Währungsunion an die dominierende Bewertung des monetären Regimewechsels war. ◀

Dr. Friedrich Heinemann, heinemann@zew.de
Katrin Ullrich, ullrich@zew.de

Literatur: Barro, R.J. und David B. Gordon (1983): A positive theory of monetary policy in a natural rate model. *Journal of Political Economy* 91(4): 589-610.

Geldpolitik in Europa

EU-Verfassungsentwurf: EZB in Gefahr?

Im kommenden Jahr entscheidet die Regierungskonferenz über die künftige Verfassung der EU. Diese Entscheidung berührt auch die Stellung der EZB. Eine Reihe von Details im Vertragsentwurf geben Anlass zur Sorge.

■ Wenn die Regierungskonferenz wie vorgesehen im Jahr 2004 eine europäische Verfassung verabschiedet, dann ist dies auch eine wichtige Weichenstellung für die künftige Rolle der EZB im institutionellen Gefüge der EU. Verhandlungsgrundlage für die Regierungskonferenz ist der Verfassungsentwurf des Konvents. Es sind vor allem drei Aspekte dieses Entwurfs, die Fragen aufwerfen, ob die Unabhängigkeit der EZB und ihre Verpflichtung auf das Ziel der Preisstabilität in Zukunft noch in vollem Umfang gewährleistet sind.

Zielkatalog der EU: Bislang ist Art. 2 EGV maßgeblich für den der Gemeinschaft und ihren Organen vorgegebenen Zielkatalog. In diesem Katalog enthalten sind die Zielsetzung des „nichtinflationären Wachstums“ und eines „hohen Beschäftigungsniveaus“. Im Zielkatalog des Art. 3 („Die Ziele der Union“) des Verfassungsentwurfs ist hier nun eine markante Verschiebung zu konstatieren. Das Adjektiv „nichtinflationär“ ist ersatzlos gestrichen, stattdessen ist nur noch von einem „ausgewogenen Wirtschaftswachstum“ die Rede. Außerdem wird das Beschäftigungsziel nun ehrgeiziger formuliert, indem an prominenter Stelle vom Ziel der „Vollbeschäftigung“ die Rede ist.

Zwar bleibt die vorrangige Verpflichtung der EZB auf das Preisstabilitätsziel erhalten. Würde der Konventsentwurf in dieser Hinsicht Realität, dann wäre aber die EZB die einzige Institution im Gefüge der EU, die noch auf dieses Ziel verpflichtet bliebe. Der Gegensatz in der Zielorientierung von EZB auf der einen und Rat, Parlament und Kommission auf der anderen Seite würde zunehmen: Der EZB

mit ihrer Stabilitätsorientierung stünden Akteure gegenüber, für die laut Verfassung die Inflationsbekämpfung keinerlei Bedeutung mehr hätte, wohl aber Ziele wie das der Vollbeschäftigung.

Organschaft der EZB: Gegenwärtig ist die EZB in der Terminologie des EG-Vertrags kein Organ der Gemeinschaft. Im Verfassungsentwurf wird die Zentralbank nun erstmals als „Organ“ bezeichnet. Kritiker etwa seitens der Bundesbank sehen hier die Gefahr, dass die Unabhängigkeit der EZB in der Rolle eines Unionsorgans beeinträchtigt wäre, weil Organe generell loyal zusammenzuarbeiten haben.

Mehrheitsentscheidungen über Instrumente: Bislang kann der Rat die Instrumente der EZB nur einstimmig abändern, wenn nicht die EZB selber diese Änderung empfiehlt. Dem Verfassungsentwurf zu Folge werden solche Änderungen nun generell durch Mehrheitsentscheidungen im Rat möglich.

Wie sind nun diese Kritikpunkte zu beurteilen? Zunächst ist positiv festzustellen, dass zentrale Inhalte der Zentralbankverfassung von Maastricht unverändert übernommen werden: Zu nennen ist hier etwa die unveränderte Formulierung der Unabhängigkeit der Zentralbank oder auch das Verbot eines Zentralbankkredits an die Union und die Mitgliedstaaten. Vor diesem Hintergrund erscheint insbesondere auch die Tatsache wenig gravierend, dass die EZB nun als Organ eingestuft wird. Beruhigend im Zusammenhang mit der Organfrage ist auch der Umstand, dass die EZB im Art. 18, Abs. 2 des Entwurfs nicht genannt wird. Dieser Passus zählt die Organe auf, die explizit auf die allgemeinen Zie-

le der Union verpflichtet werden und die loyal zusammenzuarbeiten haben. Diese fehlende Nennung relativiert die Sorge, dass aus der Benennung der EZB als Organ eine faktische Einschränkung der Unabhängigkeit erwachse. Auch die möglichen Mehrheitsentscheidungen des Rats – und damit der nationalen Regierungen – über die Instrumente der EZB erscheinen wenig gravierend. Es ist nicht damit zu rechnen, dass sich das eher technische Feld der geldpolitischen Instrumente für Versuche zur politischen Einflussnahme auf die Geldpolitik eignet.

Damit bleibt die fehlende Nennung der Preisstabilität als allgemeines Unionsziel wohl als schwerstes Defizit der im Konventsentwurf formulierten monetären Verfassung. Es ist alles andere als eine vertrauensbildende Maßnahme, wenn Rat, Parlament und Kommission offiziell aus ihrer Mitverantwortung für monetäre Stabilität entlassen werden und die EZB hier als letzter, einsamer Akteur verbleibt. Diese Neuorientierung gegenüber den Entscheidungen von Maastricht ist besonders brisant vor dem Hintergrund der fast schon inflationären Auflistung neuer sozialer Zielsetzungen im Verfassungsentwurf und der erschütterten Glaubwürdigkeit des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Ein Beobachter der Verhandlungen im Konvent formulierte folgendermaßen: „Preisstabilität hatte im Konvent praktisch überhaupt keine Lobby“. Selbst wenn die Regierungskonferenz diesen „Patzer“ noch behebt, ist der Konvent eine beunruhigende Fallstudie zum Zustand des Stabilitätskonsenses. ◀

Dr. Friedrich Heinemann, heinemann@zew.de

ZEW

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH

IMPRESSUM

ZEW Konjunkturreport – erscheint viermal jährlich

Herausgeber: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW) Mannheim L 7, 1 · 68161 Mannheim
Postfach 10 34 43 · 68034 Mannheim · Tel. 0621/1235-01, Fax -224 · Internet: www.zew.de

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Wolfgang Franz (Präsident) und Daniel Radowski

Redaktion: Daniel Radowski, Telefon 0621/1235-296, Telefax 0621/1235-223, E-Mail: radowski@zew.de
Marcus Kappler, Telefon 0621/1235-157, Telefax 0621/1235-223, E-Mail: kappler@zew.de
Dr. Friedrich Heinemann, Telefon 0621/1235-149, Telefax 0621/1235-223, E-Mail: heinemann@zew.de
Katrin Ullrich, Telefon 0621/1235-145, Telefax 0621/1235-223, E-Mail: ullrich@zew.de

Nachdruck und sonstige Verbreitung: mit Quellenangabe und Zusendung eines Belegexemplares