

ZEW Konjunkturreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

Jahrgang 5 · Nr. 4 · Dezember 2002

Konjunktur: Kraftlose Erholung

Die deutsche Konjunktur hat im laufenden Jahr nur geringfügig zugenommen und stagniert zur Zeit. Damit verschlechtert sich die schwierige Situation auf dem Arbeitsmarkt weiter. Für das kommende Jahr wird von den Prognostikern eine leichte Erholung erwartet.

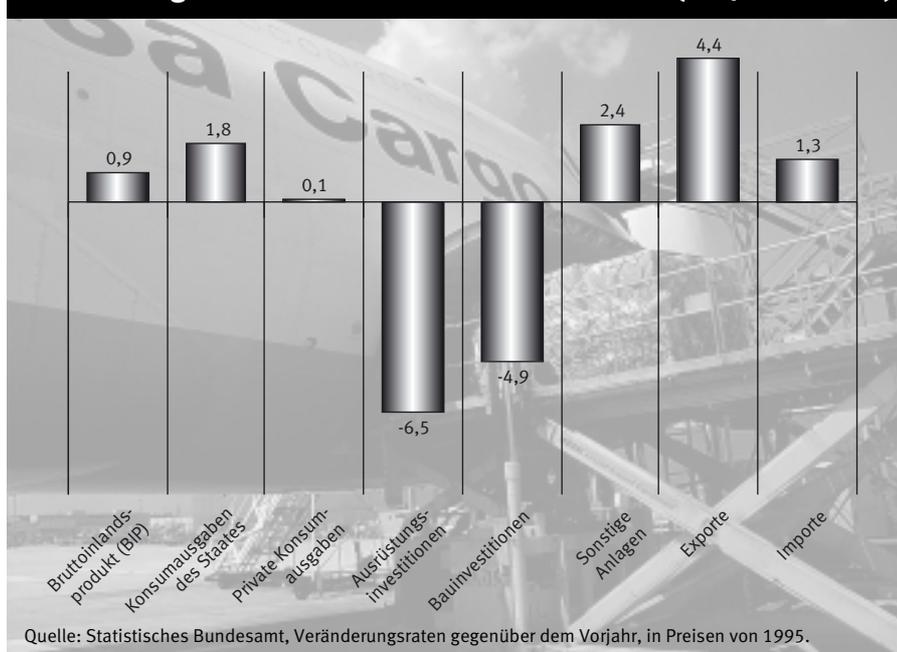
■ Die deutsche Volkswirtschaft hatte im 3. Quartal dieses Jahres nur leichte Zuwachsraten beim Bruttoinlandsprodukt (BIP) von 0,9 v.H. gegenüber dem Vorjahr zu verzeichnen. Dies war zwar ein leichter Anstieg gegenüber dem Vorquartal (0,4 v.H.), die erhoffte Dynamik in der zweiten Jahreshälfte blieb jedoch aus.

mit einem weiteren Rückgang der Bruttoanlageinvestitionen im dritten Quartal von -6,5 v.H. gegenüber dem Vorjahr und niedrigen Zuwachsraten beim privaten Konsum von 0,1 v.H. (vgl. Grafik).

Frühindikatoren wie die ZEW-Konjunkturerwartungen fielen im November deutlich um 19,2 Punkte und stehen nun bei

für den Anstieg des BIP variieren zwischen 0,6 und 1,5 v.H. Der Sachverständigenrat spricht allerdings von einer „Erholung mit angezogener Handbremse“. Erst in der zweiten Jahreshälfte wird der Aufschwung voraussichtlich etwas an Stärke gewinnen. Deutschland bleibt nach Meinung der Konjunkturrexperten mit den niedrigsten Veränderungsraten für das BIP in der EWU weiterhin das Schlusslicht.

Veränderungsraten volkswirtschaftlicher Eckdaten (3. Quartal 2002)



Daher werden im Durchschnitt des Jahres 2002 Veränderungsraten für das BIP von 0,2 v.H. bis 0,4 v.H. erwartet, was nahezu einer Stagnation der wirtschaftlichen Aktivität entspricht. Besorgniserregend ist die schwache inländische Nachfrage

4,2 Punkten. Sie liegen damit unter dem Niveau von Oktober 2001 und signalisieren eine erhöhte Gefahr für eine konjunkturelle Abschwächung.

Für das Jahr 2003 sehen die Perspektiven etwas günstiger aus: Die Prognosen

Investitionen schwach

Die Investitionen sind in diesem Jahr weiter eingebrochen und werden voraussichtlich um bis zu 6,5 v.H. gegenüber dem Vorjahr zurückgehen. Insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen entwickelten sich besonders schwach und nur die Investitionen in sonstige Anlagen weisen positive Zuwachsraten auf. Momentan ist

In dieser Ausgabe

Konjunktur: Kraftlose Erholung	1
Die voraussichtliche Lage in der EWU	3
ZEW-Finanzmarkttest: Ergebnisse der Umfrage im November 2002	4
Internationaler Konjunkturzusammenhang	6
Neuinterpretation des Stabilitätspakts	9
Wie europäisch ist die Perspektive im Eurotower?	10
Frankreich: Steuererleichterungen für Verbraucher und Unternehmen	12

ein Ende der Zurückhaltung bei den Investitionen noch nicht abzusehen. Ein wesentlicher Grund für dieses ungünstige Investitionsklima scheint in einer Verunsicherung der Unternehmer durch die Wirtschaftspolitik der Bundesregierung zu liegen. Im nächsten Jahr werden sich die Bruttoanlageinvestitionen nur mäßig erholen und um -0,3 v.H. (Commerzbank) bis +1,9 v.H. (GD) zunehmen.

Stabilisierung im Baugewerbe

Die öffentlichen Bauinvestitionen werden infolge der Beseitigung der Flutschäden im Vorjahresvergleich kräftig ansteigen, es handelt sich allerdings um einen einmaligen Effekt. Die Investitionen im Wohnungs- und Wirtschaftsbau sinken zwar, die Veränderungsraten sind aber geringer als in den Vorjahren. Die Lage im Baugewerbe stabilisiert sich; das Minus im Bau fiel in der zweiten Jahreshälfte deutlich geringer aus als in der ersten Jahreshälfte. Im nächsten Jahr werden die Bauinvestitionen nur noch leicht zurückgehen. Auch der private Konsum scheint sich nicht zur erhofften Konjunkturstütze zu entwickeln. Die angekündigten Steuer- und Abgabenerhöhungen verunsichern die Konsumenten und werden das real verfügbare Einkommen im nächsten Jahr mindern. Die inländische Nachfrage bleibt somit weitgehend kraftlos. Dies spiegelt sich auch im prognostizierten Rückgang der Importe um -2,0 v.H. bis -3,6 v.H. im laufenden Jahr wider.

Da Impulse von der Inlandsnachfrage ausbleiben, wird es hier zu Lande auch im kommenden Jahr keinen sich selbst tragenden Aufschwung geben. Die konjunkturelle Erholung wird sich also auf den Export stützen. Eine Belebung der deutschen Konjunktur ist aber frühestens im späten Frühjahr zu erwarten. Infolge der Aufwärtsentwicklung in den USA wird sich die Weltwirtschaft erholen, so dass die deutschen Exporte zunehmen werden. Für die Exporte werden im Jahresdurchschnitt 2003 Veränderungsraten gegenüber dem Vorjahr zwischen 2,3 und 5,3 v.H. prognostiziert.

Die Inflationsraten bleiben sowohl in diesem und als auch im nächsten Jahr stabil. Die Prognosen liegen zwischen 1,2 und 1,6 v.H. für das Jahr 2003. Von einer Deflation und den gefährlichen Folgen einer Deflationsspirale kann keine Rede sein. Vielmehr liegt momentan eine Disinflation vor, die ohne schädliche Nebenwirkungen sein wird.

Arbeitsmarkt weiter schwierig

Der kraftlose Konjunkturverlauf schlägt sich in einem Rückgang der Beschäftigung in diesem Jahr um -0,5 bis -0,6 v.H. gegenüber dem Vorjahr und einem weiteren Anstieg der Arbeitslosenquote auf etwa 9,8 v.H. nieder. Die Anzahl der registrierten Arbeitslosen wird von rund 4,1 Mio. im Jahr 2002 auf voraussichtlich 4,1 bis 4,2 Mio. im Durchschnitt des Jahres 2003 ansteigen. Korrespondierend dazu wird die

Beschäftigung vor allem im Produzierenden Gewerbe weiter abgebaut und im nächsten Jahr gesamtwirtschaftlich um -0,2 v.H. bis -0,5 v.H. sinken. Beunruhigend ist, dass die Entwicklung der Arbeitslosigkeit und der Beschäftigung in den neuen Bundesländern seit mehreren Jahren nahezu unverändert ist. Die Arbeitslosenquote hat sich dort in diesem Jahr weiter erhöht und beträgt nun 18 v.H. Eine wichtige Ursache dafür ist, dass der Konvergenzprozess zwischen Ost- und Westdeutschland seit Mitte der Neunziger Jahre ins Stocken geraten ist.

Reformen notwendig

Um die desolante Lage auf dem Arbeitsmarkt zu beseitigen sind tiefgreifende und unpopuläre Reformen zwingend notwendig. Dazu muss die Politik an den Ursachen der Arbeitslosigkeit ansetzen anstatt an den Symptomen herumzukurieren. So muss u.a. die Flexibilität auf dem Arbeitsmarkt zunehmen und der Ausbau des Niedriglohnbereichs konsequent gefördert werden. Zudem müssen bessere Voraussetzungen zur Stärkung der Arbeitsnachfrage geschaffen werden. Die Vorschläge der Hartz-Kommission reichen zu einer deutlichen Senkung der hohen Arbeitslosigkeit nicht aus. Konkrete Vorschläge und Gutachten zur Linderung der Situation auf dem Arbeitsmarkt gibt es inzwischen genug, es ist nun Zeit, entschlossen zu handeln. ◀

Daniel Radowski, radowski@zew.de

Tabelle 1: Wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland 2002 und 2003

	Statist. BA 2001	GD 2002	GD 2003	SVR 2002	SVR 2003	OECD 2002	OECD 2003	Dresdn. Bank 2002	Dresdn. Bank 2003	Comm. Bank 2002	Comm. Bank 2003	Deut. Bank 2002	Deut. Bank 2003
BIP, real	0,6	0,4	1,4	0,2	1,0	0,4	1,5	0,4	1,5	0,3	1,0	0,2	0,6
- Privater Konsum	1,5	-0,5	1,1	-0,7	0,8	-0,5	1,1	-0,3	1,3	0,0	0,0	-0,8	0,2
- Konsumausgaben des Staates	0,8	0,9	0,7	1,2	0,6	1,1	0,8	0,7	0,8	-	-	1,1	1,2
- Bruttoanlageinvestitionen	-5,3	-4,4	1,9	-5,5	0,7	-4,7	0,6	-	-	-6,5	-0,3	-5,2	0,1
- Exporte	5,0	1,7	5,3	1,8	3,6	1,8	5,3	2,6	4,3	2,5	4,0	1,7	2,3
- Importe	1,0	-2,5	6,3	-3,6	3,3	-2,5	5,4	-2,2	3,3	-2,0	3,8	-3,0	3,1
Erwerbstätige (in Tsd.)	0,4 38.856	-0,5 38.670	-0,1 38.640	-0,6 38.680	-0,2 38.590	-0,5 38.670	-0,1 38.640	-	-	-0,5 38.700	-0,5 38.500	-	-
Arbeitslose (in Tsd.)	3.852	4.050	4.100	4.060	4.170	-	-	-	-	4.100	4.200	-	-
Arbeitslosenquote	9,4	9,5	9,6	9,8	10,0	-	-	9,8	10,0	-	-	9,8	10,1
Preisindex der Lebenshaltung	2,4	1,4	1,6	1,4	1,6	-	-	1,4	1,5	1,3	1,3	1,4	1,2

Mit Ausnahme der Arbeitslosenquote und der Anzahl der Arbeitslosen und der Erwerbstätigen alle Angaben als prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Arbeitslosenquote gemessen an allen zivilen Erwerbspersonen. GD: Herbstgutachten 2002; SVR: Jahresgutachten 2002/03; OECD: November 2002; Dresdner Bank: Okt 2002; Commerzbank: Okt/Nov 2002; Deutsche Bank: Okt 2002. Stand 29.11.2002

Die voraussichtliche Lage in der EWU

■ Bisher kommt die wirtschaftliche Erholung des Euro-Gebietes nur schleppend voran und die seit Jahresanfang erwartete und von den Wirtschaftsinstituten prognostizierte Beschleunigung wird dieses Jahr wohl ausbleiben. Daher wird für das Jahr 2002 mit einer laufenden Jahresrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von lediglich 0,8 v.H. gerechnet. Erst im nächsten Jahr wird sich die wirtschaftliche Entwicklung des Euroraums mit einem Anstieg des BIP um 1,8 v.H. erholen, sie wird damit aber immer noch hinter dem langfristigen Potenzial zurückbleiben, das die Europäische Zentralbank mit 2,0-2,5 v.H. veranschlagt. Auch die ZEW-Konjunkturerwartungen, die zu Jahresanfang eine vielversprechende Belebung signalisierten und seit Mitte des Jahres kontinuierlich nach unten verlaufen, spiegeln die revidierten Einschätzungen der Wirtschaftsakteure wegen einer gewissen Unsicherheit über die weitere konjunkturelle Entwicklung auf Sicht von 6 Monaten wider.

Vor allem die Länder mit hohen öffentlichen Finanzierungsdefiziten (Deutschland, Portugal, Frankreich und Italien) sehen sich vergleichsweise größeren

Wachstumsrevisionen gegenüber, da sie über weniger Freiraum für die Wirkung der automatischen Stabilisatoren verfügen und somit anfälliger gegenüber konjunkturellen Schwächephase sind. Die Entwicklung des privaten Verbrauchs hat sich zu Beginn der zweiten Jahreshälfte leicht gebessert, wird sich aber erst im nächsten Jahr im Zuge steigender Reallöhne, aufhellender Beschäftigungsperspektiven und Einkommensteuersenkungen in einer Reihe von Ländern beschleunigen. Auch die privaten Investitionen werden erst im kommenden Jahr wieder einen positiven, wenn auch moderaten Wachstumsbeitrag leisten, da der Abbau von Überkapazitäten, die sich u.a. in Folge von übertriebenen Erwartungen in die Informations- und Kommunikationstechnologie gebildet haben, allmählich zum Erliegen kommt und günstige Absatz- und Ertragsaussichten die Kapazitätsauslastung der Unternehmen steigen lässt.

Die Prognosen für das Jahr 2003 basieren auf der Annahme, dass die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Irak-Konflikt im Frühjahr abklingen wird und die Weltwirtschaft wieder expandiert, so dass da-

von positive Impulse auf die Exporte ausgehen. Die wachsende Inlandsnachfrage wird aber die Importe in etwa gleicher Höhe wie die Exporte steigen lassen, mit der Folge, dass der Außenbeitrag nur geringfügig zur Konjunkturbelebungsbeiträgt. Eine positive Entwicklung in Nahost wird auch den Preisdruck aufgrund stabiler Ölpreise vermindern. Der Preisauftrieb lag im Oktober bei einem Wert von 2,3 v.H. und die Jahresrate wird bei 2,2 v.H. liegen. Die Inflationsrate deckt sich somit nicht mit der Zielvorstellung der EZB, allerdings dürften die weiterhin getrübbten Konjunkturperspektiven momentan gegen eine Erhöhung der Leitzinsen sprechen. Die Geldpolitik ist mit einem seit nunmehr über einem Jahr unveränderten Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte von 3,25 v.H. insgesamt als expansiv zu bezeichnen, allerdings führt die breite Streuung der laufenden und erwarteten Inflationsrate über die Euroländer zu national stark unterschiedlichen Realzinsen, so dass die von den monetären Rahmenbedingungen ausgehenden Konjunkturimpulse sehr differenziert betrachtet werden müssen. ◀

Marcus Kappler, kappler@zew.de

	EWU		Italien		Spanien		Österreich		Niederlande		Finnland	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
BIP, real	0,8	1,8	0,5	2,1	1,9	2,5	0,9	2,2	0,5	1,5	1,9	3,7
- Privater Verbrauch	0,6	1,8	0,5	1,9	1,8	2,3	1,0	1,8	1,25	1,5	2,4	3,4
- Investitionen	-2,3	1,2	0,7	3,9	1,8	3,9	-2,8	2,8	-0,5	3,5	-2,3	4,6
- Exporte	0,3	4,8	-2,2	6,0	-1,0	5,7	3,0	6,0	1,25	5,75	3,1	6,6
- Importe	-1,2	4,7	-0,7	6,9	-0,6	6,0	-3,0	6,5	1,75	5,75	1,1	6,8
Verbraucherpreise	2,2	1,8	2,4	2,0	3,5	3,3	1,8	1,4	3,5	2,5	1,7	1,7
Arbeitslosenquote	8,3	8,3	9,3	9,1	11,2	10,5	4,1	4,1	4,0	5,0	9,2	9,0
Beschäftigung	0,4	0,5	1,7	1,0	1,3	2,0	-0,4	0,4	0,5	-0,25	0,0	0,5

	Belgien		Irland		Frankreich		Portugal		Griechenland		nachrichtl. GB	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
BIP, real	0,5	1,8	4,0	4,2	0,9	1,8	0,4	1,2	3,6	3,9	1,4	2,5
- Privater Verbrauch	0,3	1,7	3,3	3,5	1,7	1,6	0,3	0,4	2,9	3,1	3,3	2,6
- Investitionen	-1,5	2,3	0,1	1,8	0,1	1,3	-4,0	0,2	6,9	9,5	-4,2	4,4
- Exporte	-2,0	4,8	4,9	6,0	0,6	5,3	2,0	3,2	0,6	6,2	-0,7	6,2
- Importe	-1,8	5,1	4,0	5,8	0,2	5,3	-1,1	0,7	1,5	6,6	1,0	6,9
Verbraucherpreise	1,6	1,7	4,7	4,0	1,8	1,9	3,4	2,5	3,2	3,1	1,0	1,9
Arbeitslosenquote	6,9	6,9	4,5	4,8	9,1	9,3	4,6	5,0	10,1	9,8	5,2	5,4
Beschäftigung	-0,2	0,5	1,0	1,2	-0,1	0,1	0,6	0,5	0,2	0,8	0,2	0,3

Quellen: EWU: Gemeinschaftsdiagnose, Herbst 2002, Beschäftigung: OECD, Paris; Österreich: Wifo, Wien; Spanien: La Caixa, Barcelona; Belgien: IRES, Brüssel; Niederlande: CPB Report 2002/3, Den Haag; Finnland: ETLA 2002/3, Beschäftigung: OECD, Paris; Frankreich: OFCE, Paris, Beschäftigung: OECD, Paris; Irland: ESRI, Dublin, Beschäftigung: OECD, Paris; Italien: CAPITALIA, Rom, Beschäftigung: OECD, Paris; Portugal: Banco Espírito Santo, Lissabon, Beschäftigung: OECD, Paris; Griechenland: OECD, Paris; Großbritannien: NIESR, London.

ZEW-Finanzmarkttest: Ergebnisse der Umfrage im November 2002

■ 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

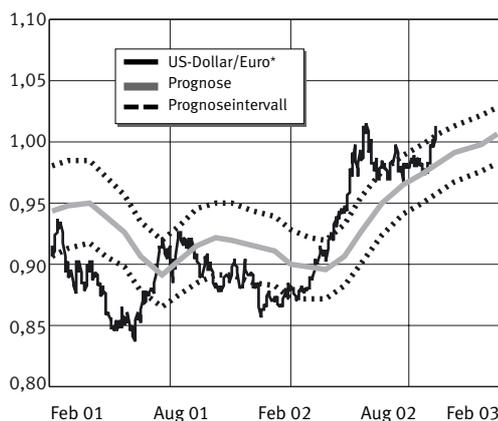
werden die Finanzexperten der Finanz- und Researchabteilungen sowie der volkswirtschaftlichen Abteilungen und die Anlage- und Wertpapierabteilungen dieser Unternehmen. Im einzelnen werden die Finanzmarktexperten nach ihren mittelfristigen Erwartungen befragt, die sie für wichtige internationale Finanzmärkte 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 28. 10. bis 12. 11. 2002 durchgeführt wurde, dargestellt. Weitere Informationen zum ZEW-Finanzmarkttest sind in Form einer Kurzinformation und des aktuellen ZEW-Finanzmarktreports für November 2002 erhältlich. ◀

Felix Hüfner, huefner@zew.de
Volker Kleff, kleff@zew.de

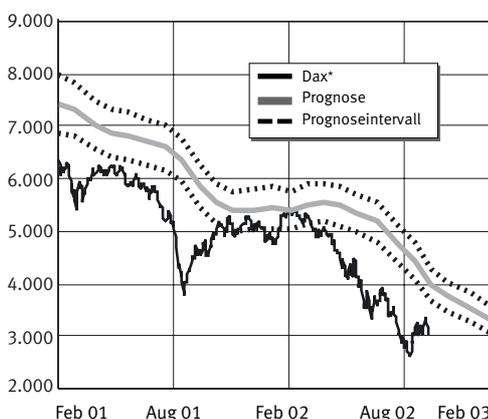
Euroraum: Deutsche Konjunktur weiter verhalten

Euro: Entwicklung und Prognose



* Quelle: Thomson Financial Datastream; ZEW

Konjunkturerwartungen Deutschland



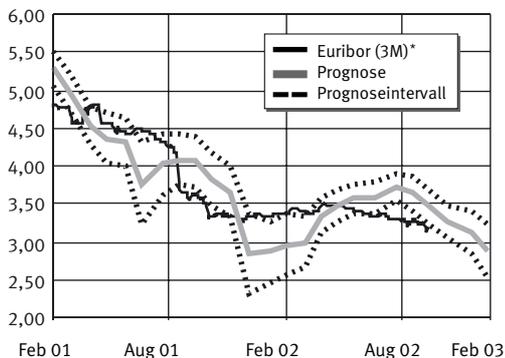
* Quelle: Thomson Financial Datastream; ZEW

■ Die Konjunkturerwartungen für Deutschland sind im November deutlich stärker eingebrochen als diejenigen für den Euroraum insgesamt. Mit per Saldo vier v.H. übersteigt die Zahl der Optimisten für die deutsche Wirtschaft nur noch knapp die Zahl der Pessimisten. Negative Werte sind in der Vergangenheit oftmals mit konjunkturellen Schwächen einhergegangen – insofern hat sich die Rezessionsgefahr erhöht. Für den Euroraum steht der Saldo mit 24 v.H. noch deutlich im positiven Bereich. Zwei Gründe werden auf den Finanzmärkten für das schlechtere Abschneiden Deutschlands angeführt. Zum einen muss sich die Europäische Zentralbank notwendigerweise auf die Entwicklungen im gesamten Euroraum konzentrieren. Als zweiter Belastungsfaktor für die deutschen Konjunkturaussichten wird vermehrt die Unsicherheit über den künftigen Kurs der deutschen Wirtschaftspolitik angesehen. Erstaunlich ist derzeit, dass trotz der negativen Meldungen die Aktienmärkte relativ stabil geblieben sind. Auch die Erwartungen der Analysten für die Börsen sind durchaus positiv: Bis Februar 2003 sehen die befragten Experten ein Niveau von rund 3.350 Punkten für den Deutschen Aktienindex. Positiv schlägt bei der Börseneinschätzung

die Erwartung einer sinkenden Inflationsrate im Euroraum zu Buche. Dies könnte die EZB veranlassen, die kurzfristigen Zinsen bald zu senken, wie dies von den Finanzanalysten schon seit längerem prognostiziert wird. Derzeit erwarten sie bis Februar eine Zinssenkung um 25 Basispunkte. Interessant ist ein Blick auf die Einschätzung der Entwicklung der einzelnen Branchen in Deutschland. Äußerst skeptisch äußern sich die Analysten etwa zu den Aussichten für die deutsche Bauindustrie, die nach ihrer Ansicht wohl noch länger in der Talsohle verbleiben wird. Demgegenüber sollten Anleger nach Meinung der Analysten defensive Titel, wie etwa Aktien aus dem Versorgerbereich übergewichten. Auch der Chemie- und Pharmabranche werden Verbesserungen bei der Ertragslage auf Sicht von sechs Monaten zugezählt. Für den Devisenmarkt wird erstmals seit langer Zeit prognostiziert, dass der Wechselkurs des Euro sich oberhalb der Parität zum US-Dollar behaupten kann. Analysten zufolge spielt hierfür die Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa derzeit eine wichtige Rolle: Anleger sichten demnach ihre Anlagen in den Euroraum um und profitieren dort von höheren Zinsen am kurzen Ende. ◀

ECB-Watch: Geldpolitischer Spielraum

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



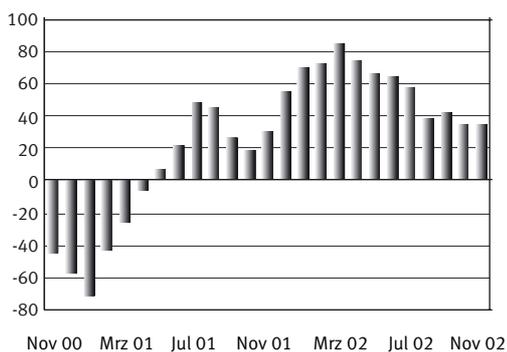
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

■ Neben der kräftigen Zinssenkung der Federal Reserve Bank ist es vor allem der Absturz der Konjunkturerwartungen für Deutschland, der die Hoffnungen auf eine baldige Zinssenkung nährt: Die Konjunkturerwartungen sind im November um 19,2 Punkte gefallen. Die EZB kann und soll sich zwar mit ihren Handlungen nicht an den Konjunkturerwartungen einzelner Mitgliedstaaten orientieren. Die momentan stark von der Wirtschaftspolitik hervorgerufene konjunkturelle Schwäche in Deutschland schlägt aber nun auch er-

kennbar auf die Wachstumsmöglichkeiten der Eurozone durch: Die Konjunkturerwartungen für die Eurozone habe sich – wenn auch moderater als für Deutschland – negativ entwickelt. Unabhängig von der Frage, ob die Europäische Zentralbank nun eine Konjunktursteuerung betreiben soll oder nicht, eröffnet die düstere konjunkturelle Perspektive geldpolitischen Spielraum: Geringes Wachstum steht für nicht ausgelastete Kapazitäten und damit fallende Preise. Tatsächlich sinken die Inflationserwartungen für die Eurozone weiter. ◀

USA: Konjunkturerwartungen weiterhin positiv

Konjunkturerwartungen USA



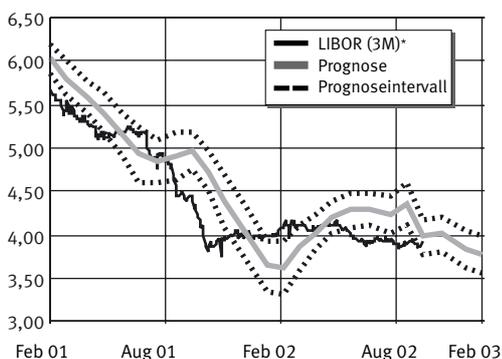
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in den USA in sechs Monaten. Quelle: ZEW

■ Obwohl die weltpolitische Lage angespannt ist und ein Irak-Krieg jederzeit möglich erscheint, nimmt der Konjunkturoptimismus der Analysten im November nicht ab. Wie schon im Vormonat glauben jeweils etwa 45 v.H. der befragten Finanzexperten an einen Konjunkturaufschwung beziehungsweise an eine konjunkturelle Seitwärtsbewegung. Wegen der im Ernstfall immens hohen Kriegskosten hätten die Analysten ihre Konjunkturerwartungen zurücknehmen können. Anscheinend hat sich aber die deutliche Leitzinssenkung durch

die Federal Reserve Bank um 50 Basispunkte stabilisierend auf die amerikanischen Konjunkturerwartungen ausgewirkt. Vor der Zinssenkung hatten die Analysten ihre Konjunkturerwartungen heruntergeschraubt, danach aber deutlich erhöht. Die Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Entwicklung der Aktienmärkte weisen eine ähnliche Entwicklung auf. Rund 64 v.H. der Analysten erwarten nun steigende Aktienkurse. Sie sehen den Dow Jones-Index in drei Monaten auf einem Niveau von 9.000 Punkten. ◀

Großbritannien: Zinssenkungspotenzial wächst

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

■ Die überraschend deutliche Senkung der Leitzinsen in den Vereinigten Staaten hat sich auch auf die Erwartungen der Analysten für den britischen Markt ausgewirkt. Mehr als jeder Dritte erwartet nun auch eine Zinssenkung der Bank of England in den nächsten sechs Monaten. Vor zwei Monaten waren nur rund zehn v.H. dieser Ansicht. Zur Konjunkturbelebung wären niedrigere Zinsen durchaus hilfreich, da sich der Abwärtstrend bei den Konjunkturerwartungen der Analysten auch im November fortsetzt. Inflationsbe-

fürchtungen sind zur Zeit hingegen nicht aktuell. Mittelfristig sehen mehr Analysten sinkende als steigende Inflationsraten. Insofern sind die Zinserwartungen der Analysten gut begründet. Selbst die Erwartungen für die weitere Entwicklung des Pfund-Wechselkurses würde dazu passen. Immer weniger Finanzanalysten erwarten eine Abwertung des Pfund-Wechselkurses gegenüber dem Euro. Dies senkt die Gefahr einer importierten Inflation und könnte ebenfalls eine Zinssenkung unterstützen. ◀

Wissenschaft für die Praxis

Internationaler Konjunkturzusammenhang

Der traditionelle Konjunkturzusammenhang zwischen den Industriestaaten basiert auf den Transmissionskanälen Außenhandel, Wechselkurse und internationaler Zinszusammenhang. Um ein umfassenderes Bild über die Übertragung konjunktureller Impulse zu bekommen, sind neue Transmissionswege zu prüfen, die im Rahmen einer ZEW-Themenreihe aufgezeigt werden.

■ Der jüngste konjunkturelle Einbruch in Deutschland hat neues Interesse an der Frage nach den Ursachen von Konjunkturschwankungen geweckt. Des Weiteren hat das Ende des langen Aufschwungs in den USA konkrete Fragen nach der Bedeutung und den Mechanismen der internationalen Übertragung von Konjunkturimpulsen hervorgerufen. Die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten haben zudem auf die enge Verbindung zwischen dem amerikanischen und den europäischen Finanzmärkten aufmerksam gemacht. Auch die Ereignisse des 11. September 2001 in den USA haben den Zusammenhang der Wirtschaftsentwicklung zwischen den USA und Europa erneut in den Mittelpunkt des öffentlichen Interesses gerückt. In dieser durch massive Verunsicherung von Konsumenten und Investoren geprägten Situation stellte sich die Frage nach der internationalen Übertragung von Stimmungsimpulsen und ihrer realwirtschaftlichen Bedeutung.

Diese Entwicklungen verdeutlichen, dass neben den traditionellen Transmissionswegen konjunktureller Impulse wie Außenhandel, Wechselkurse und internationaler Zinszusammenhang weitere Übertragungsmechanismen analysiert werden müssen, um ein umfassendes Bild des internationalen Konjunkturzusammenhangs zu gewinnen. In dieser Themenreihe wird untersucht, welche Bedeutung die Übertragung konjunktureller Impulse über die Finanzmärkte, über den Unternehmenssektor, durch die direkte Übertragung von Stimmungsimpulsen und über den Aussenhandel hat. Die Analyse beginnt mit der Einführung in den internationalen Konjunkturzusammenhang.

Aus der empirischen Wirtschaftsforschung ist bekannt, dass internationale

Volkswirtschaften häufig ähnliche Konjunkturzyklen aufweisen. Diese mehr oder weniger starken Parallelitäten im internationalen Konjunkturverbund können zwei unterschiedliche Gründe haben: Zum einen kann es sein, dass sich die konjunkturelle Entwicklung einer großen Volkswirtschaft auf andere Volkswirtschaften überträgt, zum anderen ist es möglich, dass in allen Volkswirtschaften gemeinsame konjunkturelle Schocks auftreten, die ähnliche Konjunkturverläufe erzeugen. Der erste Fall betrifft vor allem die gleichgerichtete Übertragung von konjunkturellen Veränderungen in den USA auf die europäischen Länder. Im zweiten Fall liegen gemeinsame weltweite Schocks vor, die sich z.B. in Ölpreisveränderungen oder neuen technologischen Entwicklungen auf globalen Märkten äußern. In solchen Fällen liegt ein gleicher weltweit wirksamer Impuls vor, der die konjunkturelle Entwicklung in zahlreichen Volkswirtschaften in der gleichen Zeitperiode beeinflusst.

Im folgenden werden einige wichtige Eigenschaften der internationalen Konjunkturverflechtungen herausgearbeitet. Im Mittelpunkt stehen dabei die Verflechtungen zwischen den USA, Europa und Deutschland. Konkret wird untersucht, ob und in welchem Umfang ein konjunkt-

reller Zusammenhang zwischen den Ländern besteht und ob sich dieser Zusammenhang im Zeitverlauf eher verstärkte oder eher abschwächte.

Korrelationen

Zunächst werden die konjunkturellen Interdependenzen für die Länder USA, Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Italien überprüft. Als Indikator für die konjunkturelle Entwicklung wird die saisonbereinigte Industrieproduktion verwendet. Die konjunkturellen Schwankungen werden über die Jahresveränderungsraten gemessen. Tab.1 zeigt die gleichzeitige Korrelation für die Jahresveränderungsraten der Industrieproduktion wichtiger Länder. Oberhalb der Hauptdiagonale sind die Korrelationen für die Periode von Januar 1973 bis Dezember 1989 abgetragen und unterhalb der Hauptdiagonale die Werte für den Zeitraum von Januar 1995 bis Februar 2002. Die Jahre 1990 bis 1994 werden ausgelassen, um die Ergebnisse nicht durch den Sondereffekt der deutschen Wiedervereinigung zu verzerren.

Ein Vergleich der Werte für die beiden Perioden zeigt, dass fast alle Korrelationen im Zeitraum ab 1995 niedriger sind als im Zeitraum von 1973 bis 1989. Ins-

Tabelle 1: Gleichzeitige Korrelationen der Industrieproduktion (in v.H.)

	USA	UK	Deutschland	Frankreich	Italien
USA	X	52,6	67,2	68,4	51,1
UK	41,0	X	58,1	58,6	28,9
Deutschland	32,7	32,2	X	75,3	61,9
Frankreich	41,8	27,0	63,2	X	74,8
Italien	28,3	32,3	33,8	45,1	X

Periode Mai 1973 bis Dezember 1989: oberhalb der Hauptdiagonale, Periode Januar 1995 bis Februar 2002: unterhalb der Hauptdiagonale
Quelle: Buscher, H.S.

besondere die Korrelationen zur Industrieproduktion in den USA fallen deutlich geringer aus. Anzeichen für einen stärkeren konjunkturellen Zusammenhang zeigen die Korrelationen also nicht. Die Korrelationen auf Basis der Jahresveränderungsraten des BIP weisen ähnliche Resultate auf.

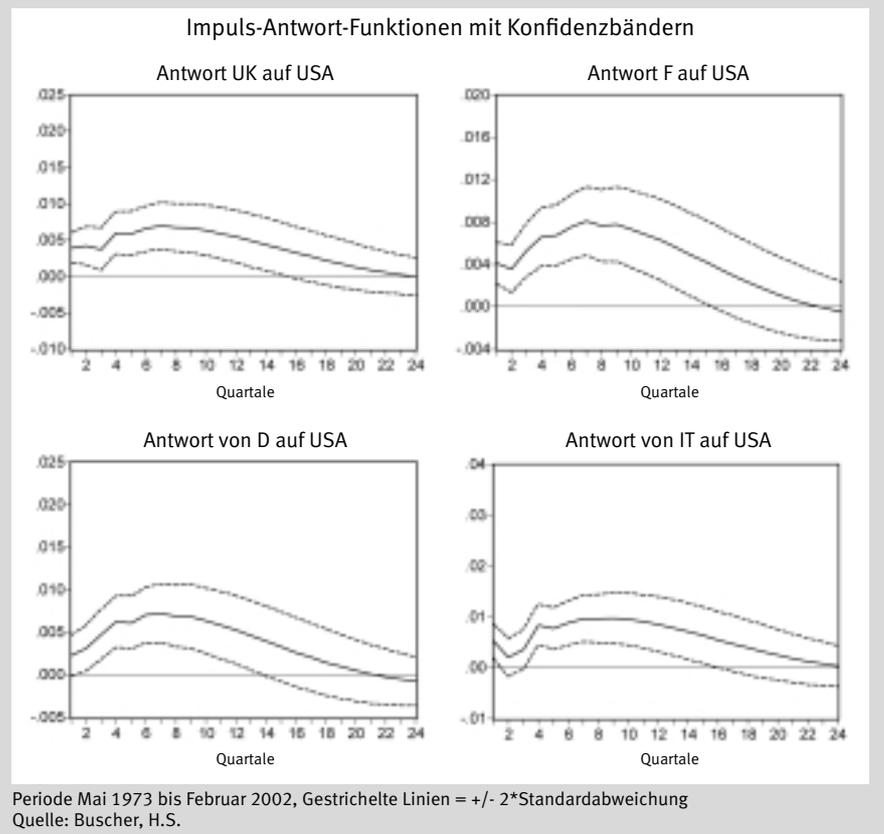
Konjunkturelle Dynamik

Für die Beurteilung des konjunkturellen Zusammenhangs ist auch die dynamische Beziehung zwischen den Variablen wichtig. Diese wird im folgenden in Vektorautoregressiven (VAR) Modellen mit berücksichtigt (Eine Erläuterung zu den VAR-Modellen befindet sich im Kasten auf S.8). Konkret werden für die Jahresveränderungsraten des BIP und der Industrieproduktion die Wechselwirkungen zwischen den einzelnen Ländern untersucht.

Für das BIP ergeben sich für die Gesamtperiode von 1979 bis 2001 folgende signifikante dynamische Beziehungen: Vorlaufende Einflüsse aus den USA liegen nur bezüglich Großbritannien vor. Weitere dynamische Einflüsse gibt es von Deutschland auf Frankreich und Italien sowie von Frankreich nach Italien. In der Periode von 1990 bis 2001 ändert sich das Bild wenig: das BIP der USA hat nur zum BIP von Großbritannien signifikante vorlaufende Beziehungen. Weitere Analysen zur Dynamik anhand von Impuls-Antwort-Funktionen (s. Kasten) zeigen einen signifikanten Effekt des BIP der USA auf das BIP der EU15-Staaten. Nach 4 Quartalen ist der Einfluss am größten, insgesamt wirken die Impulse aus den USA fast zwei Jahre lang.

Abb.1 fasst die dynamischen Wirkungen einer Änderung der Industrieproduktion in den USA auf die Industrieproduktionen von Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Italien zusammen. Die Schaubilder beruhen auf der Schätzung eines VAR-Modells für den Zeitraum von Mai 1973 bis Februar 2002 und bilden die Impuls-Antwort-Funktionen ab. Sie zeigen jeweils die Effekte einer Erhöhung des BIP der USA um eine Standardabweichungseinheit. Die Industrieproduktion in den USA weist signifikante positive Wirkungen auf die Industrieproduktion der vier europäischen Länder auf. Diese Wirkungen dauern etwa 1 bis 1,5 Jahre an. Die Wirkungen sind für alle Länder in etwa gleich stark und erreichen ihre maximale Ausprägung nach 6 bis 8 Monaten. Es finden sich folgende signifikante, aber relativ

Abb. 1: Dynamische Wirkungen von den USA auf die Industrieproduktion in Großbritannien, Frankreich, Deutschland und Italien



schwache Effekte: Deutschland → (Frankreich, Italien), Großbritannien → (Deutschland, Frankreich) und bilaterale Wirkungen zwischen Frankreich und Italien. Durch den zunehmenden internationalen Handel ist es möglich, dass sich die Abhängigkeit der Volkswirtschaften Europas von den USA im Zeitverlauf verändert hat. Eine weitere Analyse für die Neunziger Jahre zeigt, dass die dynamischen Wechselwirkungen zwischen Europa und den USA geringer wurden.

Wirkungen exogener Schocks

Ein ernster Einwand gegen die obigen Resultate betrifft exogene Schocks. Beispielsweise betrafen die Ölpreisänderungen in den Siebziger Jahren sowie in den Achtziger Jahren die konjunkturelle Entwicklung aller Industrieländer. Wenn es in den Neunziger Jahren weniger von diesen gemeinsamen exogenen Einflüssen gab, dann sinken die Korrelationen. Die Schlussfolgerung, dass die konjunkturellen Wechselwirkungen geringer sind, wäre falsch, da die hohen Korrelationen in den Siebziger und Achtziger Jahren möglicherweise vor allem durch die Entwicklung der Ölpreise zustande kamen. Des-

wegen wird untersucht, ob die Berücksichtigung von Ölpreisen zu anderen Ergebnissen führt. Dazu werden die um die Ölpreiseinflüsse bereinigten Outputlücken berechnet. Wie in Tabelle 1 werden zwei Zeiträume miteinander verglichen. Überraschend zeigt sich, dass die Korrelation zwischen Großbritannien und den USA sowie Deutschland und den USA zugenommen hat. Im Gegensatz zu Tabelle 1 ist nun zwischen den USA und Europa kein deutlicher Rückgang der Korrelationen erkennbar. Zur Beurteilung der dynamischen Einflüsse werden VAR-Modelle jeweils für die Periode von 1973 bis Ende 1989 sowie von 1995 bis Februar 2002 geschätzt. Die dynamischen Wirkungen sind in beiden Perioden eindeutig signifikant und haben ungefähr die gleiche Stärke und zeitliche Verteilung. Im Unterschied zu den Korrelationen zeigt sich nun ein nahezu unveränderter Einfluss der Industrieproduktion in den USA auf die deutsche Industrieproduktion.

Fazit

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass es keine klaren Anzeichen für eine Verstärkung des internationalen kon-

Hintergrund: Vektor Autoregressive Modelle (VAR) und Impuls-Antwort-Funktionen (IAF)

Methoden der multivariaten Zeitreihenanalyse, zu deren populären Vertretern die vektorautoregressiven Modelle zählen, gehören mittlerweile zum Standardrepertoire der ökonomischen Analyse und Prognose. VARs bieten im Gegensatz zu statischen Mehrgleichungssystemen die Möglichkeit, ökonomische Zusammenhänge und ihr dynamisches Verhalten angemessen zu modellieren. In einem VAR wird versucht, simultan mehrere Variablen aus ihrer gemeinsamen Vergangenheit zu erklären. Eine Aufteilung in endogene und exogene Erklärungsgrößen entfällt, da wegen möglicher gegenseitiger Wechselwirkungen alle Größen als endogen betrachtet werden. Zur Ermittlung der Modellstruktur werden keine detaillierten theoretischen Vorkenntnisse über die dynamischen Zusammenhänge verlangt, die ohnehin in den meisten Fällen nicht gegeben sind. Daher beschränkt sich die Entscheidung über die Modellstruktur auf die Auswahl der in Betracht kommenden Variablen, während die Modellspezifikation anhand statistischer Tests – z.B. über die Entscheidung der zu berücksichtigenden zeitlichen Ordnung – vorgenommen werden kann. Die in einem VAR modellierten zeitlichen Interdependenzen zwischen ökonomischen Größen lassen sich am einfachsten an einem zweidimensionalen VAR(1)-Modell demonstrieren. Dabei gibt die Dimension die Anzahl der als gegenseitig abhängig modellierten Größen an, während die Ordnungszahl (1) die maximal zu berücksichtigende Anzahl der zeitlich verzögerten Perioden bezeichnet. Sind y und x stationäre Variablen, für die Beobachtungen für die Zeitpunkte $t=1$ bis T vorliegen, so hat das VAR(1)-Modell folgende Form:

$$y_t = c_1 + \alpha_{11}y_{t-1} + \alpha_{12}x_{t-1} + \varepsilon_{1t}$$

$$x_t = c_2 + \alpha_{21}y_{t-1} + \alpha_{22}x_{t-1} + \varepsilon_{2t}$$

Beide Gleichungen enthalten zusätzlich eine Konstante (c_1, c_2) sowie Fehlerterme zur Erfassung unabhängiger exogener Schocks ($\varepsilon_{1t}, \varepsilon_{2t}$), für die in der Regel die Eigenschaft des weißen Rauschens unterstellt wird. Die Stärke der gegenseitigen Abhängigkeit steht in Zusammenhang mit der Größe der Koeffizienten α_{12} bzw. α_{21} . An der Struktur der beiden Gleichungen ist gut zu erkennen, wie sich ein Schock im System fortpflanzt. Wird z.B. y zum Zeitpunkt t von einem Schock in Höhe von ε_{1t} getroffen, so wirkt das in der Folgeperiode mit einem Effekt von $\alpha_{21}\varepsilon_{1t}$ auf x und auf y über die eigene Verzögerung mit einem Effekt von $\alpha_{11}\varepsilon_{1t}$. In der übernächsten Periode zeigt der ursprüngliche Schock eine Wirkung auf y in Höhe von $\alpha_{11}\alpha_{11}\varepsilon_{1t}$ über die eigene Vergangenheit und zusätzlich einen Einfluss von x aufgrund der verzögerten Abhängigkeit in Höhe von $\alpha_{12}\alpha_{21}\varepsilon_{1t}$ usw. Durch wiederholtes Einsetzen der Gleichungen der Vorperiode ergibt sich eine Darstellung des VAR-Prozesses als gewichtete Sum-

me vergangener Schocks, die sogenannte Vector-Moving-Average-Form (VMA). Die Gewichte werden dabei aus den Koeffizienten der VAR-Struktur berechnet, wie gerade ansatzweise verdeutlicht wurde. Auf Grundlage der VMA weisen die Impuls-Antwort-Funktionen (IAF) nun den schrittweisen Verlauf eines einmaligen Schocks auf die zeitgleichen und zukünftigen Werte der endogenen Variablen aus. Für die Impulsszenarien wird üblicherweise ein Schock in Höhe einer Standardabweichung unterstellt. Ist das System tatsächlich durch zeitliche Interdependenzen gekennzeichnet, sollte der Verlauf der IAF in einem Diagramm signifikant von der Nulllinie verschieden sein. In der Regel können die Koeffizienten des VAR-Modells zur Ermittlung der IAF Gleichung mit der Methode der Kleinsten Quadrate geschätzt werden, da auf der rechten Seite der Gleichungen nur vorherbestimmte Variablen stehen und die in der Praxis häufig auftretende zeitgleiche Korrelation der Fehlerterme zwischen den Gleichungen keinen Effizienzverlust der Schätzer nach sich zieht, da in jede Gleichung die identischen Regressoren eingehen. Die Unsicherheit über die geschätzten Koeffizienten des VAR überträgt sich natürlich auf die resultierenden IAF, weshalb Signifikanzaussagen über zeitliche Wirkungszusammenhänge nur mit Hilfe von Konfidenzintervallen zu treffen sind. Nur wenn der von den Konfidenzbändern überlappende Bereich nicht die Nulllinie enthält, handelt es sich um signifikante Zusammenhänge.

In der praktischen Anwendung ist neben der Auswahl der betrachteten Variablen die Entscheidung über die Ordnung des VARs von zentraler Bedeutung, da die Ergebnisse der IAF wesentlich von der Anzahl der verzögerten Perioden im System abhängen. Weil in der Regel von Seiten der ökonomischen Theorie keine Aussagen über die exakte dynamische Gestalt des Zusammenhangs vorliegen, führt ein häufig eingeschlagener Weg zur Ordnungsbestimmung über die Auswertung statistischer Informations- und Modellselektionskriterien. Allerdings sinkt die Zahl der für die Schätzung notwendigen Freiheitsgrade sehr schnell, da für jede weitere verzögerte Periode die Zahl der zu schätzenden Koeffizienten mit dem Quadrat der Anzahl der Variablen steigt. Vor allem bei makroökonomischen Daten, deren Erhebungsfrequenz meistens nur eine eingeschränkte Beobachtungsmenge hervorbringt, besteht ein trade-off zwischen der Schätzung niedrigdimensionaler bzw. wenig Perioden berücksichtigender Systeme einerseits und der Modellierung oft langwieriger Anpassungsmechanismen andererseits. ◀

Marcus Kappler, kappler@zew.de

Literatur: Schröder, Michael (Hrsg.) (2002), Finanzmarkt-Ökonometrie, Stuttgart.

junkturrellen Zusammenhangs gibt. Konjunkturrelle Wechselwirkungen sind zeitlich nicht stabil. Allerdings zeigen die zeitlichen Veränderungen keine erkennbaren Trends nach oben oder unten. Die Untersuchungen kommen weiter zu dem Ergebnis, dass sich die konjunkturrellen Zusammenhänge in den Neunziger Jahren eher abgeschwächt haben und damit

weniger bedeutsam sind als in früheren Perioden. Dies trifft allerdings nur dann zu, wenn ausschließlich die Beziehungen zwischen den Konjunkturvariablen untersucht werden. Werden zusätzlich exogene Schocks über die Integration von Ölpreisen berücksichtigt, so zeigt sich im Wesentlichen eine Konstanz der konjunkturrellen Wechselwirkungen zwischen

den USA und den europäischen Volkswirtschaften. ◀

Daniel Radowski, radowski@zew.de

Quelle: Buscher, H.S. (im Erscheinen), Der konjunkturrelle Zusammenhang zwischen ausgewählten Industriestaaten, in: Schröder, M. und P. Westerheide (Hrsg.), Finanzmärkte, Unternehmen und Vertrauen. Neue Wege der internationalen Konjunkturübertragung, ZEW Wirtschaftsanalysen, Bd. 68, Baden-Baden, S. 2-11.

Neuinterpretation des Stabilitätspakts

Die aktuelle Diskussion über eine Neuinterpretation des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts konzentriert sich auf das Defizitkriterium. Gefordert wird eine stärkere Berücksichtigung des strukturellen Defizits, obwohl dessen Bestimmung mit nicht zu vernachlässigenden Unsicherheiten und Problemen behaftet ist.

■ Der europäische Stabilitätspakt muss sich durch den Konjunkturabschwung seiner ersten Bewährungsprobe stellen. Die Kritik an den Kriterien des Paktes, vor allem an der Grenze für das Budgetdefizit von 3 v.H. wird lauter. Unter den Vorschlägen zur Neuinterpretation des Paktes spielt die Idee eine besondere Rolle, in Zukunft stärker auf das strukturelle Defizit abzustellen. Tatsächlich hat dieser Ansatz bereits eine erste Umsetzung im Kompromiss zur Verschiebung des ursprünglich für 2004 vorgesehenen Budgetausgleichs gefunden. Diese Verpflichtung wird auf 2006 vertagt. Dafür müssen sich aber die Länder, die noch nicht über einen ausgeglichenen Haushalt verfügen, verpflichten, ihr strukturelles Defizit um mindestens 0,5 v.H. pro Jahr zu verringern. Das Kriterium von 3 v.H. für das nominelle Defizit mit den entsprechenden Sanktionen bei einer Verletzung dieser Grenze bleibt davon unberührt. Wenn jedoch die Drei-Prozent-Grenze unverändert bestehen bleibt, warum wird dann so viel Wert auf das strukturelle Defizit gelegt?

Im Haushalt eines Landes stehen sich die öffentlichen Einnahmen und Ausgaben gegenüber. Übersteigen die Ausgaben die Einnahmen, dann muss das so entstehende Defizit beispielsweise über eine Neuverschuldung gedeckt werden. Das Problem ist, dass dieses Finanzierungsdefizit des Staates mit der Konjunktur schwankt; es nimmt im Konjunkturabschwung zu und im Konjunkturaufschwung ab. Die Ursache dafür sind die konjunkturabhängigen Einnahmen und Ausgaben des Staates.

Im Gegensatz dazu ist das strukturelle Defizit unabhängig von der Konjunktur. Zur Ermittlung des strukturellen Defizits werden die Einnahmen und Ausgaben des Staates so berechnet, wie sie sich ohne Konjunkturschwankungen ergeben würden. Die Idee für die Rückführung des strukturellen Defizits stützt sich auf die Überlegung, dass bei einem strukturellen Defizit von nahe Null die Ausgabensteigerungen und Einnahmeausfälle, die sich bei einer moderaten Verschlechterung der konjunkturellen Lage ergeben, das

tatsächliche Defizit nicht über den Grenzwert ansteigen lassen. Um das strukturelle Defizit zu berechnen, wird das tatsächliche Defizit um konjunkturelle Einflüsse und einmalige Sondereffekte bereinigt.

Grundlage jeder Konjunkturbereinigung ist die Ermittlung eines Potenzial- oder Trendwertes für das BIP, woraus sich der Auslastungsgrad der Wirtschaft, die sog. Outputlücke, als Maß für den Konjunkturzyklus ableiten lässt. Mit Hilfe der Outputlücke wird dann ermittelt, wie die staatlichen Einnahmen und Ausgaben auf Abweichungen von der Normalauslastung reagieren. Zur Ermittlung des Potenzial- oder Trendwertes gibt es verschiedene Verfahren. Um das strukturelle Defizit für die Länder der EWU zu berechnen, wird jetzt eine einheitliche Methode verwendet:

Die Ermittlung des potenziellen BIPs erfolgt dabei anhand einer Produktionsfunktion. Wenn die Produktionsfaktoren keine konjunkturellen Schwankungen aufweisen, dann ist auch das Produktionsergebnis nicht dem Konjunkturzyklus unterworfen. Daher werden der private Kapitalstock, der potenzielle Arbeitseinsatz und der Trend der totalen Faktorproduktivität verwendet, um den Potenzialwert des BIPs zu berechnen. Mit der totalen Faktorproduktivität wird der Anstieg der Produktionsleistung erfasst, der nicht auf einen vermehrten Arbeits- oder Kapitaleinsatz in der Produktion zurückzuführen ist. Der Potenzialwert für den Arbeitseinsatz wird auf der Basis einer NAIRU-Schätzung ermittelt. Die NAIRU liefert eine ungefähre Grenzlinie zwischen der konjunkturellen und strukturellen Arbeitslosigkeit.

Wie stark das Budget auf den Konjunkturzyklus reagiert, wird mit Hilfe von Elastizitäten ermittelt. Dabei wird untersucht, um wieviel Prozent sich die einzelnen Einnahmen- und Ausgabenkategorien ändern, wenn die Outputlücke eine Verän-

derung von 1,0 v.H. erfährt. Die Ausgaben werden auf diejenigen Kategorien beschränkt, die sich aus der Arbeitslosigkeit ergeben. Andere Ausgabenkomponenten, die ebenfalls ein zyklisches Verhalten ausweisen können, werden nicht in die Berechnungen mit einbezogen. Auf der Einnahmenseite werden verschiedene Steuern berücksichtigt. Das tatsächliche Defizit wird um den so ermittelten konjunkturellen Impuls bereinigt.

Zwar haben sich die Finanzminister der EWU auf eine einheitliche Berechnungsmethode für das strukturelle Defizit geeinigt, die grundsätzlichen Unsicherheiten dieses Verfahrens bleiben jedoch erhalten. Mit jeder Revision der Daten verändert sich auch die Höhe des strukturellen Defizits. Das gilt vor allem für das BIP, auf dessen Grundlage der Zustand der Konjunktur ermittelt wird. Wird die konjunkturelle Komponente nicht angemessen ermittelt, dann führt das zu einer Über- oder Unterschätzung des strukturellen Defizits.

Weiter ist zu beachten, dass das strukturelle Defizit nicht die tatsächliche Belastung des Staatshaushalts wiedergibt. Zu den Problemen, die hier auftreten, gehört die Steuerabgrenzung, die zu einer Differenz zwischen den Steuerzahlungen und der Entstehung der Zahlungsverpflichtung führt. Ein weiteres Problem ist, dass die Veränderung künftiger Verbindlichkeiten des Staates in der heutigen Defizitrechnung nicht sichtbar wird, was für die Einschätzung der lang- bis mittelfristigen Perspektive problematisch erscheint.

In diesem Sinn ist die Betrachtung des strukturellen Defizits eine sinnvolle Ergänzung zum tatsächlichen Defizit, wobei die Probleme seiner Ermittlung bei der Interpretation nicht vernachlässigt werden sollten. ◀

Katrin Ullrich, ullrich@zew.de

Tabelle 1: Defizite ausgewählter Länder 2002 in v.H.

	Deutschland	Frankreich	Italien	Portugal
Strukturelles Defizit	-2,1	-1,9	-1,0	-2,8
Tatsächliches Defizit	-3,8	-2,7	-2,4	-3,4

Quelle: European Commission (2002): Economic Forecast Autumn 2002 und Statistical Annex of European Economy, Spring 2002

Wie europäisch ist die Perspektive im Eurotower?

Nach wie vor bestehen innerhalb der Eurozone erhebliche Wachstums- und Inflationsunterschiede. Nach offizieller Darstellung spielen diese Divergenzen für die geldpolitischen Entscheidungen im Rat der Europäischen Zentralbank keine Rolle. Studien über die Erfahrungen zweistufiger Zentralbanken und erste Analysen zur Zinspolitik der Europäischen Zentralbank deuten aber darauf hin, dass nicht alleine die Durchschnittswerte des jeweiligen Währungsraums entscheidungsrelevant sind.

■ „Die Mitglieder des Zentralbankrats beurteilen die Interessen der Eurozone als Ganze; sie repräsentieren nicht ihre jeweiligen Länder“ – diese Darstellung von Wim Duisenberg¹ ist bezeichnend für die offizielle Sichtweise: Weder die Direktionsmitglieder noch die im EZB-Rat vertretenen nationalen Zentralbankpräsidenten lassen sich demnach in ihren Entscheidungen von der ökonomischen Situation in ihrem jeweiligen Heimatland leiten. Ausschlaggebend seien alleine die nach BIP-Anteilen gewichteten Durchschnittswerte für die Eurozone insgesamt.

Auch wenn diese offizielle Darstellung politisch verständlich ist, ist keineswegs offensichtlich, dass sie voll und ganz der Realität entspricht. Studien hinsichtlich der Zinspolitik der Federal Reserve Bank in den USA und der früheren eigenständigen Bundesbank belegen, dass die Datenlage in der Herkunftsregion des jeweiligen Mitgliedes im geldpolitischen Entscheidungsgremium eine Rolle spielt. Für die USA lässt sich zeigen, dass Repräsentanten im Federal Open Market Committee dann zu einer Abweichung von der Mehr-

heitsmeinung neigen, wenn sich die Arbeitslosigkeit im Heimatbezirk deutlich anders als im Durchschnitt der USA entwickelt.² Interessanterweise ist dieser Effekt sogar für Mitglieder des Direktoriums noch ausgeprägter als für die regionalen Präsidenten. Ähnliche Resultate existieren für das Abstimmungsverhalten im Zentralbankrat der Bundesbank, allerdings bezieht sich die betreffende Studie nur auf den Zeitraum 1948 bis 1961.³

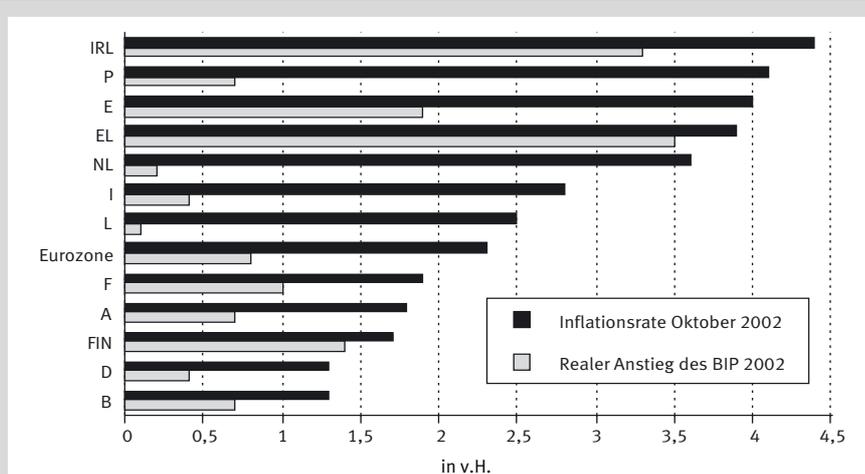
Die Frage, ob es eine Verbindung zwischen regionalen Daten und dem Abstimmungsverhalten im EZB-Rat gibt, ist von hoher Relevanz. Nach wie vor lassen sich erhebliche Inflations- und Wachstumsasymmetrien innerhalb der Eurozone feststellen. So betrug beispielsweise im Oktober 2002 die durchschnittliche Inflationsrate in der Eurozone 2,3 v.H., während die nationalen Werte zwischen 1,3 v.H. (Deutschland) und 4,4 v.H. (Irland) streuten. Dabei hatten die Länder mit einer überdurchschnittlichen Inflationsrate gegenüber den Ländern mit einem unterdurchschnittlichen Wert eine Mehrheit von 7 zu 5. Bei einer solchen

Datenlage macht es einen Unterschied, ob nach Euro-Durchschnittswerten oder nach nationalen Daten entschieden wird. Des Weiteren ist im Hinblick auf die Erweiterung der EU und EWU nach Osten eine Zunahme der Divergenz zu erwarten. Wenn nationale Situationen in den Köpfen der Ratsmitglieder eine Rolle spielen, dann würden damit die Konflikte im EZB-Rat zunehmen.

Folgendes Argument spricht aus politökonomischer Sicht gegen die These von der alleinigen Betrachtung europäischer Durchschnittswerte: Die Beurteilung der EZB in der Öffentlichkeit ist wohl kaum ohne Bedeutung in der Nutzenfunktion eines Geldpolitikers. In Europa existiert aber praktisch keine gesamteuropäische Öffentlichkeit. Bundesbankpräsident Ernst Welteke ist mit der öffentlichen Meinung in Deutschland konfrontiert, nicht aber mit der in Irland oder Portugal. In dieser öffentlichen Meinung spielen aber die spezifisch deutschen Daten eine viel wichtigere Rolle als gesamteuropäische Durchschnittswerte. Dies lässt sich auch in der aktuellen Situation beobachten, wo die EZB in Deutschland mit seiner Schlusslichtposition bei Wachstum und Inflation besonders viel Kritik erfährt und die Inflationsprobleme in Irland und anderen Staaten kaum zur Kenntnis genommen werden. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass eine solche nationale Debatte gewisse Wirkungen auf die geldpolitischen Präferenzen der nationalen Vertreter im EZB-Rat hat.

Mit theoretischen Überlegungen und offiziellen Einschätzungen alleine lässt sich die Frage nach einem Einfluss regionaler Daten nicht beantworten, hier ist die Empirie gefragt. Empirische Analysen stehen allerdings vor der Schwierigkeit, dass Einzelheiten über die Diskussion oder ein eventuelles Abstimmungsverhalten im

Divergenz in der Eurozone



Quelle: Inflationsrate: Eurostat. Anstieg des BIP: Herbstprognose der Europäischen Kommission.

EZB-Rat im Unterschied zur Federal Reserve Bank nicht veröffentlicht werden. Damit kommen Untersuchungen eines direkten Zusammenhangs zwischen regionalen Daten und individuellem Abstimmungsverhalten nicht in Betracht.

Ein indirektes Verfahren ist aber möglich und kommt hier zur Anwendung: Ausgangspunkt ist die Schätzung einer geldpolitischen Taylor-Reaktionsfunktion. Grundidee dieser inzwischen vielfach getesteten Beziehung ist, dass die Inflationsrate und die Output-Lücke (Abstand zwischen tatsächlichem und potenziellem Output) maßgeblich für die Wahl des Leitzinsniveaus durch eine Zentralbank sind. Für die Schätzung einer EZB-Reaktionsfunktion kommen verschiedene Spezifikationen in Betracht, je nachdem ob regionale Daten von Bedeutung sind oder nicht.

Der offiziellen Version („europäische Sicht“) entspricht eine Spezifikation, in der die nach BIP-Anteilen gewichteten Euro-Durchschnitte von Inflationsrate und Output-Lücke als Erklärende herangezogen werden. Wenn hingegen die Mitglieder im EZB-Rat alle nur auf Basis ihrer jeweiligen nationalen Daten entscheiden („nationale Sicht“), dann sind die Euro-Durchschnitte nicht angemessen. Anstelle der Euro-Durchschnittswerte für die Inflation und die Output-Lücke ist dann jeweils der Median zu verwenden. Denn bei nationalem Abstimmungsverhalten im EZB-Rat ist die Median-Position diejenige Position, die eine absolute Mehrheit auf sich vereinigen kann. Eine mittlere Variante kombiniert beide Ansätze: Neben den Euro-Durchschnittswerten werden dabei zusätzlich die Abweichungen des Medians vom Durchschnitt unter den Erklärenden aufgenommen.

Diese drei Spezifikationen wurden für den Zeitraum Januar 1999 bis April 2002 geschätzt (siehe Tabelle). Dabei ergeben sich folgende Resultate: Sowohl die europäische als auch die nationale Spezifikation erbringen signifikante Reaktionsfunktionen mit dem üblichen Befund, wonach Inflation und Outputlücke einen positiven Einfluss auf die von der Zentralbank gesetzten Zinsen ausüben. Hinsichtlich ihrer Güte unterscheiden sich beide Regressionen kaum, so dass diese Analyse keine Unterscheidung zulässt, welche Spezifikation die bessere ist. Die mittlere Variante erbringt für die Differenz zwischen Median und Durchschnitt zwar das korrekte Vorzeichen bei allerdings

EZB-Reaktionsfunktion: Abhängige Variable ist der Euro Eonia (Euro overnight index average)

	Europäische Sicht		Mittlere Variante		Nationale Sicht	
	Koeffizient	Standardfehler	Koeffizient	Standardfehler	Koeffizient	Standardfehler
Verzögerte Endogene	0.66***	0.06	0.69***	0.08	0.69***	0.07
Inflation (Euro-Durchschnitt)	0.20***	0.06	0.24**	0.10		
Output-Lücke (Euro-Durchschnitt)	0.12***	0.03	0.13***	0.03		
Inflation (Euro-Median)					0.24**	0.09
Output-Lücke (Euro-Median)					0.13***	0.03
Euro-Median Inflation – Euro-Durchschnitt Inflation			0.21	0.22		
Euro-Median Output-Lücke – Euro-Durchschnitt Output-Lücke			0.13	0.08		
Korrelationskoeffizient	0.93		0.93		0.93	
Anzahl Beobachtungen	40		39		39	

Anmerkungen: Monatsdaten Januar 1999 – April 2002. Standardfehler mit Newey-West-Korrektur. Signifikanzniveau 10 v.H., 5 v.H., 1 v.H.: *, **, ***. Inflation und Outputlücke wurde mit einer bzw. zwei Perioden Verzögerung verwendet, um Publikationsverzögerungen zu berücksichtigen. Medianberechnungen behandeln Direktoriumsmitglieder als nationale Akteure und geben dem EZB-Präsidenten ein doppeltes Gewicht gemäß Abstimmungsverfahren.

fehlender Signifikanz. Diese unklaren Ergebnisse überraschen wenig, weil der verfügbare Zeitraum noch recht kurz ist und weil Euro-Median und Euro-Durchschnitt in diesen Jahren nicht weit auseinandergelegen haben.

Es wird aber auch deutlich, dass die Unklarheit über das wirkliche Entscheidungsverhalten im EZB-Rat mit dazu beiträgt, dass die Transparenz der geldpolitischen Entscheidungen in Europa oftmals kritisiert wird. So unterscheidet sich der Inflationskoeffizient im nationalen Modell deutlich vom europäischen Modell. So lange also die EZB-Beobachter nicht wissen, welches Modell eigentlich das richtige ist, so lange ist auch die Unklarheit darüber groß, wie die EZB auf Veränderungen der Inflationsrate in Zukunft reagiert.

Die EZB könnte den besten Beweis für die Irrelevanz nationaler Sondersituationen durch eine Publikation der Sitzungsprotokolle und des Abstimmungsverhaltens im EZB-Rat erbringen. Dann wäre es leicht, die offizielle Hypothese von der rein europäischen Perspektive zu überprüfen. Wenn der Verdacht aber bestehen bleibt, dass nationale Daten noch von Bedeutung sind, dann sollte es vor einer EWU-Erweiterung zu einer Anpassung

der EZB-Verfassung kommen. Hilfreich wäre es hier, wenn in Zukunft größere Staaten mehr Einfluss im EZB-Rat erhalten würden. Dies kann entweder durch unterschiedliche Stimmgewichte oder aber durch ein Rotationsmodell erreicht werden, bei dem kleinere Staaten nicht so oft im Zentralbankrat mit Stimmrecht präsent sind wie größere Staaten. Auf diese Weise kann garantiert werden, dass die Geldpolitik tatsächlich den Erfordernissen der Eurozone insgesamt gerecht wird und nicht zu sehr von den Interessen vieler kleiner Staaten mit einem teils verschwindend geringen Anteil am BIP der Eurozone zugeschnitten wird. ◀

Dr. Friedrich Heinemann, heinemann@zew.de
Felix Hüfner, huefner@zew.de

Dieser Aufsatz stützt sich auf: Friedrich Heinemann und Felix Hüfner, *Is the View from the Eurotower Purely European? National Divergence and ECB Interest Rate Policy*, ZEW Discussion Paper No. 02-69, Mannheim 2002. Download: www.zew.de.

¹ Wim Duisenberg: Challenges to the ECB's Monetary Policy, Rede am 16.5.2002 anlässlich der Verleihung des European Banker of the Year Award, Frankfurt, www.ecb.int; eigene Übersetzung.

² Meade, E.E./D.N. Sheets (2002): Regional Influences on U.S. Monetary Policy: Some Implications for Europe, International Finance Discussion Papers No. 721, Board of Governors of the Federal Reserve System.

³ Berger, H./J. De Haan (2002): Are Small Countries too Powerful Within the ECB?, Atlantic Economic Journal, forthcoming.

Wirtschaftsentwicklung in Europa

Frankreich: Steuererleichterungen für Verbraucher und Unternehmen

Die EU-Kommission ist mit Frankreich unzufrieden. Es gehört zu den vier Euro-Ländern, deren Defizit im Staatshaushalt gefährlich nahe an die im Maastricht-Vertrag vereinbarte Obergrenze von 3 v.H. des Bruttoinlandsprodukts kommen bzw. diese überschreiten. Die Kommission hat daher im November ein Defizit-Frühwarnverfahren für Frankreich befürwortet.

■ Schon das für 2002 gesetzte Limit für das Budgetdefizit von 1,4 v.H. des BIP wird nicht eingehalten. Stattdessen dürfte sich der Fehlbetrag auf 2,8 v.H. belaufen. Die Regierung hat versucht, in ihrem Budget für 2003 Wahlversprechen und Sparzwang unter einen Hut zu bringen. So fallen die Steuerermäßigungen mit insgesamt 3,2 Mrd EUR geringer aus als vor der Wahl angekündigt. Hinzu kommen diverse Steuer- und Abgabenerhöhungen: Die Tabaksteuer und die Unternehmensteuern werden angehoben, ebenso die Beiträge zur Arbeitslosenversicherung. Per saldo kommt eine Entlastung in Höhe von 0,2 v.H. des BIP heraus. Davon profitieren die privaten Haushalte nur wenig, die Unternehmen dagegen in größerem Umfang. Im Rahmen der im Jahr 2000 eingeleiteten umfassenden Steuerreform waren zunächst die privaten Haushalte stärker entlastet worden.

Auf der Ausgabenseite setzt die Regierung Schwerpunkte, indem sie für die Bereiche innere Sicherheit, Justizwesen und Verteidigung mehr Mittel bereitstellt. Gleichzeitig nimmt sie Einsparungen bei den Beamtenstellen und den öffentlich geförderten Arbeitsplätzen vor.

Während in den Jahren 1997 bis 2000 eine lebhaftere Entwicklung des privaten Verbrauchs dafür sorgte, dass Frankreich ein deutlich höheres Wirtschaftswachstum als die Eurozone insgesamt hatte, schrumpft der Abstand seit 2001 zuse-

hends. Angesichts ihrer ungünstigen Ertragsituation nehmen die Unternehmen verstärkt die Lohnkosten ins Visier. Infolgedessen und weil die positiven Effekte der Einführung der 35-Stunden-Woche sowie der Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen für Jugendliche ausgelaufen sind, hat sich die Lage am Arbeitsmarkt verschlechtert. Die ungünstigere Arbeitmarktsituation drückt die Stimmung der Verbraucher. Auch eine relativ hohe Verschuldung hindert viele daran, ihre kreditfinanzierten Käufe auszuweiten.

Der im August 2002 verabschiedete Nachtragshaushalt enthielt den ersten Schritt der von der Regierung geplanten Steuersenkungen. Mit ihm wurden die im vierten Quartal 2002 fälligen Einkommensteuerzahlungen für das Jahr 2001 um 5 v.H. gesenkt. Ein großer Teil der Entlastung dürfte zunächst jedoch durch eine höhere Sparquote absorbiert werden.

Von den steuerlichen Maßnahmen, die 2003 in Kraft treten, gehen nur geringe zusätzliche Impulse aus. Per saldo werden die privaten Haushalte im Jahr 2003 nur um 0,3 Mrd EUR entlastet nach 2,55 Mrd EUR im Jahr 2002. Da moderatere Lohnerhöhungen anstehen und eine leicht rückläufige Beschäftigung zu erwarten ist, ergibt sich ein deutlich langsamerer Anstieg des realen verfügbaren Einkommens. Die im langjährigen Vergleich derzeit sehr hohe Sparquote dürfte jedoch wieder zurückgehen, so dass der Zuwachs des

privaten Verbrauchs mit 1,6 v.H. ähnlich wie im Jahr 2002 ausfallen dürfte.

Die Unternehmen haben ihre Ausgaben für Investitionsgüter im Jahr 2002 insgesamt verringert. Erste Indikatoren lassen auf eine Besserung im nächsten Jahr hoffen. Das Geschäftsklima bei den Industrieunternehmen hat sich seit dem Tiefpunkt im August wieder leicht verbessert. Mit 84,7 v.H. waren die Produktionsanlagen im Oktober noch deutlich höher ausgelastet als Mitte der Neunziger Jahre. Das Centre d'Observation Economique der IHK Paris rechnet deshalb damit, dass die Unternehmen rasch ihre bisher aufgeschobenen Investitionspläne hervorholen, sobald sich eine Belebung der Nachfrage abzeichnet. Die jüngsten Umfrageergebnisse im produzierenden Gewerbe sprechen ebenfalls für eine Überwindung der Investitionsflaute: Die im Oktober befragten Unternehmen erwarten für 2003 eine Zunahme ihrer Investitionen um nominal 4 v.H.

Zu einem positiven Investitionsklima dürfte beitragen, dass im Zuge der Gewerbesteuerreform ab 2003 die Lohnsumme als Bemessungsgrundlage ganz entfällt. Hinzu kommen Entlastungen bei den Arbeitgeberbeiträgen zur Sozialversicherung. Auch dass die Bestimmungen zur 35-Stunden-Woche teilweise rückgängig gemacht werden, dürfte die Firmen freuen. ◀

Barbara Knoth, knoth@zew.de