

# ZEW Konjunkturreport

Jahrgang 7 · Nr. 4 · Dez. 2004

Aspekte und Einschätzungen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung

## Hoffnung für die Binnenkonjunktur

Nach dem relativ guten Start in das Jahr 2004 hat sich die Dynamik der konjunkturellen Entwicklung wieder abgeschwächt, was vor allem auf die nachgebende Weltkonjunktur ohne eine Belebung der Inlandsnachfrage zurückzuführen sein dürfte. Für das nächste Jahr besteht jedoch Hoffnung, dass die Binnenkonjunktur an Stärke gewinnt, vor allem gestützt auf den privaten Konsum und die Investitionen. Die Exporte bleiben jedoch ein wichtiger Faktor.

Das dritte Quartal 2004 stellt sich mit Blick auf die konjunkturelle Entwicklung als das bisher schwächste Vierteljahr dar. Nach den Angaben des Statistischen Bundesamts beträgt die Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Vergleich zum Vorjahr 1,3 v.H. Zuvor lagen die Jahresveränderungsraten bei 1,9 (2. Quartal) bzw. 1,5 v.H. (1. Quartal).

te Konsum nicht in der Lage, diese Entwicklung zu kompensieren, sondern ist auch im dritten Quartal niedriger als im Vorjahresquartal (s. Abb.). Dagegen haben sich vor allem die Ausrüstungsinvestitionen mit 3,0 v.H. positiv entwickelt (im 2. Quartal: 0,1 v.H.).

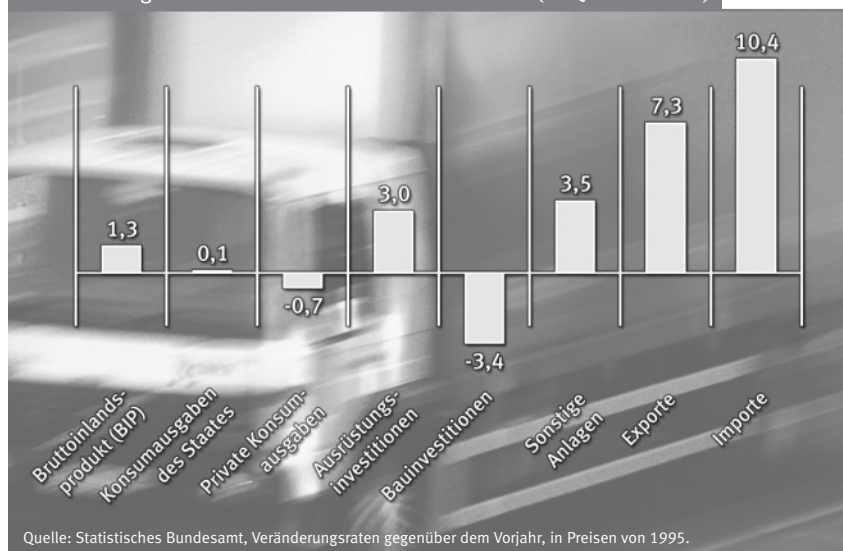
Nachdem die Schätzungen der Institutionen für die reale Veränderungsrate des

weniger zur Verfügung stehen, kann von einer Fortsetzung der konjunkturellen Entwicklung gesprochen werden. Die Vorhersage einer niedrigeren Veränderungsrate des realen BIP spiegelt sich auch in den ZEW-Konjunkturerwartungen wider. Der Frühindikator liegt im November mit +13,9 Punkten deutlich unter seinem historischen Mittelwert von +34,6 Punkten.

### Außenwirtschaftlicher Impuls schwächer

Für das kommende Jahr rechnen alle Prognostiker mit einer niedrigeren Veränderungsrate der Exporte als im Jahr 2004. Die Vorhersagen weisen Werte zwischen 4,0 (Bankgesellschaft Berlin) und 6,7 v.H. (EU-Kommission) aus. Der Grund dafür liegt in der voraussichtlichen Verlangsamung des globalen Aufschwungs. Gleichzeitig wird der Rückgang bei den Importen nicht die gleichen Ausmaße annehmen. Es werden Werte zwischen 4,5 (Deutsche Bank) und 7,3 v.H. (Commerzbank) prognostiziert. Insgesamt werden daher vom Außenbeitrag voraussichtlich weniger positive Impulse für die Konjunktur ausgehen.

Veränderungsraten volkswirtschaftlicher Eckdaten (3. Quartal 2004)



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

Allerdings gab es im dritten Quartal keine zusätzlichen Arbeitstage wie in den beiden Vorquartalen. Vom Außenbeitrag geht kein positiver Wachstumsbeitrag mehr aus. Die Exporte weisen zum ersten Mal in diesem Jahr eine niedrigere Veränderungsrate (7,3 v.H.) als die Importe (10,4 v.H.) auf. Gleichzeitig ist der priva-

BIP in diesem Jahr bei 1,8 v.H. (GD, Sachverständigenrat) liegen, zeichnet sich für das nächste Jahr eine niedrigere Rate ab. Die Prognosen belaufen sich auf Werte zwischen 1,2 v.H. (Deutsche Bank) und 1,6 v.H. (Bankgesellschaft Berlin). Unter Berücksichtigung des Kalendereffekts, wonach im nächsten Jahr 1,3 Arbeitstage

### IN DIESER AUSGABE

Hoffnung für die Binnenkonjunktur . . . . .	1
Die voraussichtliche Lage in der EWU . . . . .	3
ZEW-Finanzmarkttest: Ergebnisse der Umfrage im November 2004 . . . . .	4
Wird China die Abkopplung seiner Währung an den US-Dollar lösen? . . . . .	6
Zur Prognosequalität der Finanzplanung des Bundes . . . . .	8
Fundamentale Bewertung des japanischen Aktienmarkts . . . . .	10
Die Unabhängigkeit der ungarischen Zentralbank im ESZB . . . . .	12

## Binnennachfrage erholt sich allmählich

Der private Verbrauch stagnierte angesichts einer immer noch schwachen Beschäftigungsentwicklung und der nach wie vor hohen Arbeitslosigkeit in diesem Jahr erneut. Daneben dämpften hohe Energiepreise sowie eine Zunahme administrativer Preise die Kaufkraft der privaten Haushalte, die auch die steuerliche Entlastung zu Beginn des Jahres nicht ausgleichen konnte. Zudem neigen die privaten Haushalte seit 3 Jahren wieder zu einer verstärkten Ersparnisbildung. Ursachen hierfür könnte das Bedürfnis der Haushalte nach dem Aufbau einer privaten Altersvorsorge sein. Überdies könnte sich in dem verstärkten Sparverhalten eine pessimistischere Erwartung über die Entwicklung der zukünftigen Einkommen widerspiegeln.

Eine weitere Stagnation des privaten Verbrauchs für das nächste Jahr erwartet keine der prognostizierenden Institutionen, wie der Tabelle 2 zu entnehmen ist. Die Hoffnungen auf ein Anziehen der privaten Konsumausgaben ruhen vor allem auf einer leichten Ausweitung der Beschäftigung und einer größeren Arbeitsplatzsicherheit, die die Haushalte zu mehr Konsumausgaben anregen dürften. Somit reicht die Spanne der Erwartungen für die Expansion des privaten

Verbrauchs für das Jahr 2005 von 0,7 v.H. (Sachverständigenrat) bis 1,2 v.H. (Allianz). Der öffentliche Verbrauch wird voraussichtlich moderate Beiträge zur Veränderung der Inlandsnachfrage liefern. Im Falle weiterer Sparanstrengungen des Bundes und der Länder im Zusammenhang mit der Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts könnte der öffentliche Konsum sogar eine restriktive Wirkung auf die Binnennachfrage entfalten.

Für die Bruttoanlageinvestitionen erwarten die Prognostiker ebenfalls eine deutliche Belebung im kommenden Jahr, nachdem diese Aggregatgröße auch in diesem Jahr rückläufig war. Gründe für diese optimistische Einschätzung sind zum einen die seit einem halben Jahr beobachtete Zunahme der Kapazitätsauslastung, die inzwischen geringfügig über ihrem langjährigen Durchschnitt liegt. Sollte dieser Trend anhalten, ist auch bald mit einer Zunahme der Investitionstätigkeit zu rechnen. Die jüngsten Zahlen des Statistischen Bundesamtes deuten darauf hin, dass möglicherweise eine Trendwende eingesetzt hat. Das von der Europäischen Zentralbank fixierte Zinsniveau ist immer noch als günstig für die Unternehmensinvestitionen zu bezeichnen, so dass auch hiervon ein Anreiz für die Durchführung von Investitionen ausgeht.

## Situation auf dem Arbeitsmarkt bleibt zunächst unverändert

Die konjunkturelle Erholung hat den Arbeitsmarkt bisher noch nicht erfasst. Zwar kam der Abbau von Arbeitsplätzen dieses Jahr zum Stillstand, die Zahl der Erwerbstätigen hat sich im Jahresvergleich aber nur geringfügig verändert. Eine leichte Zunahme war lediglich bei den geringfügig Beschäftigten und den Selbstständigen zu verzeichnen. Dagegen ging die Zahl der beschäftigten Arbeitnehmer abermals zurück.

Zusätzlich zur üblichen Prognoseunsicherheit treten bei der Einschätzung der Arbeitsmarktlage für das nächste Jahr weitere Unsicherheiten auf, die im Zusammenhang mit der Zusammenlegung von Arbeitslosenhilfe und Sozialhilfe stehen (Hartz IV): Dies hat vor allem eine Veränderung der statistischen Erfassung des Arbeitsmarktgeschehens zur Folge, die bislang schwer abzuschätzen ist. Die Prognosen in der Tabelle 2 gehen allerdings insgesamt davon aus, dass auch im nächsten Jahr zunächst mit keiner wesentlichen Entspannung auf dem Arbeitsmarkt zu rechnen ist. Die Arbeitslosenquote wird laut Tabelle 1 voraussichtlich einen Wert zwischen 10,1 v.H. und 11,0 v.H. annehmen.

Marcus Kappler, kappler@zew.de  
Dr. Katrin Ullrich, ullrich@zew.de

Tabelle 1: Wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland 2003, 2004 und 2005

	Statist. BA	Sachverständigenrat		Gemeinschaftsdiagnose (GD)		EU-Kommission	Allianz	Bankgesellschaft Berlin	Comm. Bank	Deutsche Bank
	2003	2004	2005	2004	2005	2005	2005	2005	2005	2005
BIP, real	-0,1	1,8	1,4	1,8	1,5	1,5	1,5	1,6	1,5	1,2
Privater Konsum	0,0	-0,0	0,7	0,0	0,8	1,1	1,2	1,1	0,8	0,8
Konsumausgaben des Staates	0,1	-0,1	-0,0	-0,1	0,0	-0,3	0,5	0,5	-	0,5
Bruttoanlageinvestitionen	-2,2	-1,1	1,0	-1,0	1,5	2,3	-	-	-	0,9
Exporte	1,8	10,3	5,9	10,2	5,9	6,7	4,6	4,0	6,3	4,9
Importe	4,0	6,8	5,1	6,7	5,4	7,2	4,7	4,7	7,3	4,5
Erwerbstätige (in Tsd.)	38.314	38.370	38.540	38.398	38.609	-	-	-	38.600	-
	-1,0	0,2	0,4	0,2	0,5	-	0,7	-	0,5	-
Arbeitslose(in Tsd.)	4.376	4.380	4.380	4.368	4.334	-	-	-	4.700	-
Arbeitslosenquote	10,5	10,5	10,5	10,2	10,1	-	10,6	11,0	-	10,4
Preisindex der Lebenshaltung	1,1	1,7	1,6	1,6	1,5	1,3*	1,4	2,0	1,5	1,4
Finanzierungssaldo des Staates in v.H. des BIP	-3,9	-3,9	-3,5	-3,8	-3,5	-3,4	-3,4	-3,1	-3,4	-3,5

Mit Ausnahme der Arbeitslosenquote und der Anzahl der Erwerbstätigen und der Arbeitslosen alle Angaben als Veränderung in v.H. gegenüber dem Vorjahr. Arbeitslosenquote gemessen an allen zivilen Erwerbspersonen. \* Harmonisierter Verbraucherpreisindex Quellen: Sachverständigenrat: 17.11.2004; Gemeinschaftsdiagnose: 19.10.2004; EU-Kommission: 26.10.2004; Allianz: 29.10.2004; Commerzbank: 20.10.2004, November 2004; Deutsche Bank: 1.10.2004; Bankgesellschaft Berlin: 5.11.2004 Stand: 23.11.2004

# Die voraussichtliche Lage in der EWU

Die wirtschaftliche Dynamik in der Eurozone hat sich im 3. Quartal deutlich verlangsamt. Dieses geht aus der ersten Schnellschätzung des europäischen Statistikamtes Eurostat hervor, nach der das aggregierte reale Bruttoinlandsprodukt im entsprechenden Zeitraum nur um 0,3 v.H. gestiegen ist, nach 0,7 v.H. und 0,5 v.H. im ersten bzw. zweiten Quartal. Einer positiven Entwicklung in Italien und Spanien standen dabei in erster Linie Deutschland und Frankreich gegenüber, deren Veränderungsrate des BIP auf Quartalsbasis mit jeweils 0,1 v.H. annähernd stagnierte.

Ein Hauptgrund für diese Abschwächung ist neben dem weiterhin hohen Ölpreis vor allem der im Vergleich zum ersten Halbjahr geringere Außenbeitrag, der in der ersten Jahreshälfte noch der Hauptimpuls für die stärkere Erholung der Konjunktur gewesen war. Jedoch wurde der Export durch den weiter aufgewerteten Euro sowie eine leicht geringere Dynamik der Weltkonjunktur beeinträchtigt. Zwar wird für die kommenden Monate wieder mit einem Anziehen der Exporte gerechnet, durch den gleichzeitigen stärkeren Anstieg der Importe wird

es 2005 jedoch keinen positiven Effekt des Außenbeitrages auf die Konjunktur geben.

Demgegenüber steht noch immer ein sich nicht selbst tragender Aufschwung durch die Binnenkonjunktur. Insbesondere die private Konsumnachfrage wird durch die weiterhin hohen Ölpreise und die fehlende Belebung des Arbeitsmarktes beeinträchtigt. Selbst in Frankreich, dessen privater Verbrauch sich in den Vorquartalen bereits erholt zeigte, kam es im 3. Quartal zu einem starken Einbruch. Auch für 2005 wird für die Eurozone nur eine geringe Erhöhung der Beschäftigung und kein deutlicher Rückgang der Arbeitslosigkeit erwartet, der private Konsum wird sich somit nur sehr schwach beleben. Etwas positiver entwickelte sich die Investitionstätigkeit, aber auch sie blieb bisher deutlich hinter der Entwicklung in früheren Aufschwungsphasen zurück. Der Geschäftsklimaindex der Europäischen Kommission erreichte im Oktober mit -2 den höchsten Wert seit über drei Jahren und deutet auf eine verbesserte Ertragslage der Unternehmen hin. Diese positive Entwicklung sowie das weiterhin niedrige Zinsniveau

werden die Investitionen ab Mitte 2005 stärker ansteigen lassen. Insgesamt erwarten die Konjunkturobserver für die nächsten Quartale zwar eine weitere Erholung der Konjunktur, deren Intensität wird jedoch kaum steigen.

Die Inflationsrate lag im Oktober bei 2,5 v.H. und damit deutlich über dem Zielwert der EZB von 2 v.H. Als Gründe werden in erster Linie der hohe Ölpreis sowie administrierte Preiserhöhungen genannt. Da für die nächsten Monate von einem stabilen Ölpreis und – durch das mäßige Wachstum in der Eurozone – auch von keinem weiteren Inflationsdruck ausgegangen wird, erwarten die Konjunkturbeobachter für 2005 wie für 2004 im Jahresdurchschnitt einen Wert nahe bei 2 v.H. Vor allem im Hinblick auf die weiterhin schwache Konjunktur dürfte somit kurzfristig keine geldpolitische Reaktion der EZB erfolgen. Eine Zinserhöhung wird frühestens für das 2. Quartal 2005 erwartet. Momentan trägt die expansive Geldpolitik der EZB noch zur Stützung der konjunkturellen Erholung bei.

Marcus Kappler, kappler@zew.de  
Steffen Osterloh

	EWU		Italien		Spanien		Österreich		Niederlande		Finnland	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
BIP, real	1,9	2,0	1,1	1,5	2,6	2,7	1,9	2,5	1,25	1,5	3,2	3,5
– Privater Verbrauch	1,3	1,6	1,2	1,4	3,2	2,9	1,6	2,5	0,25	0,0	3,6	2,9
– Investitionen	1,1	3,1	3,1	2,6	3,7	3,9	2,2	3,5	1,25	0,75	2,5	4,1
– Exporte	6,2	4,5	3,8	4,1	4,3	5,7	8,3	6,8	5,0	7,5	2,7	6,0
– Importe	5,0	4,3	3,7	4,8	7,1	7,0	5,3	7,1	4,0	5,75	2,0	4,7
Verbraucherpreise	2,1	1,9	2,2	2,0	3,0	2,8	2,1	2,0	1,25	1,25	0,2	1,3
Arbeitslosenquote	8,9	8,9	8,3	8,1	11,1	10,8	4,2	3,9	4,6	5,0	8,8	8,6
Beschäftigung	0,5	0,9	0,8	0,7	1,9	1,9	0,5	0,7	-1,7	0,5	-0,4	0,4
	Belgien		Irland		Frankreich		Portugal		Griechenland		nachrichtl. GB	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
BIP, real	2,7	2,8	5,2	5,4	2,5	2,4	1,2	2,0	3,7	3,2	3,2	2,8
– Privater Verbrauch	2,0	2,1	3,8	4,5	2,4	2,2	1,8	2,2	3,7	3,5	3,1	2,0
– Investitionen	0,5	4,4	8,2	5,3	4,0	4,5	1,9	3,0	3,1	1,7	7,1	6,0
– Exporte	4,4	4,8	5,8	7,2	4,1	6,2	5,8	6,4	3,4	3,5	1,6	5,5
– Importe	5,1	4,7	4,5	7,0	7,6	7,7	5,5	5,9	2,3	2,6	4,6	5,5
Verbraucherpreise	2,0	1,5	2,3	2,5	2,2	1,7	2,5	2,0	3,0	3,2	1,3	1,8
Arbeitslosenquote	8,2	8,1	4,4	4,4	9,6	9,5	6,3	6,2	8,5	9,0	4,9	4,9
Beschäftigung	0,4	0,7	2,4	1,7	-0,3	0,6	0,4	1,0	1,8	1,4	0,7	0,5

Quellen: Alle: Arbeitslosenquote und Beschäftigung: Europäische Kommission, Brüssel. EWU: Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2004. Österreich: Wifo, Wien. Spanien: La Caixa, Barcelona. Belgien: IRES, Louvain-la-Neuve. Niederlande: CPB, Den Haag. Finnland: ETLA, Helsinki. Frankreich: COE, Paris. Irland: ESRI, Dublin. Italien: Banca Intesa, Mailand. Portugal: Banco Espírito Santo, Lissabon. Griechenland: National Bank of Greece, Athen. GB: NIESR, London.

# Ergebnisse der Novemberumfrage 2004

Der ZEW-Finanzmarkttest ist eine seit Dezember 1991 durchgeführte Umfrage, in der monatlich die vorherrschenden Erwartungen über die Entwicklung an den 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 der Anlage- und Wertpapierabteilungen. Sie wer-

den nach ihren mittelfristigen Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der Konjunktur, der Inflationsrate, der kurz- und langfristigen Zinsen, der Aktien- und der Wechselkurse sowie der Branchen befragt. Auf den folgenden beiden Seiten werden die wichtigsten Ergebnisse der aktuellen Umfrage vom 25. 10. bis 08. 11. 2004 dargestellt. Weitere Informationen zum ZEW-Finanzmarkttest sind in Form einer Kurzinformation und des aktuellen ZEW-Finanzmarktreports für Dezember 2004 erhältlich.

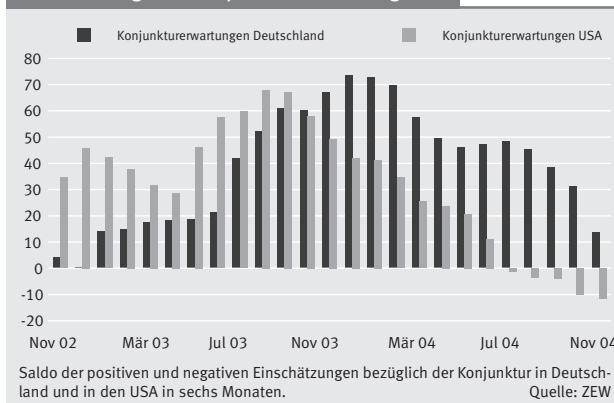
Volker Kleff, [kleff@zew.de](mailto:kleff@zew.de); Sandra Schmidt, [s.schmidt@zew.de](mailto:s.schmidt@zew.de)

## US-Wahl beeindruckt Aktienmärkte nicht

Obwohl der Dax bereits seit Ende Oktober deutlich von knapp 3.900 auf über 4.000 Punkte zulegen konnte, verringert sich in diesem Monat der Optimismus der Experten bezüglich der weiteren Entwicklung des deutschen Aktienindex nicht. Die Experten erwarten somit, dass der Aktienmarkt seinen Aufwärtstrend mittelfristig weiter fortsetzen wird.

Vor dem Hintergrund der deutlich schlechteren Konjunkturerwartungen für Deutschland ist dieser Optimismus keine Selbstverständlichkeit. Nach Meinung der Finanzmarktexperten wird die mittelfristige Wachstumsdynamik in Deutschland aufgrund der schlechteren weltweiten Wachstumsaussichten, dem weiter hohen Ölpreis und dem jüngst deutlich aufgewerteten Euro an Kraft verlieren. Die Aktienmarkterwartungen indes werden nicht allein von den Konjunktur-, sondern auch von den Zinserwartungen getrieben. So könnten die schlechteren Konjunkturaussichten den Druck auf die Europäische Zentralbank (EZB) senken, die Leitzinsen anheben zu müssen, und auf diese Weise in Verbindung mit dem derzeit niedrigen Bewertungsniveau der europäischen Aktien neue Spielräume für Kurserhöhungen eröffnen. Tatsächlich erwarten die Experten wegen der schwachen Konjunktur – trotz des hohen Ölpreises – künftig einen nur moderaten Inflationsdruck, der die EZB in absehbarer Zeit noch nicht in Zugzwang setzen wird, die Zinsen zu erhöhen. Etwa 60 v.H. der befragten Experten erwarten, dass

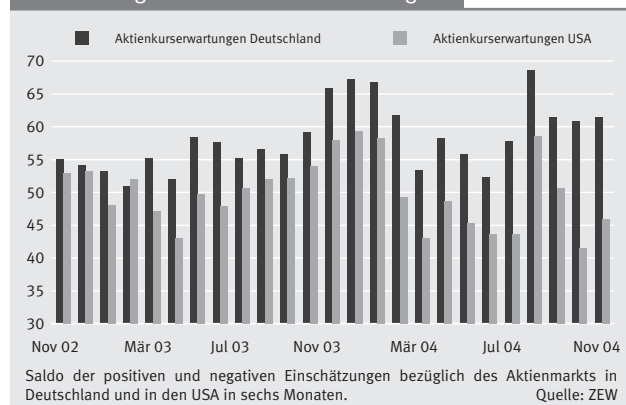
Entwicklung der Konjunkturerwartungen



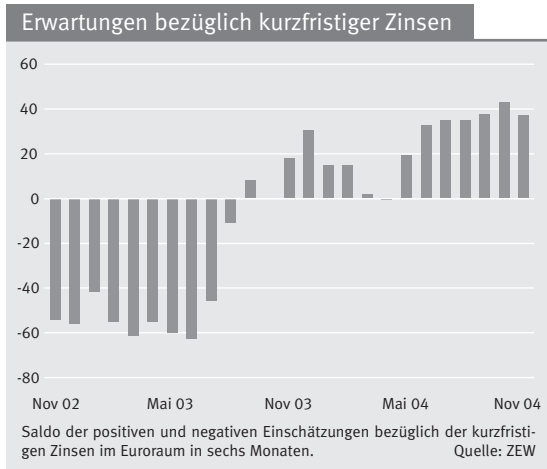
die EZB in den nächsten sechs Monaten die Zinsen nicht verändern wird. Während der Optimismus hinsichtlich der europäischen Aktienmärkte ungefähr auf dem Niveau des letzten Monats verharret, verbessern sich in diesem Monat die Chancen für den US-Aktienmarkt. Dies dürfte nicht zuletzt mit den jüngst gemeldeten sehr positiven US-Arbeitsmarktdaten zu tun haben, die das Bild einer soliden US-Konjunktur unterstreichen. Trotz des kräftigen US-Wachstums bleibt auch in den USA der Inflationsdruck moderat, sodass die nächste Zinserhöhung in den USA nur ein kleiner Schritt auf der Zinsleiter sein dürfte. Die US-Präsidentenwahlen haben getrennten Auswertungen zufolge die Aktienmarkterwartungen kaum beeinflusst. Getreu dem Motto „Politische Börsen haben kurze Beine“ messen die Experten dem Wahlausgang mittelfristig keine Bedeutung bei. Nach der klaren Bestätigung Bushs im Amt des Präsidenten richten sich die Augen vielmehr wieder auf die fundamentalen Faktoren, insbesondere das Zwillingdefizit aus Haushaltsdefizit und immensum Handelsbilanzdefizit. Ein Abbau der Defizite wäre nach Ansicht der Experten wohl eher Kerry als Bush zuzutrauen gewesen. Anders ist wohl nicht zu erklären, dass das Lager derjenigen, die als Konsequenz der Defizite von einer weiteren merklichen Abwertung des US-Dollars ausgehen, insbesondere nach der Präsidentschaftswahl am 2. November merklichen Zulauf erhält.

Volker Kleff

Entwicklung der Aktienmarkterwartungen

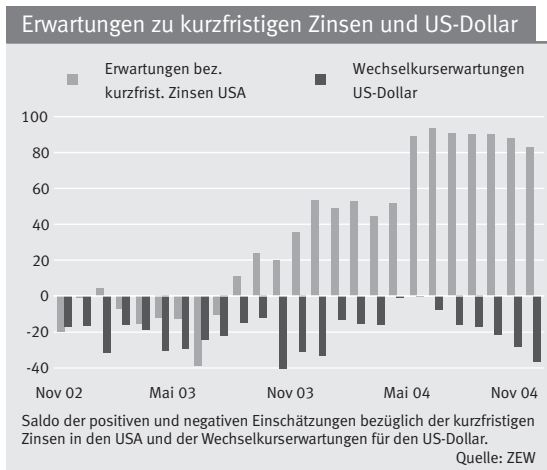


## EZB: Vorerst wenig Handlungsbedarf



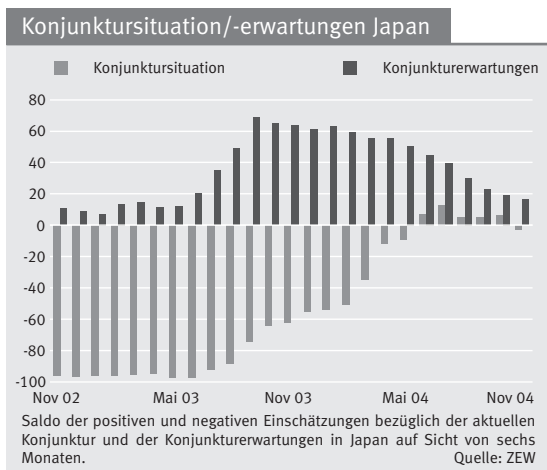
Die in diesem Monat eingetretene Verschlechterung der Konjunkturperspektive hat bei den Zinserwartungen Spuren hinterlassen. Im Vergleich zum Vormonat hat das Lager derjenigen, die weiterhin mit einer „wait and see“-Politik der EZB rechnen, Zulauf erhalten: 59,4 v.H. aller Befragten rechnen jetzt mit weiterhin konstanten kurzfristigen Zinsen im Euroraum (Vormonat: 55,1 v.H.). Umgekehrt bröckelt die Fraktion der EZB-Beobachter, die mit einer Leitzinserhöhung rechnen: In dieser Gruppe befinden sich jetzt noch 38,9 v.H. der Befragten (Vormonat: 43,9). Nach wie vor rechnet – abgesehen von einer kleinen Minderheit von 1,7 v.H. – niemand ernsthaft mit der Möglichkeit einer Zinssenkung im nächsten Halbjahr. Die Erklärung für die erwartete Passivität der EZB trotz ölpreisbedingt deutlich gestiegener Inflationserwartungen ist auf der Währungsseite zu finden: Die Euro-Aufwertung wirkt konjunktur- und preisdämpfend und verringert von daher für die EZB den Handlungsdruck.  
*Dr. Friedrich Heinemann*

## USA: Vertrauen in die Währung nimmt ab



In den diesmaligen Umfragezeitraum fiel ein wichtiges Ereignis, das sich auf die Einschätzungen der Experten ausgewirkt hat. So wird nach der Wiederwahl Bushs mit einer Fortsetzung der kreditfinanzierten expansiven Fiskalpolitik gerechnet. Mit einer fiskalpolitisch bedingten Schwächung des privaten Konsums in naher Zukunft ist also nicht zu rechnen. Jedoch wächst bei den Marktteilnehmern die Befürchtung, dass das Vertrauen in den Dollar durch die Verschuldungspolitik sinken könnte. Dementsprechend erfährt das Lager der Analysten, die eine Abwertung des Dollars gegenüber dem Euro erwarten, deutlichen Zulauf: Mit -36,5 Punkten geht der Saldo der Wechselkursbewertungen um 8,2 Punkte gegenüber dem Vormonat zurück. Bei dieser Einschätzung haben die Experten bereits berücksichtigt, dass die US-amerikanische Geldpolitik restriktiver werden könnte. So erwarten über 83 v.H. der Finanzmarktexperten, dass die US-amerikanische Zentralbank auch innerhalb der nächsten sechs Monate die kurzfristigen Zinsen erhöhen wird.  
*Sandra Schmidt*

## Japan: Anhaltender Abwärtstrend der Einschätzungen



Nachdem die Einschätzungen zur aktuellen konjunkturellen Situation Japans bis Juli dieses Jahres auf 13 Punkte gestiegen waren, zeigt sich seitdem eine Abwärtstendenz, die zu einem Saldo von -3,1 Punkten in diesem Monat führt. Auch die Konjunkturerwartungen sind weiter gefallen. Der Indikator beträgt nun 16,4 Punkte (Vormonat: 19,3). Dies dürfte auf die Tatsache zurückzuführen sein, dass geringer als erwartet ausfallende Handelsbilanzüberschüsse eine Revision des prognostizierten Wirtschaftswachstums für das dritte Quartal erfordern und dass auch für das kommende Jahr mit einer Verlangsamung des Wachstums gerechnet wird. Aktuelle Ankündigungen der Regierung, durch eine restriktivere Fiskalpolitik gegen den überschuldeten Staatshaushalt vorzugehen, könnten den privaten Konsum belasten. Positiv dürfte sich dagegen ausgewirkt haben, dass die Zentralbank entschlossen scheint zu intervenieren, wenn der Yen zu sehr gegenüber dem Dollar aufwerten sollte. Damit würde der Export als tragende Säule der Wirtschaft gestützt werden.  
*Sandra Schmidt*



# Wird China die Ankopplung seiner Währung an den US-Dollar lösen?

Seit dem Jahr 1994 ist die chinesische Währung an den US-Dollar gekoppelt. Laut einer vom ZEW durchgeführten Umfrage wird erwartet, dass diese Kopplung in der Zukunft gelockert, sogar vollständig aufgegeben werden könnte. Dieser Artikel beleuchtet den theoretischen Hintergrund des bestehenden Währungssystems sowie mögliche Konsequenzen einer Aufgabe dieses Systems.

Im Monetären Ansatz der Wechselkursstheorie werden zwei Währungen betrachtet, deren Wechselkurs sich entsprechend den relativen Knappheitsverhältnissen bildet. Dem entspricht die Formulierung, dass der Wechselkurs bei Gültigkeit der Kaufkraftparität durch das Verhältnis der Preise der betrachteten Länder bestimmt wird. In diesem Modell wird der Wechselkurs der chinesischen zur US-amerikanischen Währung durch folgende Relation bestimmt:

$$E_C = \frac{P_C}{P_{US}}$$

$E_C$  = Wechselkurs des Yuan zum USD  
 $P_C$  = chinesisches Preisniveau  
 $P_{US}$  = US-amerikanisches Preisniveau

Steigt (sinkt) unter ansonsten gleichen Umständen die Nachfrage nach einer Währung im Verhältnis zu einer anderen, wertet sie auf (ab); steigt (sinkt) hingegen ihr Angebot, wertet sie ab (auf).

Formuliert man die obige Formel in Veränderungsraten, ergibt sich die Abwertungserwartung des Yuan gegenüber dem US-Dollar als

$$\hat{E}_C^e = \hat{P}_C^e - \hat{P}_{US}^e$$

$\hat{E}_C^e$  = Abwertungs-/Aufwertungserwartung des Yuan zum USD  
 $\hat{P}_C^e$  = chinesische Inflationserwartung  
 $\hat{P}_{US}^e$  = US-amerikanische Inflationserwartung

Unter flexiblen Wechselkursen würde also entsprechend dieser Theorie eine expansive Geldpolitik, die ihrerseits die

Inflationserwartungen erhöht, einen Abwertungsdruck auf die eigene Währung ausüben. Zumindest in seiner relativen Form, also der Erklärung von Wechselkursveränderungen und auf lange Sicht, kann dem monetären Ansatz eine gewisse empirische Relevanz unterstellt werden. Auf Dauer ist eine monetäre Expansion und die daraus entstehende Inflation für jede Währung ein Belastungsfaktor.

## Problemstellung:

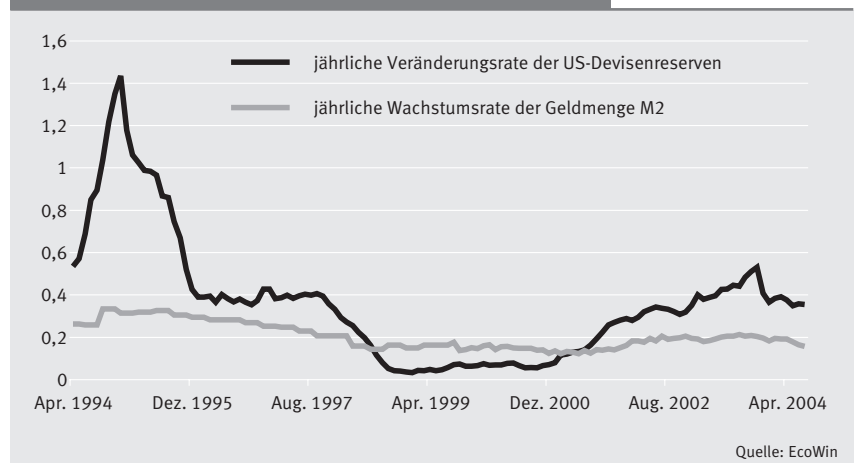
China koppelte seinen Wechselkurs im April 1994 an den USD, zunächst als „managed float“ und später als „peg“ mit Bandbreiten. Im „managed float“ Regime interveniert die Zentralbank, um die Volatilität des Wechselkurses zu reduzieren. Beim restriktiven „peg“-System darf sich die Währung hingegen nur innerhalb vorgegebener Bandbreiten be-

wegen. Bei einer solchen Ankopplung achtet die Zentralbank stets darauf, die Knappheitsverhältnisse ihrer Währung zum USD zu wahren. Dies wird umgesetzt, indem die chinesische Zentralbank am Markt US-Dollar aufkauft und dadurch US-Devisenreserven anhäuft. Durch solche Kapitalzuflüsse steigt langfristig die Geldmenge, wenngleich die chinesische Zentralbank bemüht ist, dem Markt durch Sterilisierungen der Interventionen am Devisenmarkt und andere Maßnahmen Liquidität zu entziehen. Da diese jedoch eher in den kurzfristigen Wirkungshorizont einzuordnen sind, wird auf lange Sicht die expansive Geldpolitik der USA sozusagen „importiert“.

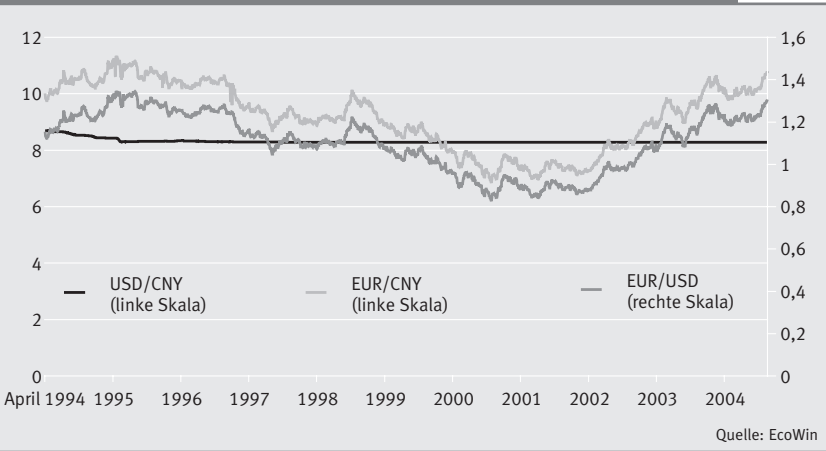
Damit besitzt die Anbindung des Yuan an den US-Dollar zum einen eine geldpolitische Implikation für die chinesische Wirtschaft und zum anderen verhindert sie eine Aufwertung des Yuan und stärkt dadurch die Exporte.

Berücksichtigt man, dass die chinesische Wirtschaftsleistung Zeichen einer Überhitzung zeigt, die auch durch die bisher vorgenommenen Maßnahmen der Regierung nicht in ausreichendem Maße

Veränderungsrate der chinesischen US-Devisenreserven und der Geldmenge M2 Chinas zum Vorjahr



Wechselkurs des USD und des Euro gegenüber dem chinesischen Yuan und des Euro gegenüber dem USD



eingedämmt werden konnten, taucht die Frage auf, ob von der Fortführung dieser Währungspolitik auszugehen ist.

**Ist eine Flexibilisierung des chinesischen Wechselkurses zu erwarten?**

Neben diesen inländischen Gegebenheiten sieht sich China mit einem wachsenden Druck durch das Ausland konfrontiert, seinen festen Wechselkurs zu lockern. Dem Euroraum angehörige Länder sehen im Peg des Yuan an den Dollar verschiedene Nachteile für ihre eigene Wettbewerbssituation. Zunächst wird durch ihn verhindert, dass der Yuan gegenüber dem USD aufwertet, so dass chinesische Waren für die USA relativ günstiger als europäische sind. Außerdem bedeutet eine Aufwertung des Euro zum USD gleichzeitig eine Aufwertung gegenüber dem Yuan.

Des Weiteren besteht die Gefahr, dass das Wachstum des Leistungsbilanzdefizits der USA durch die bestehenden Verhältnisse nicht vermindert wird. Bereits

Charles de Gaulle thematisierte im Jahre 1965, dass die Verwendung des Dollars als weltweites Zahlungsmittel und internationale Reservewährung für die Vereinigten Staaten den Vorteil bietet, dass sie sich „gratis im Ausland verschulden können“, indem sie „ihre Schulden mit Dollar begleichen, die sie nach Belieben drucken können“.<sup>1</sup> Dies gilt zur Zeit insbesondere für einen Großteil der asiatischen Länder, die darauf bedacht sind, ihre Währungen nicht allzu sehr gegenüber dem USD aufwerten zu lassen, sowie den USD als Fakturierungswährung benutzen. So finanzierten beispielsweise Japan, China, Taiwan, Indien und Südkorea im Jahre 2003 71 v.H. des Leistungsbilanzdefizits der USA.<sup>2</sup> Die Verschuldungspolitik der USA mindert das Vertrauen der Investoren in den USD, schwächt die Nachfrage nach der Währung und übt somit einen zusätzlichen Abwertungsdruck auf den USD gegenüber dem Euro aus.

In den chinesischen Überlegungen könnten jedoch vor allem zwei Gründe gegen eine baldige Lockerung des Wechselkurses sprechen. Zum einen würde

sich die Wettbewerbsposition der Volksrepublik gegenüber anderen asiatischen Ländern verschlechtern, die ihrerseits kein flexibles Austauschverhältnis zum USD besitzen. Zum anderen wäre eine Flexibilisierung des Wechselkurses bei instabilen Finanzmärkten mit Risiken verbunden. So empfiehlt der Internationale Währungsfonds die Wettbewerbsfähigkeit und das Risikomanagement der Banken sowie die juristischen Rahmenbedingungen der Finanzmärkte zu verbessern.

**Experteneinschätzungen zur Reaktion des US-Dollars**

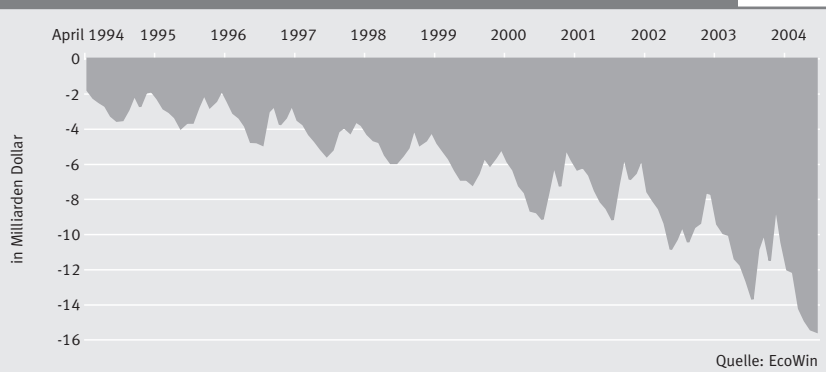
Über 90 v.H. der im Rahmen des monatlichen ZEW-Finanzmarkttests befragten Finanzmarktexperten sind der Ansicht, dass China innerhalb der nächsten fünf Jahre den Wechselkurs lockern oder ganz freigeben könnte. Davon meinen sogar knapp 40 v.H., dass dies innerhalb eines Jahres geschehen werde. Über 70 v.H. rechnen damit, dass der USD in diesem Falle relativ zum Yuan abwerten würde. Denn damit würden die Stützungskäufe der chinesischen Zentralbank entfallen und die Nachfrage nach USD von dieser Seite aus sinken. Damit wäre der USD relativ reichlicher zum Yuan und würde dem Monetären Ansatz entsprechend unter ansonsten gleichen Umständen abwerten.

**Fazit**

Die Flexibilisierung des Yuan steht auf der Agenda der chinesischen Regierung, die allerdings die Notwendigkeit sieht, zuvor das Bankensystem zu sanieren. Mit welcher Dringlichkeit diese beiden Fragen angegangen werden, bleibt abzuwarten. Und ob der USD seinen bisherigen Status als weltweite Reserve- und Ankerwährung behalten kann, wenn die Investoren durch die Verschuldungspolitik der USA ihr Vertrauen in den Wert der Währung verlieren, ist eine weitere offene Frage.

Sandra Schmidt,  
s.schmidt@zew.de

Handelsbilanzdefizit der USA gegenüber China



1 Vgl. Niall Ferguson, „Ist der Dollar am Ende?“, NZZ Online (www.nzz.ch), 20.06.2004  
2 Vgl. Jahresgutachten des Sachverständigenrates 2004/2005 „Erfolge im Ausland – Herausforderungen im Inland“

# Zur Prognosequalität der Finanzplanung des Bundes

Im Rahmen der mittelfristigen Finanzplanung gibt der Bund einen Ausblick auf die Budgetpolitik mehrere Jahre über das aktuelle Haushaltsjahr hinaus. Der Sinn dieser Finanzplanung liegt darin, die Zielsetzung der Finanzpolitik auf längere Sicht zu verdeutlichen und der Öffentlichkeit eine gut informierte Erwartungsbildung über die Entwicklungslinien der öffentlichen Haushalte zu ermöglichen. Die Finanzplanung kann diese Funktionen nur dann erfüllen, wenn die dort formulierten Prognosen über künftige Defizite, Steuereinnahmen und Ausgaben ein Mindestmaß an Prognosegüte aufweisen. Die empirische Evaluation der Prognosequalität der Defizitgröße in der Finanzplanung des Bundes bietet Anlass zu großer Skepsis: Die im Finanzplan des Bundes enthaltene Defizitgröße hat eine geringe Prognosegüte und ist systematisch in Richtung einer zu optimistischen Darstellung verzerrt.

Da der Bund seit 1968 zur Durchführung der mittelfristigen Finanzplanung verpflichtet ist, steht inzwischen eine ausreichend lange Zeitreihe zur Analyse zur Verfügung. Insbesondere lässt sich überprüfen, ob die Zahlen der Finanzplanung gute Prognosen der späteren Realisationen darstellen.

Der Finanzplan wird im Rahmen des jährlichen Haushaltsprozesses erstellt

und beinhaltet Prognosen für insgesamt fünf Jahre: das laufende Jahr ( $t$ ) und die nächsten vier Jahre ( $t+1, \dots, t+4$ ). Auch die Planzahlen für das laufende Jahr und das nächste Jahr sind als Prognose zu charakterisieren. Zwar existiert für das Jahr  $t$  bereits ein verabschiedeter Haushalt und für  $t+1$  ein Haushaltsentwurf, im Zuge der Haushaltsausführung kann es dennoch konjunkturbedingt zu Abweichungen von den Haushaltsansätzen kommen. Separat werden unter anderem prognostiziert die Entwicklung des Defizits, der Steuereinnahmen und der Ausgaben. Beispielhaft wird hier die Prognosequalität der Defizitzahlen überprüft.

Der erste Schritt ist die visuelle Inspektion. In der Abbildung dargestellt sind die in der mittelfristigen Finanzplanung enthaltenen Vorhersagen für das Defizit (im Verhältnis zum BIP) im laufenden Jahr (Periode  $t$ ) und das letzte Jahr der mittelfristigen Finanzplanung ( $t+4$ ). Während Prognosewert und Realisation bei dem sehr kurzen Zeithorizont noch nahe beieinander liegen (eine außergewöhnliche Fehleinschätzung betrifft hier die Zeit nach der ersten Ölkrise und den aktuellen Rand), besteht beim Zeithorizont von vier Jahren eine erhebliche Divergenz. Die hier zum Ausdruck kommende zunehmende Unsicherheit von Prognosen mit wachsendem Zeithorizont ist nicht überraschend und spricht

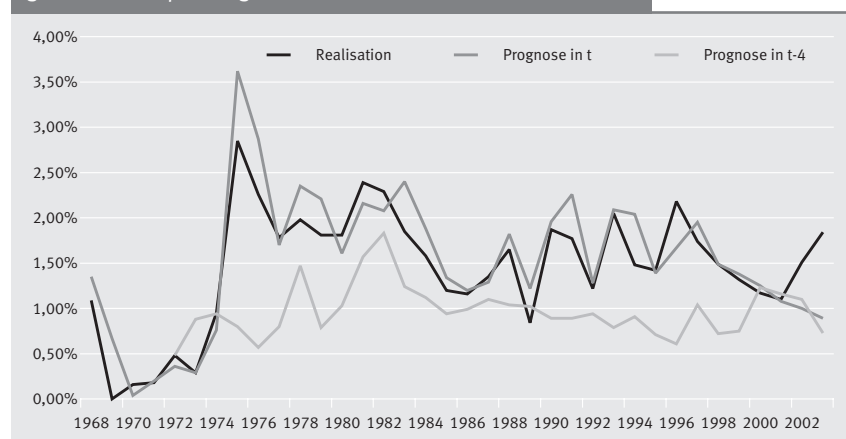
als solche nicht gegen die Qualität der Finanzplanung. Kritisch ist hingegen die für den langfristigen Prognosehorizont deutlich zu Tage tretende systematische Verzerrung zu bewerten: Positive und negative Abweichungen des realisierten Defizits vom Prognosewert halten sich keineswegs die Waage, die tatsächliche Entwicklung ist fast durchweg ungünstiger als die jeweils vier Jahre zuvor prognostizierte. Alleine die visuelle Inspektion macht damit deutlich, dass die Finanzplanung des Bundes systematisch die Defizitentwicklung zu optimistisch vorhersagt. Bemerkenswert ist, dass die deutsche Vereinigung nicht eindeutig als Strukturbruch in der Prognosequalität erkennbar ist. Schon seit den Siebzigern ist ein unrealistischer Optimismus zu beobachten, der sich dann in den Neunzigern fortsetzt.

Im zweiten Schritt kann die Prognosequalität nun mit Hilfe statistischer Kennzahlen beurteilt werden (siehe Kasten). Dabei werden unterschiedliche Zeiträume betrachtet. Neben dem Gesamtzeitraum werden die Perioden 1968-1980, 1980-1990 und 1990-2003 separat evaluiert.

Die Resultate für den mittleren Prognosefehler (ME) belegen die Systematik des Prognosefehlers: Für alle Zeiträume wird die Defizitentwicklung ab dem Zeithorizont  $t+2$  zu optimistisch prognostiziert; für die Neunzigerjahre ist auch für die kürzeren Prognosehorizonte eine Defizitunterschätzung feststellbar. Die Verzerrung in der Prognose wächst mit wachsendem Prognosehorizont: Für  $t+4$  wird die Defizit-BIP-Quote im Durchschnitt um 0,61 Prozentpunkte zu niedrig vorhergesagt.

Die RMSE-Statistik zeigt, dass sich die Güte der im Finanzplan enthaltenen Defizitgröße erheblich zwischen den Subperioden unterscheidet. Den Achtzigerjahren mit relativ geringen Fehlermargen stehen die Siebziger und die Jahre seit 1990 gegenüber, in denen jeweils deutlich höhere quadrierte Prognosefehler zu verzeichnen waren.

Defizit-BIP-Quote des Bundes: Realisationen und Prognosen gemäß Finanzplanung





Maße der Prognosegüte

Maße der Prognosegüte sind

der mittlere Prognosefehler („mean error“) ME:

$$ME = \frac{\sum_{t=1}^T (R_t - P_t)}{T}$$

R und P bezeichnen die Realisation und die Prognose. Die Größe ME kann bei größeren Abweichungen von null einen Hinweis auf eine verzerrte Prognose liefern. Allerdings ist sie ein wenig hilfreiches Maß für die Prognoseunsicherheit, da sich positive und negative Prognosefehler wechselseitig neutralisieren.

Zur Bewertung der Unsicherheit einer Prognose geeigneter ist der „Root Mean Square Error“:

$$RMSE = \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (R_t - P_t)^2}$$

Durch die Quadrierung neutralisieren sich positive und negative Abweichungen nicht, außerdem werden große Fehler höher gewichtet. Der RMSE erlaubt den Vergleich der Qualität verschiedener Prognosen, eine „natürliche“ Grenze für die Unterscheidung zwischen einer „guten“ und „schlechten“ Prognose existiert allerdings nicht.

Theil's U beinhaltet demgegenüber konzeptionell eine kritische Grenze, jenseits deren von einer unzureichenden Prognosequalität gesprochen werden kann. Zur Ermittlung dieser Kennzahl werden die (quadrierte) Fehler der zu bewertenden Prognose und einer naiven Prognose zueinander ins Verhältnis gesetzt. Die naive Prognose ist in der Regel die letzte bekannte Realisation.

$$\text{Theil's U} = \sqrt{\frac{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (R_t - P_t)^2}{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (R_t - R_{t-1})^2}}$$

Diese Statistik kann in ihrer Höhe klar interpretiert werden. Werte oberhalb von eins signalisieren, dass die naive Prognose mit einem geringeren Prognosefehler als die betrachtete Prognose behaftet ist, letztere also wertlos ist.

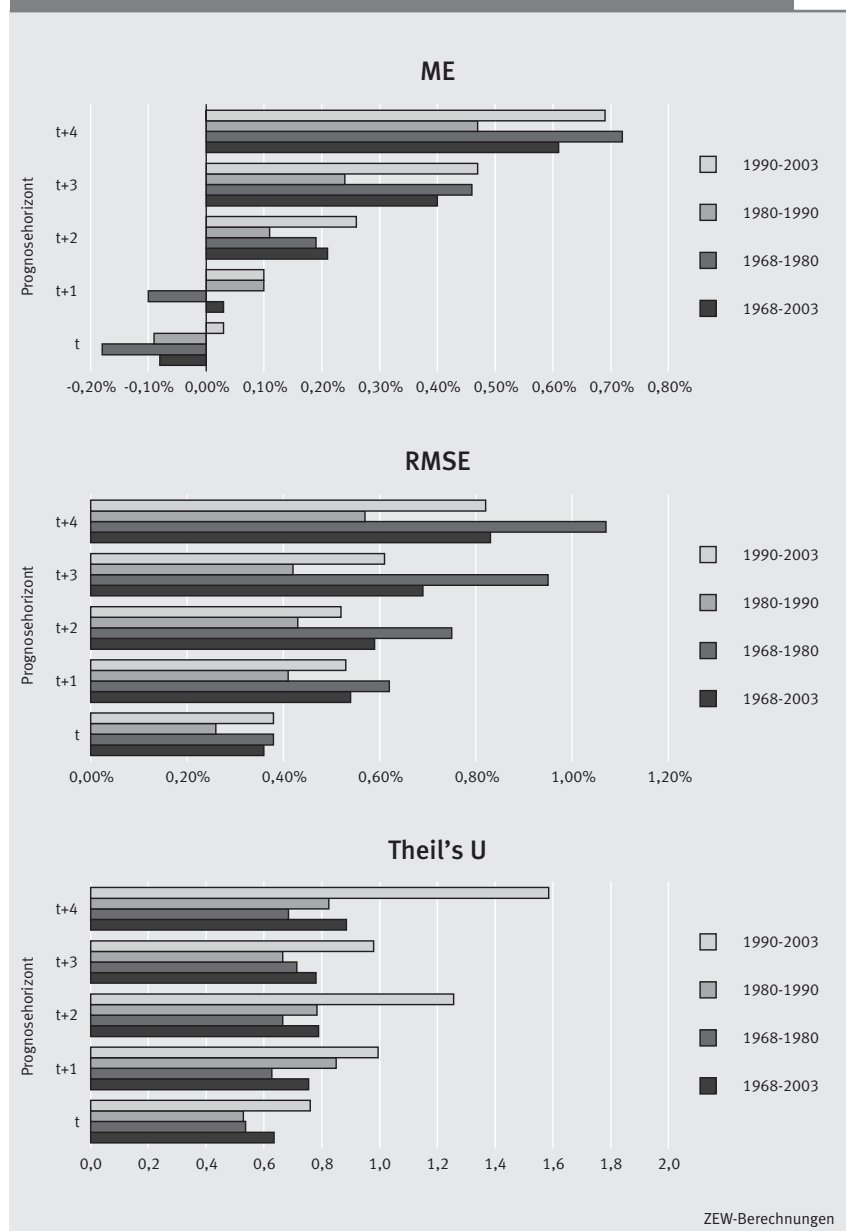
Theil's U führt insbesondere für die Prognosen im Hinblick auf die Fiskaljahre seit der Wiedervereinigung zu einem sehr negativen Befund. Bereits ab dem Horizont t+1 erbringt die Prognose des Finanzplans gegenüber der naiven Prognose, bei der einfach das zuletzt realisierte Defizit als bester Anhaltspunkt für den zukünftigen Wert genommen wird, keinen Erkenntnisfortschritt. Ganz im Gegenteil: Für die Prognosehorizonte t+2 und t+4 ist dieser naive Prognoseansatz deutlich besser als die Prognose des Finanzplans.

Zusammenfassend lässt sich feststellen: Die Defizitzahl in der mittelfristi-

gen Finanzplan des Bundes wird aufgrund ihrer geringen Prognosequalität der Zielsetzung dieser Finanzplanung, die Finanzpolitik berechenbar zu gestalten, nicht gerecht. Seit den frühen Jahren der Finanzplanung sind die Defizitprognosen systematisch nach unten verzerrt. Nach der deutschen Vereinigung hat die Prognosequalität noch einmal deutlich abgenommen. Seit 1990 sind die Defizitzahlen der mittelfristigen Finanzplanung praktisch gänzlich wertlos als Anhaltspunkt für die tatsächlich in Zukunft eintretenden Realisationen.

Dr. Friedrich Heinemann,  
heinemann@zew.de

Kennzahlen zur Prognosegüte der Defizitgrößen im Finanzplan des Bundes



# Fundamentale Bewertung des japanischen Aktienmarkts

*In den letzten 20 Jahren hat der japanische Aktienmarkt zwei völlig unterschiedliche Phasen durchlaufen: Zunächst, beginnend etwa 1980, eine Dekade mit sehr starken Kurssteigerungen, auf die seit 1990 eine Periode mit einem recht volatilen aber richtungslosen Aktienkursverlauf folgte. Die Grenze zwischen beiden Phasen wird durch den Crash am japanischen Aktienmarkt 1989/1990 markiert.*

Für eine fundamentale Bewertung des japanischen Aktienmarktes ist es wichtig zu wissen, ob Art und Stärke der Wechselwirkungen des Aktienmarktes mit der Realwirtschaft im Laufe der Zeit konstant geblieben sind oder sich durch die Ereignisse am Aktienmarkt möglicherweise signifikant verändert haben. Zur Beantwortung dieser Frage wird in dieser Studie untersucht, ob eine stabile langfristige Gleichgewichtsbeziehung (Kointegration) zwischen Bruttoinlandsprodukt (BIP) und einem repräsentativen Aktienindex vorliegt.

Grafik 1 zeigt den zeitlichen Verlauf der beiden verwendeten Zeitreihen: ein Aktienindex für den japanischen Aktienmarkt von Morgan Stanley (MSCI) sowie das BIP. Beide Zeitreihen sind inflationsbereinigt und logarithmiert. Im ersten Schritt der Analyse wird untersucht, ob die Zeitreihen nichtstationär sind. Auf Basis des augmented Dickey-Fuller (ADF) Tests ergibt sich das klare Resultat, dass die Nullhypothese „Nichtstationarität“

für die Niveauwerte nicht verworfen werden kann, während die ersten Differenzen der Zeitreihen stationär sind. Beide Zeitreihen weisen also einen Integrationsgrad von 1 auf und somit ist eine langfristige Gleichgewichtsbeziehung zwischen Aktienindex und BIP nicht ausgeschlossen.

Im nächsten Schritt wird untersucht, ob beide Zeitreihen tatsächlich kointegriert sind. Dies würde bedeuten, dass eine Linearkombination der zwei Zeitreihen stationär sein muss. Eine wichtige Konsequenz einer solchen Gleichgewichtsbeziehung ist, dass sich beide Zeitreihen „nicht weit“ auseinander entwickeln können. Außerdem kann in diesem Fall eine Abweichung vom langfristigen Gleichgewicht für die Prognose einer der beiden Zeitreihen genutzt werden.

Die weitere Vorgehensweise sieht folgendermaßen aus: Zunächst wird die Laglänge eines Vektorautoregressiven (VAR) Modells festgelegt, das aus den beiden Zeitreihen besteht, dann wird ein Test bezüglich der zu berücksichtigenden deterministischen Modellkomponenten durchgeführt, und schließlich folgen der Test auf Kointegration, die Überprüfung der Modellstabilität sowie die endgültige Schätzung der Parameter. Für diese Untersuchungsschritte wird das Programm Malcolm (Version 2.5) benutzt. Malcolm ist speziell für die Analyse und Schätzung von Kointegrationsmodellen ausgelegt und baut auf der Ökonometriesoftware RATS auf. Weitere

Informationen zu Malcolm finden sich im Internet unter <http://www.greta.it>.

Die Anwendung verschiedener Informationskriterien (AIC, SIC, etc.) führt zu dem Ergebnis, dass für das VAR-Modell in Niveauvariablen eine Verzögerung von einer Periode zu wählen ist.

Als nächster Schritt wird getestet, wie die deterministischen Trendparameter des Modells zu spezifizieren sind. Es wird also untersucht, ob eine Konstante und möglicherweise auch ein linearer Trend in die kurz- und langfristigen Gleichungen des zu erstellenden Vector Error Correction (VEC) Modells aufgenommen werden sollen. Dazu wird ein Likelihood Ratio-Test verwendet, der von einem allgemeinen Modell ausgeht und untersucht, ob das Modell weiter vereinfacht werden kann. Tabelle 1 zeigt die Ergebnisse dieses Tests, die zugrunde liegenden alternativen Modellspezifikationen werden in Tabelle 2 kurz beschrieben.

Die Testergebnisse zeigen, dass die Restriktion, die Modell 4 von Modell 5 unterscheidet („kein linearer Trend in der kurzfristigen Dynamik“) nicht verworfen werden kann, da das entsprechende Signifikanzniveau von 14,9% (Zeile 2) höher ist als die üblicherweise verwendeten Signifikanzniveaus. Dagegen sind weitere Restriktionen aus statistischer Sicht nicht sinnvoll und somit ist es empfehlenswert, Modell 4 zu verwenden. Bei diesem Modell enthält die kurzfristige Dynamik nur eine Konstante, während in der Langfristgleichung auch ein linearer Trend vorhanden ist.

Die Tests zur Festlegung der deterministischen Komponenten führen nicht immer zu einem eindeutigen Ergebnis, da diese Tests nur bei einer vorher festgelegten Anzahl an Kointegrationsbeziehungen durchgeführt werden können. In unserem Fall – zwei nichtstationäre Zeitreihen – kann die Anzahl der Kointegrationsbeziehungen entweder null oder eins betragen. Die Ergebnisse von Tabelle 1 basieren auf der Annahme von einer Kointegrationsbeziehung. Unter der alternativen Annahme, dass keine Kointe-

Grafik 1: Verlauf der Zeitreihen des Modells, Zeitraum: 1. Quartal 1975 bis 1. Quartal 2004

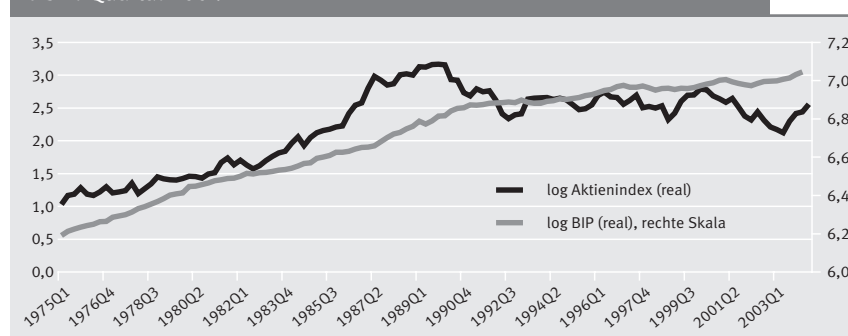


Tabelle 1: Deterministische Modellkomponenten - Ergebnisse der Tests bei Annahme von einer Kointegrationsbeziehung

Nullhypothese	Alternativhypothese	Teststatistik	Freiheitsgrade	Signifikanzniveau
Modell 4	Modell 5	2.084	1	14,9%
Modell 3	Modell 5	9.270	2	1%
Modell 2	Modell 5	9.403	3	2,4%
Modell 1	Modell 5	35,703	4	0,0%
Modell 3	Modell 4	7,186	1	0,7%
Modell 2	Modell 4	7,319	2	2,6%
Modell 1	Modell 4	33,619	3	0,0%

Tabelle 2: Alternative Modellspezifikationen

	Kurzfristige Dynamik	Langfristgleichung
Modell 1	Keine Konstante, kein Trend	Keine Konstante, kein Trend
Modell 2	Konstante, kein Trend	Keine Konstante, kein Trend
Modell 3	Konstante, kein Trend	Konstante, kein Trend
Modell 4	Konstante, kein Trend	Konstante und Trend
Modell 5	Konstante und Trend	Konstante und Trend

grationsbeziehung vorliegt, ergibt sich jedoch das Ergebnis, dass Modell 5 gewählt werden sollte. Die anschließenden Kointegrationstests mit dem Johansen-Verfahren führen allerdings bei beiden Modellspezifikationen zu dem gleichen Ergebnis, dass eine Kointegrationsbeziehung vorliegen dürfte. Somit stellt sich die Wahl von Modell 4 als die richtige heraus.

Als nächstes wird die zeitliche Stabilität der gefundenen Kointegrationsbeziehung untersucht. Dazu wird die Teststatistik des Johansen-Tests (Trace Test) rekursiv geschätzt und mit den kritischen Werten verglichen. In Grafik 2 ist der Verlauf der Teststatistiken für zwei unterschiedliche Varianten dargestellt: Das Z-Modell nimmt an, dass alle Parameter des VEC-Modells zu jedem Zeit-

punkt neu geschätzt werden, beim R-Modell wird dagegen die kurzfristige Dynamik unter Verwendung der gesamten Beobachtungsperiode ermittelt und nur die Langfristbeziehung rekursiv geschätzt. Die Werte der Teststatistik sind so normiert, dass ein Wert von eins genau dem kritischen Wert (Signifikanzniveau 5%) entspricht.

Wie Grafik 2 zeigt, kann die Nullhypothese „keine Kointegrationsbeziehung“ erst ab etwa 1992 verworfen werden. Im Zeitraum vor 1992 scheint dagegen eine Kointegrationsbeziehung nur sehr schwach ausgeprägt zu sein. Da die Testergebnisse für das Z- und das R-Modell sehr ähnlich sind, kann davon ausgegangen werden, dass diese Instabilität nicht auf die Kurzfristdynamik zurückzuführen ist.

Ein weiterer Stabilitätstest soll untersuchen, ob sich die Parameter der Langfristbeziehung im Zeitverlauf ebenfalls signifikant verändern. Grafik 3 zeigt den Verlauf der rekursiv ermittelten Teststatistik für das Z- und das R-Modell. Im Falle einer konstanten Kurzfristdynamik (R-Modell) weist die Langfristbeziehung keinerlei Anzeichen von Instabilität auf. Daher dürfte der Strukturbruch, der für das Z-Modell am Beginn der Testperiode ausgewiesen wird, vor allem auf einer instabilen Kurzfristdynamik beruhen. Ab 1988 ist kein Strukturbruch mehr auszumachen, so dass ab dann von einer konstanten Modellstruktur ausgegangen werden kann.

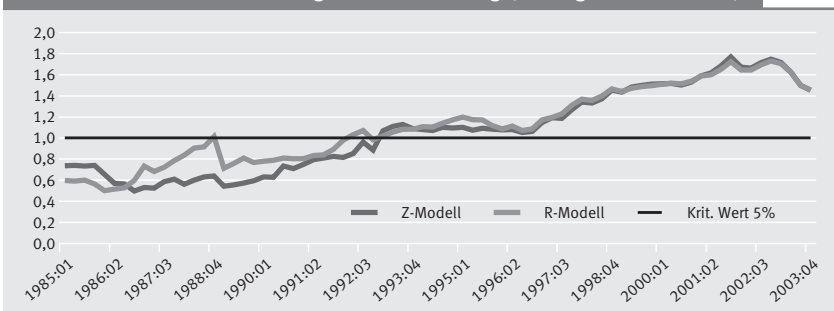
Die abschließende Schätzung des gesamten Modells ergibt für die Langfristgleichung die folgenden Parameterwerte:

$$\varepsilon_t = \log(\text{reales BIP})_t + 3,01 - 0,18 \cdot \log(\text{realer Aktienindex})_t - 0,00066 \cdot \text{Trend}$$

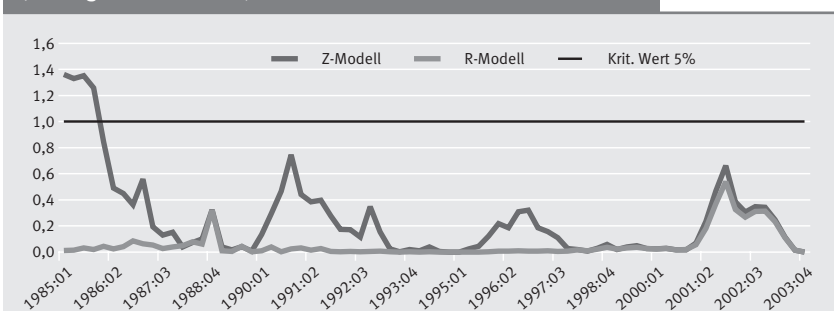
Es zeigt sich außerdem, dass Abweichungen vom langfristigen Gleichgewicht nur beim realen BIP Japans zu Anpassungsreaktionen führt, nicht dagegen beim realen Aktienindex. Ein Ungleichgewicht ist erst nach ca. 17 Quartalen abgebaut. Diese lange Reaktionsdauer unterstreicht, dass die gefundene Gleichgewichtsbeziehung ökonomisch nur von geringem Gewicht ist. Am aktuellen Rand (1. Quartal 2004) liegt nahezu ein Gleichgewicht zwischen realer Aktienindex und realer BIP vor.

Dr. Michael Schröder,  
schroeder@zew.de

Grafik 2: Stabilität der Kointegrationsbeziehung (5%-Signifikanzniveau)



Grafik 3: Stabilität der Parameter der Kointegrationsgleichung (5%-Signifikanzniveau)



# Die Unabhängigkeit der ungarischen Zentralbank im ESZB

*Mit der Diskussion um die Veränderung des ungarischen Zentralbankgesetzes wird deutlich, dass das Konzept der Zentralbankautonomie zwar mit seiner Verankerung im EG-Vertrag allgemein anerkannt ist. Das genaue Ausmaß der Zentralbankunabhängigkeit ist dagegen schwierig zu bestimmen, wobei nicht zuletzt die weiteren Rahmenbedingungen den Unterschied zwischen gesetzlicher und faktischer Unabhängigkeit ausmachen.*

Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft schreibt die Unabhängigkeit der nationalen Zentralbanken, die Mitglieder des Systems Europäischer Zentralbanken (ESZB) sind, fest. Jeder Mitgliedstaat muss sicherstellen, dass seine Rechtsvorschriften diesem Anspruch genügen. Verständlich wird diese Forderung, wenn man bedenkt, dass die Präsidenten der nationalen Zentralbanken Mitglied des (Erweiterten) EZB-Rats sind. Wenn beispielsweise ein Mitglied eines EZB-Organs seine Entscheidungen unabhängig treffen soll, sollte es nicht auf nationaler Ebene politischem Einfluss ausgesetzt sein.

Wie die Forderung nach Unabhängigkeit umgesetzt wird, liegt jedoch in der Verantwortung jedes einzelnen EU-Mitgliedstaats. Verändert ein Land sein Zentralbankgesetz oder das Statut der Notenbank, wird die EZB im Vorfeld konsultiert. Das ungarische Finanzministerium hat nun einen Vorschlag zur Reform des Zentralbankgesetzes mit dem Ziel vorgelegt, die Erreichung und den Erhalt von Preisstabilität zu erleichtern. Unter anderem ist vorgesehen, dass der Zentralbankpräsident nur noch vier Mitglieder des Zentralbankrats benennt. Die drei bis fünf weiteren Mitglieder würden durch den Premierminister nominiert.

Besondere Bedeutung erhält der Änderungsvorschlag vor dem Hintergrund

der wirtschaftlichen Situation der ungarischen Volkswirtschaft. Ungarn wird 2004 voraussichtlich eine relativ hohe Inflationsrate (6,5 v.H.) aufweisen (Konvergenzbericht der EZB, S. 83) und die EZB fordert in ihrem Konvergenzbericht 2004 (S. 63) einen „nachhaltigen und glaubwürdigen Kurs zur Konsolidierung der öffentlichen Finanzen“. Insgesamt ist ein Inflationsdruck zu verzeichnen, dem die ungarische Zentralbank mit entsprechend hohen Zinsen begegnet. Diese Hochzinspolitik wirkt sich jedoch ungünstig auf den Schuldendienst der Regierung aus. Vor diesem Hintergrund wird deutlich, warum Zentralbankunabhängigkeit notwendig ist, um das Ziel einer niedrigen Inflationsrate zu sichern. Könnte die ungarische Regierung Einfluss auf die Geldpolitik nehmen, würde dies eine Versuchung darstellen, die Zinsen zu senken, um den Schuldendienst zu verringern. Dies würde jedoch mit einer zukünftig höheren Inflationsrate einhergehen.

Der Einfluss der Regierung muss sich jedoch nicht direkt durch politische Einflussnahme äußern. Eine andere Möglichkeit besteht darin, über die persönliche Abhängigkeit der Zentralbanker auf die Geldpolitik einzuwirken. Wenn die Regierung in der Lage ist, die Zentralbanker auszuwählen, dann kann sie versuchen, den künftigen Kurs der Zentralbankpolitik zu beeinflussen, indem sie Personen be-

nennt, die vermutlich die gleichen Präferenzen wie die Regierung in Bezug auf die Inflationsrate aufweisen. Aus diesem Grund könnte die Änderung des ungarischen Zentralbankgesetzes auch als Versuch gesehen werden, eine Einflussnahme der Regierung auf die Geldpolitik der Zentralbank zu ermöglichen. Diese Betrachtungsweise wird vor allem dadurch nahe gelegt, dass die Reform vor allem die personelle Unabhängigkeit der ungarischen Zentralbanker betrifft. Die „Regierungsseite“ kann nach dem Vorschlag zahlenmäßig durchaus stärker sein als die „Zentralbankseite“. Dies würde für einen Versuch der Einflussnahme sprechen. Auf der anderen Seite erfolgt beispielsweise bei der Deutschen Bundesbank, die den Ruf einer großen Unabhängigkeit genießt, die Auswahl der Mitglieder des Vorstands ebenfalls durch die Bundesregierung und den Bundesrat, wobei der Vorstand der Bundesbank anzuhören ist. Allerdings ist zu bedenken, dass sich die ungarische Zentralbank einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld gegenüber sieht. Die EZB kommt in ihrer Bewertung der Reform (CON/2004/35) zu dem Schluss, dass die bisherige Regelung den Anforderungen der Zentralbankunabhängigkeit genügt. Aus dieser Sicht wären die Änderungen also nicht notwendig. Während also die Gesetzesgrundlage der Bewertung der ungarischen Zentralbank als einer unabhängigen Institution nicht entgegensteht, wird sich zeigen, ob die Unabhängigkeit auch faktisch besteht.

Dr. Katrin Ullrich  
ullrich@zew.de

# ZEW

Zentrum für Europäische  
Wirtschaftsforschung GmbH

IMPRESSUM

ZEW Konjunkturreport, erscheint vierteljährlich.

Herausgeber: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW) Mannheim, L 7, 1 · 68161 Mannheim · Postanschrift: Postfach 10 34 43 · 68034 Mannheim · Internet: www.zew.de  
Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Wolfgang Franz (Präsident)

Redaktion: 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

Dr. Katrin Ullrich, Telefon 0621/1235-145, Telefax 0621/1235-223, E-Mail: ullrich@zew.de

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise): mit Quellenangabe und Zusendung eines Belegexemplars

© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2004