



**OECD
Wirtschaftsberichte
Euroraum**



OECD-Wirtschaftsberichte

Euroraum

2007



ORGANISATION FÜR WIRTSCHAFTLICHE ZUSAMMENARBEIT UND ENTWICKLUNG

ORGANISATION FÜR WIRTSCHAFTLICHE ZUSAMMENARBEIT UND ENTWICKLUNG

Die OECD ist ein in seiner Art einzigartiges Forum, in dem die Regierungen von 30 demokratischen Staaten gemeinsam daran arbeiten, den globalisierungsbedingten Herausforderungen im Wirtschafts-, Sozial- und Umweltbereich zu begegnen. Die OECD steht auch in vorderster Linie bei den Bemühungen um ein besseres Verständnis der neuen Entwicklungen und der dadurch ausgelösten Befürchtungen. Sie hilft den Regierungen dabei, diesen neuen Gegebenheiten Rechnung zu tragen, indem sie Untersuchungen zu Themen wie Corporate Governance, Informationswirtschaft oder Probleme der Bevölkerungsalterung durchführt. Die Organisation bietet den Regierungen einen Rahmen, der es ihnen ermöglicht, ihre Politikerfahrungen auszutauschen, nach Lösungsansätzen für gemeinsame Probleme zu suchen, empfehlenswerte Praktiken aufzuzeigen und auf eine Koordinierung nationaler und internationaler Politiken hinzuarbeiten.

Die OECD-Mitgliedstaaten sind: Australien, Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Island, Italien, Japan, Kanada, Korea, Luxemburg, Mexiko, Neuseeland, die Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Schweiz, die Slowakische Republik, Spanien, die Tschechische Republik, Türkei, Ungarn, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten. Die Kommission der Europäischen Gemeinschaften nimmt an den Arbeiten der OECD teil.

Über die OECD-Veröffentlichungen finden die Arbeiten der Organisation weite Verbreitung. Letztere erstrecken sich insbesondere auf Erstellung und Analyse statistischer Daten und Untersuchungen über wirtschaftliche, soziale und umweltpolitische Themen sowie die von den Mitgliedstaaten vereinbarten Übereinkommen, Leitlinien und Standards.

Das vorliegende Dokument wird unter der Verantwortung des Generalsekretärs der OECD veröffentlicht. Die darin zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Argumente spiegeln nicht zwangsläufig die offizielle Einstellung der Organisation oder der Regierungen ihrer Mitgliedstaaten wider.

Originalfassungen veröffentlicht unter dem Titel:

OECD Economic Surveys – Euro Zone

Études économiques de l'OCDE – Zone euro

Übersetzung durch den Deutschen Übersetzungsdienst der OECD

© OECD 2007

Nachdruck, Kopie, Übertragung oder Übersetzung dieser Veröffentlichung nur mit schriftlicher Genehmigung. Diesbezügliche Anträge sind zu richten an: OECD Publishing: rights@oecd.org oder per Fax: 33 1 45 24 99 30. Die Genehmigung zur Kopie von Teilen dieses Werks ist einzuholen beim Centre Français d'exploitation du droit de Copie (CFC), 20 rue des Grands-Augustins, 75006 Paris, Frankreich, Fax: 33 1 46 34 67 19 (contact@cfcopies.com) oder (für die Vereinigten Staaten) beim Copyright Clearance Center Inc. (CCC), 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923, USA, Fax: 1 978 646 8600, info@copyright.com.

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	8
Gesamtbeurteilung und Empfehlungen	11
Kapitel 1 Mit der Diversität umgehen	19
Jüngste Wirtschaftsentwicklung	20
Ist die Währungsunion der Wirtschaftsunion förderlich?	29
Den durch die Gemeinschaftswährung erzielten Vorteilen steht ein Mangel an Widerstandsfähigkeit gegenüber	38
Resümee: Für ein besseres Funktionieren der Währungsunion sorgen	41
Anmerkungen	44
Literaturverzeichnis	45
<i>Anhang 1.A1</i> Kriterien für den Beitritt zum Euro-Währungsgebiet	47
Kapitel 2 Geldpolitik	51
Der geldpolitische Kurs	52
Die globalen Ungleichgewichte könnten sich negativ auf den Euroraum auswirken	58
Die Transmissionsmechanismen könnten gestärkt werden	64
Die Rolle der Geldmengenaggregate in der Geldpolitik	67
Anmerkungen	74
Literaturverzeichnis	76
<i>Anhang 2.A1</i> Gesamt- und Kerninflation: Was folgt worauf?	79
<i>Anhang 2.A2</i> Ist die Geldmenge ein sinnvoller Indikator?	84
Kapitel 3 Die Fiskalpolitik wieder auf Kurs bringen	89
Seit 1999 hat sich die euroraumweite Haushaltsposition nicht verbessert	90
Es bedarf politischer Kursänderungen	97
Schlussbetrachtungen: Eine äußerst schwierige Aufgabe für nationale und EU-Behörden	114
Anmerkungen	116
Literaturverzeichnis	116
Abkürzungen	119

Kästen

1.1	Hat die Währungsunion Strukturreformen erleichtert oder behindert?	30
2.1	Wo entsprechen die Leistungsbilanzen nicht dem „normalen“ Muster?	62
2.2	Was tun, wenn eine Politik nicht für alle passt?	66
2.3	Sollten die Zentralbanken auf Vermögenspreishaussen reagieren?	72
3.1	Haushaltssanierung ohne gravierende Nachteile	105
3.2	Mehrjährige nationale Ausgabengrenzen würden den SWP sinnvoll ergänzen ...	108
3.3	Strukturreformen und Haushalt: kleine kurzfristige Nachteile – große langfristige Vorteile	109
3.4	Wann könnten Strukturreformen eine vorübergehende Lockerung der fiskalischen Zielvorgaben rechtfertigen?	110
3.5	Die politische Ökonomie der Haushaltskonsolidierung: Wie hoch sind die Kosten der Untätigkeit?	111

Tabellen

1.1	Nachfrage und Produktion	20
1.2	Beschäftigungswachstum	22
1.3	Kurzfristiger Ausblick	26
1.4	Langfristige Szenarien	29
1.5	Streuung der realen BIP-Wachstumsraten	32
1.6	Summarische Indikatoren für die EU10-Länder	37
2.1	Inflationsmessgrößen	53
2.2	Veränderung der Nettoauslandspositionen	58
2.A.1.1	Parameterschätzungen der Gesamt- und Kerninflationgleichungen	80
2.A.2.1	Inflationsprognosefehler	87
3.1	Die Schuldenquote dürfte im Euroraum mittelfristig hoch bleiben	92
3.2	Projizierte Veränderungen bei den öffentlichen Ausgaben für Gesundheit, Langzeitpflege und Renten	93
3.3	Stellung der Euroländer hinsichtlich des reformierten SWP	100
3.4	Geplantes Tempo der Fortschritte bei der Erreichung der mittelfristigen Ziele für die öffentlichen Finanzen	102
3.5	Große strukturelle Primärüberschüsse sind zur Stabilisierung der Verschuldung notwendig	107
3.6	Die vier Szenarien	105
3.7	Geschätzte Fehlerkorrekturgleichung für den Quotienten der Primärausgaben ...	109
3.8	Die Politikkosten einer Verschiebung der Konsolidierung sind in vielen Ländern hoch	112
3.9	Kreditratings und Spreads spiegeln die fiskalischen Bedingungen wider	113

Abbildungen

1.1	Beiträge zum BIP-Wachstum	21
1.2	Exportleistung	21
1.3	Arbeitsmarktindikatoren	22
1.4	Sparquote der privaten Haushalte	24
1.5	Kurzfristige Indikatoren	25
1.6	Das Einkommensgefälle	27
1.7	Unterschiede im Pro-Kopf-BIP und ihre Aufschlüsselung	28
1.8	Produktmarktregulierung	29
1.9	Unterschiede bei Wachstum und Inflation	31
1.10	Streuung des Preisniveaus und der Lohnstückkosten	32
1.11	Binnen- und Außenhandel	33
1.12	Grenzüberschreitende Kreditvergabe durch Finanzinstitute	35
1.13	Abflüsse ausländischer Direktinvestitionen aus den Euroländern	36
1.14	Ein Vergleich der Konjunkturerholungsphasen	39

1.15	Realer effektiver Wechselkurs und Bruttoexporte	41
1.16	Relative Lohnstückkostenniveaus in der Industrie	42
2.1	Die Inflation blieb relativ stabil	52
2.2	Beiträge zur Inflation	53
2.3	Industrielle Erzeugerpreise	54
2.4	Das Geldmengen- und Kreditwachstum hat zugenommen	55
2.5	Starke Unterschiede beim Anstieg der Wohnimmobilienpreise innerhalb der Union	56
2.6	Restriktivere monetäre und finanzielle Bedingungen	57
2.7	Leistungsbilanzsalden weltweit	59
2.8	Ersparnis und Investitionen	60
2.9	Wo entsprechen die Leistungsbilanzen nicht dem „normalen“ Muster?	62
2.10	Die Umlaufgeschwindigkeit ist variabler geworden	70
2.A1.1	Effekt eines 50%igen Anstiegs der Ölpreise auf die Inflationsrate	81
2.A1.2	Inflationsprognosen	82
3.1	Fiskalindikatoren	91
3.2	Die Fiskalpolitik war prozyklisch	94
3.3	Die Ausgabenquote ist in vielen Ländern gesunken	95
3.4	Konsum- und Transferzahlungen machen einen wachsenden Anteil der öffentlichen Ausgaben aus	95
3.5	Die Steuern und Abgaben auf den Faktor Arbeit sind gesenkt worden	96
3.6	Erreichung eines ausgeglichenen Haushalts: gute Vorsätze Jahr für Jahr	98
3.7	Mit Ausnahme Belgiens weisen Länder mit hohem Schuldenstand in der Regel größere Defizite auf	104
3.8	Pro-Kopf-Verbrauch nach verschiedenen Szenarien	106

Dieser Bericht wird unter der Verantwortung des OECD-Prüfungsausschusses für Wirtschafts- und Entwicklungsfragen (EDRC) veröffentlicht, dem die Prüfung der Wirtschaftslage der Mitgliedsländer obliegt.

Die Wirtschaftslage und -politik des Euroraums wurden am 23. Oktober 2006 vom Ausschuss geprüft. Nach Überarbeitung im Anschluss an diese Prüfung wurde der Bericht in seiner vom gesamten Ausschuss vereinbarten Form am 13. Dezember 2006 endgültig angenommen.

Der Berichtsentwurf des OECD-Sekretariats wurde für den Ausschuss von David Rae und Boris Cournède unter der Leitung von Peter Hoeller erstellt.

Der letzte Wirtschaftsbericht über den Euroraum erschien im September 2005.

STATISTISCHE ECKDATEN 2005

Euroraum Ver. Staaten Japan

LAND UND BEVÖLKERUNG

Fläche (1 000 km ²)	2 456	9 167	395
Gesamtbevölkerung (Mio.)	313.6	296.4	127.8
Einwohnerzahl je km ²	128	32	323
Bevölkerungswachstum (1995-2005, Jahresdurchschnitt in %)	0.4	1.1	0.2
Erwerbsbevölkerung (Mio.)	147.9	149.3	66.5
Arbeitslosenquote (in %)	8.6	5.1	4.4

WIRTSCHAFTSTÄTIGKEIT

BIP (Mrd. US-\$, zu laufenden Preisen und Wechselkursen)	9 947.6	12 397.9	4 559.0
Pro-Kopf-BIP (US-\$, zu laufenden Preisen und KKP)	29 848	41 789	30 541
In Prozent des BIP:			
Bruttoanlageinvestitionen	20.5	19.5	23.2
Ausfuhr von Gütern und Dienstleistungen	20.2	10.5	14.3
Einfuhr von Gütern und Dienstleistungen	19.1	16.2	12.9

ÖFFENTLICHE FINANZEN (in % des BIP)

Sektor Staat: Einnahmen	44.5	32.7	30.3
Ausgaben	47.5	36.6	37.0
Saldo	-2.4	-3.7	-5.2
Öffentliche Bruttoverschuldung (Jahresende)	77.5	61.8	173.1

WECHSELKURS (Landeswährung/Euro)

Durchschnitt 2005	1.24	136.9
Oktober 2006	1.26	149.7

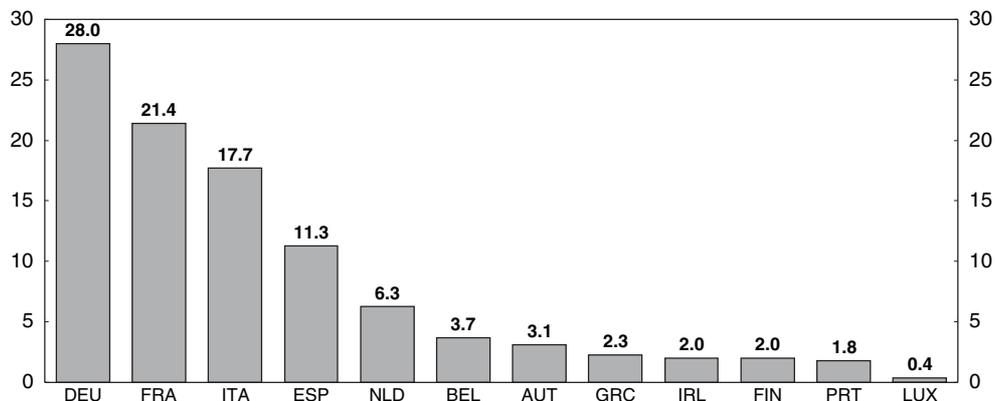
EURORAUM – WARENHANDEL MIT DEM AUSLAND (wichtigste Partner, in % der Gesamtströme, 2004)

	Export	Import
Dänemark, Schweden, Vereinigtes Königreich	22.9	17.4
Neue EU-Mitgliedstaaten	11.0	9.8
Übriges Europa	16.8	15.9
OECD-Amerika	17.4	12.6
OECD-Asien/Pazifik	5.5	8.6
Dynamische Nicht-OECD-Länder in Asien ¹ sowie China	7.8	14.4

1. Chinesisch Taipeh, Hongkong (China), Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur und Thailand.

ANTEIL AM BIP DES EURORAUMS

Laufende Marktpreise, 2005



Zusammenfassung

Nach mehreren Fehlstarts hat der Wirtschaftsaufschwung nun Tritt gefasst. Die gesamtwirtschaftliche Tätigkeit war 2006 kräftig, die Unternehmen wie auch die privaten Haushalte blicken mit größerer Zuversicht in die Zukunft, die Unternehmensinvestitionen haben angezogen, und die Arbeitslosigkeit ist zum ersten Mal seit 2001 auf unter 8% gesunken. Es gibt ermutigende Anzeichen dafür, dass der Aufschwung an Breite gewinnt und auch den privaten Konsum erfasst. Wenn darüber hinaus die Strukturreformen fortgesetzt werden, wird der Aufschwung dauerhaft und selbsttragend werden, eine Aussicht, die auch durch die gesunde Finanzverfassung von Unternehmen und privaten Haushalten sowie günstige Finanzierungsbedingungen untermauert wird. Das alles sind gute Nachrichten, die aber relativiert werden sollten. Die für 2007 und 2008 projizierte jährliche Wachstumsrate von rd. 2¼% nimmt sich im OECD-Vergleich immer noch bescheiden aus, wenn der Wachstumsabstand, auf Pro-Kopf-Basis gemessen, auch geringer ausfällt. Gleichwohl könnte es noch bis 2008 dauern, bevor der Kapazitätsüberhang in der Wirtschaft vollständig absorbiert ist.

Da der Aufschwung nunmehr im Gange ist, kann sich das Augenmerk wieder verstärkt auf die längerfristigen Herausforderungen des Euroraums richten: das schwache Potenzialwachstum und die durch Strukturmängel bedingte unzureichende Schockresistenz. Die ersten Jahre der Währungsunion haben gezeigt, dass weniger flexible Volkswirtschaften schwere Zeiten durchzustehen haben und nicht den vollen Nutzen aus der Gemeinschaftswährung ziehen können. Strukturelle Rigiditäten wirken tendenziell wachstumsmindernd, sie sorgen für eine größere Inflationspersistenz und verringern die Kapazität einer Volkswirtschaft, Schocks zu absorbieren. Einige Länder sind flexibler als andere, und dies ist ein wichtiger Punkt, weil es bedeutet, dass die gemeinsame Geldpolitik häufig für manche zu locker und für andere wiederum zu restriktiv ist. Aus diesem Grund wäre die Gemeinschaftswährung für alle Beteiligten von größerem Nutzen, wenn Strukturreformen umgesetzt würden, die die Flexibilität der Volkswirtschaften erhöhen und eine stärkere Integration bewirken.

Zu den Politikprioritäten auf nationaler und europäischer Ebene zählen: a) Abbau der Rigiditäten an den Arbeitsmärkten, damit die Volkswirtschaften den Wandel besser bewältigen können: Ein Schlüsselement hierbei ist eine größere Lohnflexibilität; b) Intensivierung des Wettbewerbs, namentlich im geschützten Dienstleistungssektor, um die Inflation weniger persistent zu machen und etwas Druck von der Geldpolitik zu nehmen; und c) Fortsetzung der Integration und Entwicklung der Finanzmärkte. Einige Länder sind mit Strukturreformen bereits weit vorangekommen und weisen folglich gute Ergebnisse auf. Andere müssen hier noch einiges aufholen.

Der Geldpolitik ist es gelungen, die Inflationserwartungen trotz des Energiepreisschocks um das Ziel der Preisstabilität zu verankern. Die der Strategie der EZB zu Grunde liegenden monetären und wirtschaftlichen Analysen sollen einander ergänzen und dienen dem Zweck, tiefere Aufschlüsse über die Risiken für die Preisstabilität zu verschiedenen Zeithorizonten zu erhalten, damit gewährleistet ist, dass die zweckmäßigsten geldpolitischen Entscheidungen getroffen werden. Der Politikrahmen birgt jedoch Herausforderungen in Bezug auf die Kommunikation, und die EZB sollte sich um eine weitere Verbesserung ihrer Kommunikationsstrategie bemühen.

Der Aufschwung bietet eine optimale Gelegenheit, die Fiskalpolitik wieder auf Kurs zu bringen. Die Haushaltspläne entsprechen nicht dem, was zur Gewährleistung der langfristigen Tragfähigkeit der Systeme der sozialen Sicherung notwendig wäre. Die Mitgliedstaaten müssen größere

Anstrengungen zur Erzielung ausgeglichener Haushalte und zum Schuldenabbau unternehmen. Ein wichtiger Beitrag zur Realisierung dieses Ziels würde in einer Verbesserung der Haushaltsplanungsverfahren und der nationalen Budgetrahmen bestehen, z.B. mit Ausgaben-, Defizit- und Schuldenzielen, mehr Transparenz und einer stärkeren mittelfristigen Fokussierung. Es ist noch zu früh, um zu beurteilen, ob die Revisionen des Stabilitäts- und Wachstumspakts von 2005 darauf hingewirkt haben. Sie könnten jedoch potenziell bessere Haushaltsergebnisse hervorbringen, weil dadurch die Identifikation der Mitgliedstaaten mit dem Pakt gestärkt werden dürfte. Er könnte durch diese Überarbeitung jedoch auch an Wirksamkeit eingebüßt haben, indem ein Aufschub von Anpassungen leichter gemacht wurde. Daher ist es wichtig, den Pakt ohne Abstriche umzusetzen.

Gesamtbeurteilung und Empfehlungen

Die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) hat die Prosperität gefördert und die wirtschaftliche Integration vorangebracht. Der Euroraum insgesamt wies jedoch ein niedriges Wachstum und eine mangelnde Widerstandskraft auf. Diese beiden Probleme hängen miteinander zusammen. Viele der wachstumshemmenden strukturellen Rigiditäten beeinträchtigen auch die Kapazität der Wirtschaft, Schocks zu absorbieren. In der öffentlichen Debatte wurde die Gemeinschaftswährung häufig für das schlechte Abschneiden der Union in diesen beiden Bereichen verantwortlich gemacht. Diese Kritik geht jedoch in die falsche Richtung. Die Wirtschaftsprobleme sind größtenteils struktureller Art, und ihre Lösung liegt daher weitgehend in den Händen der Regierungen der einzelnen Mitgliedstaaten. Die prioritäre Politikherausforderung für den Euroraum besteht somit darin, Wachstum und Resistenz durch eine erhöhte Flexibilität der Wirtschaft zu stärken. Die zweite Herausforderung ist, die Fiskalpolitik wieder auf Kurs zu bringen. Die Bevölkerungsalterung wird das Wachstum in den nächsten Jahrzehnten bremsen und weitreichende Auswirkungen auf die Fiskalpolitik in sämtlichen Ländern des Euroraums haben. Dieser Bericht befasst sich mit all diesen Themen, richtet aber besonderes Augenmerk auf die makroökonomischen Faktoren. Die eher strukturellen Aspekte werden in größeren Einzelheiten 2007 im Wirtschaftsbericht über die Europäische Union behandelt.

Der Aufschwung ist im Gange und wird robuster

Die jüngsten Konjunkturdaten sind ermutigend und verheißen für die unmittelbare Zukunft eine positive Entwicklung. Der Wirtschaftsaufschwung ist eindeutig in Gang gekommen, und es gibt Anzeichen dafür, dass er nunmehr auch den Haushaltssektor zu erfassen beginnt. Das Wachstum lag im ersten Halbjahr 2006 deutlich über der Potenzialrate, wobei die Hauptimpulse von den wieder stärker anziehenden Unternehmensinvestitionen ausgingen. Offenbar kommt die aufgestaute Investitionsnachfrage, die 2005 wegen wirtschaftlicher und politischer Ungewissheiten zurückgehalten worden war, nun zum Tragen. Die Konjunkturbelebung vollzog sich auf breiter Grundlage, und die meisten Mitgliedstaaten verzeichneten ein solides Expansionstempo. Die Beschäftigungszunahme hat sich ebenfalls beschleunigt, wenn auch nur geringfügig, und die Arbeitslosenquote ist auf unter 8% gesunken. Zwar hat sich das Geschäfts- und das Konsumklima gegenüber den Mitte 2006 erreichten Höchstständen etwas abgeschwächt, es bleibt jedoch auf relativ hohem Niveau. Die Auftragseingänge sind rege, und die Beschäftigungsaussichten sind so positiv, wie seit vielen Jahren nicht mehr. Diese Faktoren deuten alles in allem darauf hin, dass die Wachstumsraten auf kurze Sicht nahe an oder geringfügig über der Potenzialrate liegen werden. In der weiteren Zukunft hängt die Nachhaltigkeit des Aufschwungs vom Verhalten der Verbraucher und von Fortschritten bei den Strukturreformen ab. So lange es nicht zu weiteren negativen Schocks kommt, dürfte die Ausgabenbereitschaft der Verbraucher zunehmen, wenngleich die Ausweitung des Konsums durch das relativ bescheidene Lohnwachstum begrenzt werden könnte. Zudem wird der Konsumpfad vielleicht nicht gradlinig verlaufen, da der Konsum in Deutschland durch die im Januar 2007 bevorstehende Mehrwertsteuererhöhung gedämpft werden dürfte. Es gibt natürlich noch immer Risiken. Diese betreffen hauptsächlich eine über Erwarten starke Konjunkturabschwächung in den Vereinigten Staaten, eine erneute Ölpreishausse, einen Einbruch der Bautätigkeit im Zuge einer Verschlechterung an den Wohnungsmärkten und eine abrupte Aufwertung des Euro, falls globale Leistungsbilanzungleichgewichte zu einer Wechselkursneuordnung führen sollten. Andererseits könnten die Ölpreise aber auch nachgeben, was die Realeinkommen und den Konsum stimulieren würde, und die der

Investitionsbelegung zu Grunde liegende Dynamik könnte stärker sein als angenommen. Das am ehesten wahrscheinliche Szenario für den Euroraum ist indessen ein weiterhin etwas über der Potenzialrate liegendes Wachstum, und in diesem Fall dürfte der Kapazitätsüberhang in der Wirtschaft spätestens bis 2008 vollständig absorbiert sein. So gesehen könnten schon bald wieder Angebotsengpässe auftreten. Ob der Aufschwung selbsttragend wird, hängt auch von der Bereitschaft der Euroländer ab, Strukturreformen zur angebotsseitigen Stärkung durchzuführen, namentlich solche, die auf eine Stimulierung von Erwerbsbeteiligung, Wettbewerb und Innovationen abzielen, denn sie sind nötig, um die Achillesferse des Euroraums, d.h. das langsame Potenzialwachstum, zu beheben.

Eine wichtige Frage lautet, weshalb es so lange gedauert hat, bis der Aufschwung Tritt fasste. Andere OECD-Volkswirtschaften sind leichter mit internationalen Turbulenzen fertig geworden. Gewiss hatte der Euroraum infolge der Währungsaufwertung und des gedrückten Vertrauensklimas stärkere Gegenwinde zu spüren bekommen, die vielleicht z.T. durch politische Ungewissheiten, vor allem bezüglich der Wirtschaftsreformen, hervorgerufen wurden. Aber gleichwohl hat die durch strukturelle Rigiditäten bedingte relativ schwache Resistenz die Kapazität der Wirtschaft beeinträchtigt, sich von negativen Schocks rasch zu erholen. Ferner sind die Märkte in einigen Ländern flexibler als in anderen, so dass sich die Makropolitik in der gesamten Union unterschiedlich auswirkt. Die unzureichende Flexibilität hindert den Euroraum daran, die Vorteile der Wirtschafts- und Währungsunion voll zu nutzen. Eine raschere Umsetzung der nationalen Reformprogramme im Rahmen der revidierten Lissabon-Strategie würde weitgehend zur Behebung dieser Mängel beitragen.

Die Wirtschafts- und Währungsunion brachte insgesamt Vorteile

Die Einführung der Gemeinschaftswährung brachte zweifellos Vorteile. Damit waren zwei grundlegende Ziele verfolgt worden: die Gewährleistung der Preisstabilität und die Förderung der wirtschaftlichen Integration. Bezüglich des erstgenannten Ziels war sie ein klarer Erfolg, namentlich in jenen Ländern, die traditionell eine hohe Inflation und eine erratische Geldpolitik aufwiesen. Die Inflation entwickelte sich stabil, und die Inflationserwartungen blieben trotz der starken Energiepreisschocks fest verankert.

Was das zweite Ziel betrifft, so hat die Wirtschafts- und Währungsunion die wirtschaftliche Integration gefördert, wobei aber in einigen Bereichen mehr Fortschritte erzielt wurden als in anderen. Die Konjunkturzyklen verlaufen mittlerweile stärker synchron, und das Spektrum der in den einzelnen Ländern des Euroraums verzeichneten Wachstums- und Inflationsraten entspricht im Großen und Ganzen den regionalen Unterschieden in anderen Teilen der OECD, wie sie z.B. zwischen den Bundesstaaten oder Provinzen in den Vereinigten Staaten, Kanada und Australien festzustellen sind. Die einheitliche monetäre Politik kann solche länderspezifischen Unterschiede im Euroraum nicht beheben. Die Divergenzen bei der Wirtschaftsleistung sind im Euroraum persistenter, hauptsächlich wegen der so unterschiedlichen Potenzialwachstumsraten. Das Inflationsgefälle besteht ebenfalls hartnäckig fort, was ein für die Europäische Währungsunion charakteristisches Phänomen zu sein scheint. Ob dies problematisch ist, hängt von den diesem Phänomen zu Grunde liegenden Ursachen ab und muss von Land zu Land evaluiert werden. So stellt z.B. ein durch einen Aufholprozess bedingtes Inflationsgefälle kein Problem dar, solange dem Produktivitätssteigerungen im Sektor der international handelbaren Güter gegenüberstehen. Darüber hinaus weist das Preisniveau im Euroraum durchschnittlich eine konvergierende und keine divergierende Tendenz auf. Mehr Anlass zu Besorgnis gibt die Tatsache, dass die Lohnstückkosten in einigen wenigen Ländern den Durchschnitt des Euroraums überschritten haben, was letzten Endes die Wettbewerbsfähigkeit und das Wachstum beeinträchtigt.

Die Handels-, Investitions- und Finanzverflechtungen werden stärker

Die Währungsunion förderte auch stärkere Wirtschaftsverflechtungen durch den Handel. Empirische Befunde deuten darauf hin, dass die WWU bislang eine Expansion des Handels im Euroraum um rd. 5-15% bewirkt hat, und die langfristigen Effekte könnten sogar noch größer sein.

Der Binnenhandel mit Dienstleistungen verharrt jedoch auf einem sehr geringen Niveau. Diesbezüglich würde das Inkrafttreten der Dienstleistungsrichtlinie ein positives Element darstellen, auch wenn eine ehrgeizigere Fassung zu wünschen gewesen wäre. Solche Produktmarktreformen tragen dazu bei, durch eine Verstärkung des Wettbewerbs in geschützten Sektoren ökonomische Renten zu verringern. Bei den Finanzmärkten hat die Integration seit 1999 Fortschritte gemacht, namentlich was Finanzdienstleistungen für Firmenkunden betrifft. Beim Privatkundengeschäft und den Hypothekenkrediten sind die Märkte jedoch hauptsächlich wegen der unterschiedlichen nationalen Bestimmungen nach wie vor fragmentiert, wobei allerdings mehrere Initiativen zur Behebung dieser Probleme eingeleitet wurden. Was schließlich Direktinvestitionen zwischen Mitgliedsländern des Euroraums betrifft, so hat der hierauf entfallende Anteil an den gesamten Direktinvestitionen nur geringfügig zugenommen, in jüngerer Zeit gab es jedoch ermutigende Anzeichen für eine Belebung der grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen.

Wegen mangelnder Flexibilität kommen die Vorteile der Wirtschafts- und Währungsunion nicht voll zum Tragen

Eine wichtige Lehre aus den Anfangsjahren der Wirtschafts- und Währungsunion lautet, dass resistente Volkswirtschaften in der Regel prosperieren, während andere, denen es an Flexibilität mangelt, schwere Zeiten durchzustehen haben. Der wichtigste automatische Ausgleichsmechanismus – die Wettbewerbsfähigkeit – wurde nur langsam wirksam. Hierdurch kann es in einigen Ländern zu Boom-Bust-Zyklen und in anderen zu einer Konjunkturschwäche kommen. Es ist wichtig, an diese Lehren zu denken, wenn die Europäische Union eine umfassende Erweiterungswelle einleitet, die mit dem Beitritt Sloweniens im Jahr 2007 beginnt, wonach mehrere andere Länder einen Beitritt in den darauffolgenden Jahren planen. Daher sollte die Priorität für die derzeitigen und künftigen Mitgliedstaaten darin bestehen, für flexible und wettbewerbsfähige Märkte zu sorgen, damit eine rasche Anpassung nach wirtschaftlichen Schocks und eine wirksamere Reaktion auf die makroökonomische Politik gefördert wird. Zu den wichtigsten Erfordernissen zählen:

- Lockerung der Beschäftigungsschutzbestimmungen für reguläre Arbeitsverträge in jenen Ländern, in denen sie Anpassungen an permanente Schocks behindern und namentlich dort, wo sie zum Entstehen eines zweiten Arbeitsmarkts geführt haben.
- Förderung der Lohnflexibilität. Tarifverhandlungen auf Betriebs- statt auf Sektorebene und die Kopplung der Lohnentwicklung an die Produktivität würden den Unternehmen helfen, Schocks durch eine Anpassung der Löhne und nicht der Beschäftigung zu absorbieren, und den Arbeitnehmern auch mehr Anreize zur Steigerung der Produktivität geben, weil sie mit zu den Gewinnern zählen würden. Elemente, die Lohnrigiditäten hervorrufen, wie Allgemeinverbindlicherklärungen (mit denen der Geltungsbereich spezifischer Tarifverträge auf weitere Teile der Wirtschaft ausgedehnt wird) und implizite oder explizite Indexbindungen sollten – wenn möglich – abgeschafft werden oder es sollte zumindest gewährleistet werden, dass die Lohnentwicklung eng an der Produktivität ausgerichtet wird. Reformen der sozialen Sicherungssysteme, insbesondere striktere Kriterien für den Leistungsanspruch und die Arbeitsuche in Verbindung mit einer effektiven Unterstützung bei der Arbeitsuche, könnten die Reagibilität der Löhne auf die Arbeitsmarktbedingungen erhöhen.
- Abbau von Hindernissen für die Arbeitskräftemobilität, zum Beispiel durch die Übertragbarkeit von Rentenansprüchen und die Anerkennung von Qualifikationen.
- Verringerung der Preisrigidität. Eine Stimulierung des Wettbewerbs durch den Abbau von unnötigen Produktmarktregulierungen und Hindernissen für den Binnenhandel würde zu Preisensenkungen beitragen und darauf hinwirken, dass die Inflationsrate stärker auf die Nachfrage reagiert. Das würde die Wahrscheinlichkeit vergrößern, dass die gegenwärtige Lohnmoderation an die Verbraucher weitergegeben und nicht mehr nur in höheren Gewinnspannen absorbiert wird.
- Weitere Öffnung der Finanzmärkte. Die Geldpolitik würde mehr Durchschlagskraft erhalten, wenn im Privatkundengeschäft mehr Wettbewerb gegeben wäre und wenn Regulierungsreformen es Haus- und Wohnungseigentümern erleichtern würden, Abschwungphasen durch

die Aufnahme von Krediten zu überbrücken. Dadurch würde sich auch die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass die Entwicklung in den einzelnen Ländern synchron verläuft, und ein stärker integrierter Finanzsektor würde die Wirtschaft resistenter gegenüber Kreditzyklen machen.

Die monetäre Politik reagiert auf den Inflationsdruck

Der Europäischen Zentralbank (EZB) ist es mit ihrer Geldpolitik gelungen, die Inflationserwartungen um die Zielvorgabe für die Preisstabilität zu verankern. Zwar hat die Inflation im Laufe des letzten Jahres etwas angezogen und um die Mitte 2006 einen Höchststand von 2,5% erreicht, doch hat sie seitdem wieder nachgegeben. Der Anstieg erklärt sich größtenteils durch die direkten Effekte der Energiepreishausse, die 2005 und 2006 rd. 1 Prozentpunkt zur Inflation beisteuerte. Die höheren Energiekosten beginnen auch die anderen Preise in die Höhe zu treiben, da sie in der gesamten Produktionskette weitergegeben werden. Auch wenn bislang kaum Zweit-rundeneffekte auf die Lohnentwicklung zu erkennen sind, signalisieren verschiedene Messgrößen der Kerninflation und der industriellen Erzeugerpreise doch das potenzielle Aufkommen inflationärer Spannungen innerhalb der nächsten ein bis zwei Jahre. Vor diesem Hintergrund hat die EZB seit Dezember 2005 geldpolitische Impulse entzogen. Die Zinssätze liegen immer noch unter dem Niveau, das den meisten Schätzungen zufolge einer neutralen Rate entsprechen würde, so dass die Geldpolitik nach wie vor konjunkturstützend wirkt.

Die EZB sollte ihre wirtschaftliche und monetäre Analyse weiter verfeinern und ihre Kommunikation verbessern

In diesem Straffungszzyklus hat die EZB bei ihren Mitteilungen das Schwergewicht auf die Geld- und Kreditaggregate gelegt. Die EZB macht geltend, dass das Geldmengenwachstum, das das nominale BIP-Wachstum seit 2003 um 10 Prozentpunkte übertroffen hat, mittelfristig Risiken für die Preisstabilität signalisiert. Die EZB ist nicht die alleinige Zentralbank, die die Geld- und Kreditentwicklung sehr aufmerksam beobachtet, aber einzigartig ist, dass sie diese Aggregate auf den Status einer der beiden Säulen ihrer geldpolitischen Strategie erhebt. Die EZB klärte die Rolle dieser Säule ihrer Geldpolitik im Jahr 2003 und beschreibt sie jetzt als ein Element, das zur Gegenprüfung der wirtschaftlichen Analyse (der anderen Säule) herangezogen wird und Informationen über die Aussichten für die Preisentwicklung in einer mittel- bis langfristigen Perspektive liefert. Es steht außer Zweifel, dass die Zentralbanken die monetäre Entwicklung überwachen und ihre Implikationen für die Preisstabilität evaluieren müssen. Jedoch stellt sich die Frage, welches Gewicht den monetären Indikatoren in Relation zu den anderen Indikatoren der künftigen Preisentwicklung gegeben werden sollte. Einige Kommentatoren sind der Ansicht, dass die EZB den monetären Indikatoren zu viel Gewicht beimisst, z.T. wegen der jüngsten noch nicht ganz erhärteten Befunde, wonach die Geld- und Kreditaggregate als Leitindikatoren für die monetäre Politik etwas an Verlässlichkeit eingebüßt haben könnten. Gleichzeitig finden einige andere kürzlich durchgeführte und zum Teil noch vorläufige Untersuchungen Belege für den Informationsgehalt des Geldaggregats im Hinblick auf die Inflation, namentlich über längere Zeithorizonte.

Die monetäre und die wirtschaftliche Analyse sollen einander ergänzen und dienen dem Zweck, tiefere Aufschlüsse über die Risiken für die Preisstabilität zu verschiedenen Zeithorizonten zu erhalten, damit gewährleistet ist, dass die zweckmäßigsten Politikentscheidungen getroffen werden. Mit ihrer Zweisäulenstrategie reagiert die EZB auf die Schwierigkeit, ein einziges Modell oder einen einzigen analytischen Rahmen mit der Möglichkeit zu finden, die wirtschaftliche und die monetäre Analyse in sinnvoller Weise zu integrieren. Die öffentliche Mitteilung ihrer geldpolitischen Entscheidungen innerhalb dieses Rahmens, der die Komplexität des Entscheidungsfindungsprozesses widerspiegelt, bringt jedoch Kommunikationsherausforderungen mit sich. Die EZB ist auf diese Herausforderungen eingegangen und hat inzwischen einen hohen Grad an Berechenbarkeit ihrer geldpolitischen Entscheidungen über kürzere Zeithorizonte erreicht. Andere Herausforderungen bestehen jedoch weiter. Vor diesem Hintergrund sollte die EZB ihre Kommunikations-

strategie besser ausgestalten, um mehr Klarheit zu gewährleisten. Was z.B. die wirtschaftliche Analyse betrifft, so könnte die EZB die Veröffentlichung detaillierterer von Experten des Eurosystems erstellter Projektionen und eine Verlängerung des Projektionszeitraums in Erwägung ziehen. Was die monetäre Analyse anbelangt, so sollte sie in näheren Einzelheiten und unter verstärktem Rückgriff auf quantitative Größen veranschaulichen, was das derzeitige Geldmengenwachstum für die zukünftige Inflation impliziert. Ganz allgemein sollte die EZB bestrebt sein, häufiger Gegenprüfungen von wirtschaftlicher und monetärer Analyse vorzunehmen und deren Integration zu verstärken.

Die Länder müssen sich auf die fiskalischen Auswirkungen der Bevölkerungsalterung vorbereiten

In einer Reihe von Ländern wird die Fiskalpolitik bei weitem nicht dem gerecht, was angesichts des mit der Bevölkerungsalterung einhergehenden Drucks auf die öffentlichen Finanzen erforderlich wäre. Auch wenn sich die fiskalischen Entwicklungen gegenüber anderen großen Volkswirtschaften vergleichsweise gut ausnehmen, so bleiben sie doch hinter den Ergebnissen der am besten abschneidenden Länder zurück. Seit der Euro-Einführung ist es im Fiskalbereich insgesamt gesehen nur zu geringen Verbesserungen gekommen, obwohl sich die Lage in einigen Ländern verbessert hat. Im gesamten Euroraum ist der in Relation zum BIP gemessene Schuldenstand nahezu unverändert geblieben, und das Haushaltsdefizit hat sich erhöht. 2005 wiesen fünf der zwölf Mitgliedstaaten, darunter die drei größten Volkswirtschaften, Defizite auf, die nahe bzw. über dem 3%-Grenzwert lagen. Positiv ist zu vermerken, dass weitere fünf Länder einen nahezu ausgeglichenen Haushalt bzw. einen Überschuss auswiesen. Wenngleich das Defizit für den Euroraum 2005 niedriger ausfiel als erwartet und das wohl auch 2006 der Fall sein wird, dürfte es noch einige Jahre dauern, bis der Euroraum einen nahezu ausgeglichenen oder im Überschuss befindlichen Haushalt erzielt, und auch dann nur, wenn größere Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung unternommen werden. Aus diesem Grund ist es wichtig, dass alle unerwarteten Steuermehreinnahmen in der Aufschwungphase zur Schuldenreduzierung verwendet werden. Da sich die öffentlichen Finanzen in der Mehrzahl der Länder noch nicht in einer langfristig tragbaren Position befinden, ist bei allen geplanten Steuerreformen oder Ausgabensteigerungen deren Wirkung auf die langfristige Tragfähigkeit zu berücksichtigen.

Die sich bietenden Möglichkeiten zur Konsolidierung sollten nicht verpasst werden

Die Stabilitätsprogramme von 2005 waren angesichts des konjunkturellen Aufschwungs nicht ehrgeizig genug. Die nationalen Haushaltspläne für 2006 wiesen wenig Verbesserungen gegenüber dem Vorjahr auf. Unter den Ländern, die sich nicht in einem Verfahren bei übermäßigem Defizit befinden, hatten nur wenige Anstrengungen vorgesehen, die über den im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgegebenen Richtwert einer jährlichen Anpassung von 0,5% des BIP hinausgehen. Gleichzeitig entsprach in den Ländern, gegen die ein Defizitverfahren eingeleitet worden war, die geplante Haushaltskonsolidierung im Großen und Ganzen den Bestimmungen des Pakts. Einer der Gründe für die Reformierung des Pakts im Jahr 2005 war, die Anreize zur Konsolidierung in Zeiten günstiger Konjunktur zu stärken. Deshalb sollten die Chancen im gegenwärtigen Aufschwung nicht vertan werden, und die Programme sollten besser spezifiziert und zügiger umgesetzt werden, als es 2005 der Fall war.

Der revidierte Pakt ist vernünftiger und lässt mehr Ermessensspielraum zu, was aber nicht zum Vorwand für den Aufschub schwieriger Entscheidungen genommen werden sollte

Die Änderungen, die am Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgenommen wurden, nachdem sein Umsetzungsmechanismus gescheitert war, führten zu Reformen bei den präventiven wie auch korrektiven Elementen mit dem Zweck, seine Glaubwürdigkeit und die Akzeptanz in den einzelnen Staaten zu erhöhen. Defizite von über 3% des BIP können in manchen Fällen toleriert werden,

und den Ländern steht mehr Zeit für deren Abbau zur Verfügung. Die neuen Regeln spezifizieren die besonderen Umstände, die zu berücksichtigen sind, darunter Strukturreformen, sowie alle „sonstigen einschlägigen Faktoren“, wobei allerdings Voraussetzung ist, dass die Verletzung der 3%-Defizitgrenze als geringfügig und vorübergehend erachtet wird. Seit der Reform von 2005 wurden jedoch alle Defizite von mehr als 3% des BIP als übermäßig angesehen, selbst wenn das Limit nur um eine geringe Marge überschritten wurde und ohne dass die Länder sonstige einschlägige Faktoren geltend machten. Die Mitgliedstaaten mit übermäßigem Defizit sind gehalten, strukturelle Korrekturen um jährlich mindestens 0,5% des BIP vorzunehmen, wobei etwaige Einmal- oder sonstige temporäre Maßnahmen außer Betracht bleiben. Was den präventiven Teil des Pakts für Länder ohne übermäßiges Defizit betrifft, so gilt für sie nicht die Auflage einer minimalen Budgetkorrektur, obwohl eine jährliche Anpassung von 0,5% des BIP als Richtwert vorgegeben wurde. Eine langsamere Anpassung kann in wirtschaftlich schwierigen Zeiten akzeptiert werden, während bei günstiger Wirtschaftsentwicklung größere Anstrengungen unternommen werden sollen. Hier kommen jedoch die Schwierigkeiten einer vorausschauenden Beurteilung der Konjunkturbedingungen ins Spiel. Daher ist ungewiss, ob der überarbeitete Pakt diesbezüglich die Erwartungen erfüllt oder ob sich die von einigen Seiten zum Ausdruck gebrachte Besorgnis bestätigt, dass er recht begrenzte Anpassungen über mehrere Jahre hinaus zulässt. Es ist jedoch ermutigend festzustellen, dass die meisten Mitgliedstaaten nach den aktualisierten Stabilitätsprogrammen für 2005 die vorgegebene jährliche Anpassung von 0,5% des BIP erreichen wollen. Alles in allem sollte der im Pakt vorgesehene zusätzliche Ermessensspielraum nur dann genutzt werden, wenn dies aus wirtschaftlichen Gründen eindeutig gerechtfertigt ist.

So hat das Regelwerk insgesamt einen höheren Grad an wirtschaftlichem Ermessen in einem regelgebundenen Rahmen erhalten. Es ist sinnvoll, noch etwas abzuwarten, bevor eine umfassende Evaluierung der Ergebnisse vorgenommen wird. Ein potenzieller Vorteil liegt darin, dass eine stärkere Identifikation der einzelnen Staaten mit den Zielvorgaben und Regeln des Pakts erreicht wird, weil die Regierungen nicht mehr ein weithin als mechanisch und inflexibel angesehenes System umsetzen. Bei der Beurteilung der Finanzpositionen wird nunmehr verstärktes Augenmerk auf die Wirtschaftslage gerichtet, so dass dem Schuldenstand und der langfristigen Tragfähigkeit mehr Gewicht beigemessen werden kann. Ein gutes Beispiel hierfür ist, dass sich einige Länder sogar ehrgeizigere mittelfristige Ziele gesetzt haben als gefordert. Länder mit hohem Schuldenstand haben in der Regel ebenfalls ambitioniertere mittelfristige Ziele als andere Mitgliedstaaten. Das sind zweifellos Verbesserungen. Ein potenziell negativer Aspekt besteht darin, dass der Pakt durch die größeren Möglichkeiten für Ausflüchte, Argumente und Verzögerungen verwässert werden könnte. Er wurde mit den Stabilitätsprogrammen für 2005 bereits auf eine gewisse Bewährungsprobe gestellt, und die Ergebnisse waren gemischt. Positiv zu vermerken ist, dass von den Mitgliedstaaten untereinander mehr gegenseitiger Druck ausgeübt wurde, die Bewertungen der Kommission weniger häufig in Frage gestellt wurden und es in geringerem Umfang zu kreativer Rechnungslegung und allzu optimistischen Prognosen kam. Positiv ist ferner, dass die Minister im Kontext der Reform des Pakts von 2005 die feste Verpflichtung eingegangen sind, eine prozyklische Politik in wirtschaftlich guten Zeiten zu vermeiden. Es ist jedoch ungewiss, ob mit den Reformen das wichtigste Ziel, nämlich die Förderung einer dauerhaften Verbesserung der Finanzpositionen während eines Konjunkturaufschwungs, erreicht wird. Zudem zählen die Länder mit hohem Schuldenstand zwar in der Regel zum Kreis derjenigen, die sich ehrgeizigere mittelfristige Ziele gesetzt haben, doch ist das im Hinblick auf die Erreichung dieser Ziele geplante Anpassungstempo nicht rascher als bei anderen Ländern.

Die öffentlichen Finanzen müssen auf einen nachhaltigen Pfad gebracht werden

- Die wichtigsten Reformen müssen auf nationaler Ebene umgesetzt werden:
- Einige Länder müssen sich ehrgeizigere Ziele setzen. Es bedarf größerer Anstrengungen, nicht nur um die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen zu sichern, sondern auch um das Wachstum auf längere Sicht zu steigern. Die Regierungen tendieren häufig dazu abzuwarten, bevor sie sich mit der Lösung von Haushaltsproblemen befassen, die ökonomischen und politi-

schen Kosten eines Reformaufschubs werden jedoch immer größer. Darüber hinaus zeigen die internationalen Erfahrungen, dass die Herstellung gesunder Finanzpositionen praktisch eine Voraussetzung dafür ist, aus Strukturreformen den vollen Nutzen zu ziehen. Es gab wohl einige wenige Ausnahmen, aber in den meisten Fällen sind Wirtschaftsreformen erst dann wirklich in Gang gekommen, nachdem das Defizit abgebaut worden war. Das könnte z.T. daran liegen, dass Haushaltskonsolidierung den ernsthaften Reformwillen einer Regierung unter Beweis stellt, wodurch Vertrauen in den gesamten Prozess geschaffen wird.

- Nationale Institutionen sollten gegebenenfalls reformiert werden, um den mittelfristigen Finanzrahmen größeres Gewicht zu geben, namentlich in Form von Ausgaben- und Schuldenzielen, mehr Transparenz, besseren buchungstechnischen Praktiken (vor allem in Bezug auf den Ausweis impliziter Verbindlichkeiten wie nichtkapitalgedeckter Pensionsansprüche), unabhängigen Prognosen und externer Überwachung. Die Regierungen könnten auch mittelfristige Finanzprojektionen auf der Basis der Hypothese einer unveränderten Politik erstellen, da der gegenwärtig verfolgte Ansatz dazu führt, dass in vielen Fällen ein ausgeglichener Haushalt für die nahe Zukunft prophezeit wird, ohne zu spezifizieren, welche Politikmaßnahmen zu diesem Zweck getroffen werden, und daher ein zu optimistisches Bild gezeichnet wird.

Auf der Ebene der Gemeinschaft können die Anstrengungen der Mitgliedstaaten folgendermaßen unterstützt werden:

- Konzentration der Anstrengungen auf die Länder mit hohem Schuldenstand, unter Berücksichtigung von Schuldendynamik und Tragfähigkeit, denn sie sind es, die im Hinblick auf ein reibungsloses Funktionieren der Währungsunion den größten Anlass zu Besorgnis geben. Die Vermeidung des Trittbrettfahrerproblems war einer der Hauptgründe dafür, dass für den Euroraum insgesamt überhaupt Haushaltsregeln aufgestellt wurden.
- Strukturreformen sollten nicht als Vorwand für den Aufschub fiskalischer Anpassungen dienen. Strukturreform ist ein anhaltender Prozess, keine einmalige Anstrengung mit zeitlich begrenzten Auswirkungen auf das Defizit. Bei den meisten, aber nicht allen Strukturreformen ist der anfängliche negative Effekt auf den Haushalt jedenfalls eher gering und wird durch die längerfristigen Einsparungen bei weitem wettgemacht.
- Vorlage der Stabilitätsprogramme zu einem früheren Zeitpunkt im Jahr. Die Erfahrung zeigt, dass ein Top-down-Ansatz bei der Haushaltsplanung den Finanzministern dabei helfen kann, dem Druck der für die Ausgaben verantwortlichen Ministerien zu widerstehen. Deshalb haben einige Mitgliedstaaten vorgeschlagen, die europäische Agenda für die Aufstellung der Stabilitätsprogramme auf April oder Mai vorzuziehen, damit sie der Vorlage der nationalen Haushalte vorausgeht. Daran war die Hoffnung geknüpft, Einfluss auf die Haushaltsdebatten in den einzelnen Ländern auszuüben, die gewöhnlich im Herbst stattfinden. Dies wäre jedoch in anderen Mitgliedstaaten nicht hilfreich. Daher wird nach alternativen Wegen zur Stärkung der haushaltspolitischen Überwachung gesucht.
- Durchsetzung der Regeln. Die internationale Erfahrung mit Haushaltsregeln zeigt, dass eine umsichtige Finanzpolitik selten ohne den politischen Einsatz der einzelnen Regierungen zustande kommt. Daher müssen die politischen Entscheidungsträger auf Gemeinschaftsebene realistische Ambitionen in Bezug darauf hegen, was mit einem finanzpolitischen Regelwerk wie dem SWP erzielt werden kann. Nach der flexibleren Gestaltung des Regelwerks sollte aber auch dafür gesorgt werden, dass es ordnungsgemäß umgesetzt wird.
- Eine Fokussierung auf die langfristige Tragfähigkeit der Finanzpositionen in den Mitgliedstaaten schließlich würde den Finanzmärkten helfen, die Länder mit unzureichenden Ergebnissen zu disziplinieren. Dies geschah 2006 mit der Ausweitung der Zinsaufschläge für Staatsschuldverschreibungen zwischen den einzelnen Ländern.

Kapitel 1

Mit der Diversität umgehen*

Der Euroraum umfasst eine Gruppe von ganz unterschiedlichen Ländern. Einige gehören zu den wohlhabendsten der Welt, andere liegen in Bezug auf den Lebensstandard dahinter zurück. Einige prosperieren, andere hatten eine lange Konjunkturflaute durchzustehen. Einige Sektoren sind flexibel und passen sich Veränderungen der Weltwirtschaft rasch an, andere sind weiterhin an Regeln gebunden und rigide. Der Umgang mit einer solchen Diversität stellt eine Herausforderung dar. Die Einführung der Gemeinschaftswährung hat den Mitgliedern des Euroraums insofern erhebliche Vorteile gebracht, als sie makroökonomische Stabilität gewährleistet, den Handel stimuliert und die wirtschaftliche Integration vertieft. Trotz großer Unterschiede bei der Wirtschaftsleistung tendieren die Preisniveaus der Mitgliedstaaten im Durchschnitt eher dazu, zu konvergieren als zu divergieren. Diese Differenzen führen jedoch dazu, dass eine gemeinsame Geldpolitik nicht immer für alle Länder angemessen ist. Die Mitglieder sind unterschiedlichen Schocks ausgesetzt und reagieren hierauf in unterschiedlicher Art und Weise. Die Lösung liegt in der Durchführung von Strukturreformen, die die Volkswirtschaften flexibler und widerstandsfähiger machen. Hierzu gehören Maßnahmen mit dem Ziel, die Reagibilität der Löhne gegenüber den lokalen wirtschaftlichen Bedingungen zu erhöhen, für mehr Beschäftigungsflexibilität und Arbeitskräftemobilität zu sorgen, durch eine Intensivierung des Wettbewerbs die Rigidität der Inflation zu reduzieren und einen effizienten gesamteuropäischen Finanzmarkt zu schaffen. Je flexibler und integrierter die Produkt-, Arbeits- und Finanzmärkte werden, desto reibungsloser wird die Entwicklung innerhalb der Währungsunion verlaufen. Diese Reformen werden nicht nur einer schnelleren Anpassung an Schocks förderlich sein, sie werden auch dazu beitragen, das Hauptproblem vieler Euroländer, nämlich das schwache Potenzialwachstum, zu überwinden.

* Stichtag für die Informationen in diesem Kapitel war der 29. November 2006.

Jüngste Wirtschaftsentwicklung

Die Voraussetzungen für einen Wirtschaftsaufschwung waren seit über zwei Jahren gegeben, doch setzte die Konjunkturerholung erst spät ein und blieb bis vor kurzem ohne größeren Schwung. Die lebhaftere Weltkonjunktur sorgte für eine kräftige Nachfrage nach Exporterzeugnissen aus dem Euroraum. Jedoch dauerte es für einen normalen exportinduzierten Aufschwung überraschend lange, bis sich die Erholung festigte. Nach dem üblichen Verlaufsmuster führen höhere Exporte zu einer Ausweitung der Investitionen und dann zu einer stärkeren Beschäftigungszunahme; von besseren Beschäftigungsaussichten und steigenden verfügbaren Einkommen gehen wiederum Impulse auf den Verbrauch aus, was in den binnenwirtschaftlich orientierten Wirtschaftszweigen, wie z.B. dem Dienstleistungssektor, Wachstum erzeugt. Das erste Glied in dieser Kette – ein Anstieg der Unternehmensinvestitionen – ist nunmehr vorhanden. Und die übrigen Glieder scheinen sich jetzt ebenfalls herauszubilden.

Nachdem es 2005 nur um 1,5% expandiert hatte, wuchs das BIP im ersten Halbjahr 2006 mit einer Rate von rd. 3½% (Tabelle 1.1 und Abb. 1.1). Dies ist das erste Mal seit über fünf Jahren, dass das Wachstum seine Potenzialrate in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen überstieg. Das Wirtschaftswachstum hielt sich auch im dritten Quartal an der Potenzialrate. Der Aufschwung war breit fundiert, wobei fast alle Mitgliedsländer ein Wachstumstempo über der Potenzialrate verzeichneten. Die realen Exporte erhöhten sich seit 2003 kräftig, ein Zuwachs, der größtenteils auf die dynamische Nachfrage aus Asien und den zehn neuen EU-Mitgliedsländern zurückzuführen war (Abb. 1.2). Die Konjunkturerholung hat sich jetzt über den Exportsektor hinaus ausgedehnt, wobei die Unternehmensinvestitionen im ersten Halbjahr 2006 kräftig zulegen. Der private Verbrauch war jedoch bislang relativ verhalten, wenn es hierbei auch erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Euroländern gab. Die Inflationsrate blieb trotz hoher Energiepreissteigerungen um die 2%-Marke fest verankert. Von den steigenden Energiekosten geht Druck auf die Preise einer breiten Palette von Gütern und Dienstleistungen aus, doch hielten sich Überwälzungen im Vergleich zu früheren Ölpreisschocks in Grenzen. Die jüngsten Inflationstendenzen werden in Kapitel 2 näher untersucht.

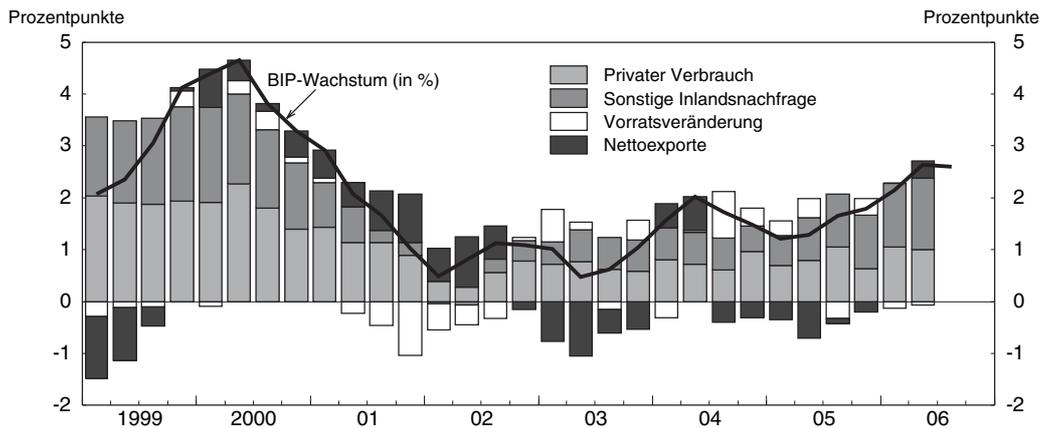
Tabelle 1.1 Nachfrage und Produktion
Prozentuale Veränderung im Verhältnis zum Vorquartal, Jahresraten

	2005				2006	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Privater Verbrauch	0.0	1.4	2.7	0.3	2.8	1.1
Staatsverbrauch	0.5	2.6	2.8	0.9	3.1	1.4
Bruttoanlageinvestitionen	2.1	4.8	4.8	1.5	3.6	8.8
Öffentlicher Sektor	4.1	8.0	-2.5	-4.6	6.7	3.8
Wohnungsbauinvestitionen	0.6	7.5	4.9	6.6	-1.9	3.9
Nichtwohnungsbauinvestitionen	0.1	3.8	3.9	1.9	3.1	6.5
Inländische Endnachfrage	0.5	2.4	3.1	0.7	3.1	2.7
Vorratsbildung ¹	0.3	0.1	-1.0	1.7	-1.5	0.6
Gesamte Inlandsnachfrage	0.8	2.5	2.1	2.4	1.5	3.3
Nettoexporte ¹	1.0	-1.0	0.3	-1.1	1.8	0.3
BIP zu Marktpreisen	1.7	1.6	2.4	1.4	3.2	3.6

1. Beitrag zum BIP-Wachstum.

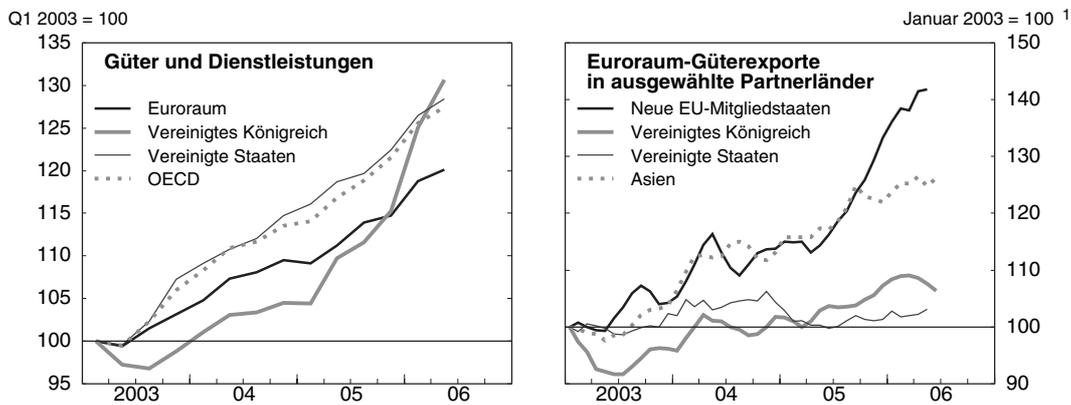
Quelle: Eurostat und OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank.

Abbildung 1.1 **Beiträge zum BIP-Wachstum**
Veränderung im Vergleich zum Vorjahreszeitraum



Quelle: Eurostat.

Abbildung 1.2 **Exportleistung**
Exportvolumen



1. Saisonbereinigt, gleitende Dreimonatsdurchschnitte.

Quelle: Eurostat; EZB-Berechnungen; *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank.

Am Arbeitsmarkt tritt eine allmähliche Besserung ein. Das Beschäftigungswachstum beschleunigte sich gegen Ende 2005 und setzte sich 2006 bislang in moderatem Tempo fort (Tabelle 1.2 und Abb. 1.3). Infolgedessen ist die Arbeitslosenquote erstmals seit 2001 unter 8% gesunken. Allerdings war das Beschäftigungswachstum, nach Wirtschaftssectoren, Ländern und Beschäftigungsarten betrachtet, uneinheitlich. Der gesamte 2004 und 2005 verzeichnete Beschäftigungszuwachs entfiel auf den Dienstleistungssektor, während die Beschäftigung in der Industrie (ohne Baugewerbe) seit 2001 in jedem Quartal abgenommen hat. Beim Ländervergleich fällt auf, dass das Beschäftigungswachstum in den drei größten Volkswirtschaften (1,2% in den zwölf Monaten bis Juni 2006) etwa halb so hoch war wie in den kleineren Ländern. Vergleicht man die Beschäftigungsarten, so stand hinter der Verbesserung der Arbeitsmarktlage offenbar vor allem eine Ausweitung der Teilzeitbeschäftigung. Einer Schätzung zufolge¹ handelt es sich bei den seit 2001 geschaffenen 5 Millionen Arbeitsplätzen in sieben von acht Fällen um Teilzeitbeschäftigungsverhältnisse. Dies erklärt z.T., warum die Arbeitslosenquote von Frauen und jüngeren Arbeitskräften am stärksten nachgegeben hat, wenngleich die Arbeitslosenquote der unter 25-Jährigen mit 16% noch weit von einem akzeptablen Niveau entfernt ist.

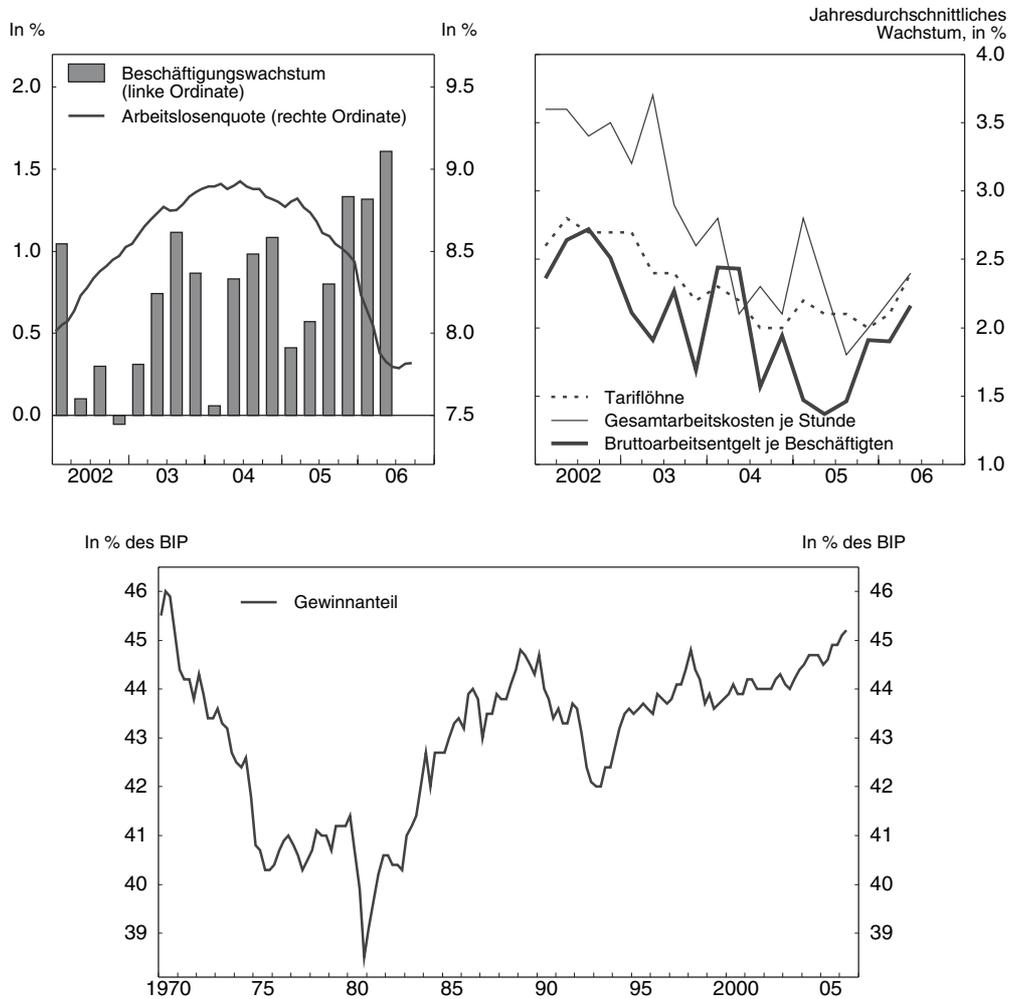
Tabelle 1.2 **Beschäftigungswachstum**

Prozentuale Veränderungen gegenüber der Vorperiode, saisonbereinigte Jahresraten

	2004	2005	2005				2006	
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Gesamtwirtschaft	0.7	0.8	0.4	0.6	0.8	1.3	1.3	1.6
<i>davon:</i>								
Landwirtschaft und Fischerei	-1.7	-1.7	-5.7	0.5	0.1	0.4	-2.4	3.5
Industrie	-0.6	-0.1	-0.5	-0.5	-0.4	0.7	0.0	0.7
ohne Baugewerbe	-1.4	-1.2	-1.9	-1.7	-0.6	-0.9	-0.9	-0.2
Baugewerbe	1.4	2.5	3.0	2.4	0.2	4.4	2.4	2.8
Dienstleistungen	1.4	1.2	1.1	0.9	1.3	1.6	2.0	1.8
Handel und Verkehr	0.9	0.8	1.6	-0.3	0.2	1.6	1.4	1.7
Finanz- u. Unternehmenssektor	1.9	2.1	1.7	1.7	2.8	4.5	2.5	4.0
Öffentliche Verwaltung	1.5	1.2	0.5	1.6	1.4	0.2	2.3	0.8

Quelle: Eurostat.

Abbildung 1.3 **Arbeitsmarktindikatoren**



Quelle: EZB; Eurostat und OECD, *Main Economic Indicators*, Online-Datenbank.

Warum dauerte es so lange, bis der Aufschwung Tritt fasste?

Es gibt mehrere Gründe dafür, warum sich der Aufschwung nur langsam einstellte, und der kurzfristige Ausblick hängt davon ab, inwieweit diese Faktoren weiterhin eine Rolle spielen werden. Der offenkundigste Faktor ist eine ganze Serie wirtschaftlicher und politischer Schocks. Jedes Mal, wenn es so aussah, als könnte eine Konjunkturerholung in Gang kommen, wurde der Euroraum von einem weiteren negativen Schock getroffen. Hierzu gehörten eine Aufwertung des realen effektiven Wechselkurses um jährlich 8% im Zeitraum 2002-2004, eine Verdreifachung der Ölpreise seit 2002 und politische Ungewissheiten. Der Anstieg der Ölpreise hatte direkte Auswirkungen auf das Realeinkommen der privaten Haushalte, während die ungewissen Aussichten private Haushalte und Unternehmen veranlassten, vorsichtig zu disponieren. In diesem Klima haben sie es verständlicherweise vorgezogen, erst einmal abzuwarten, bevor sie sich zu größeren Ausgaben entschlossen.

Die Investitionstätigkeit in den großen Volkswirtschaften war gedämpft

Die Unternehmensinvestitionen im Euroraum insgesamt lagen im Zeitraum 2003-2005 etwas (aber nicht dramatisch) unter dem auf Grund früherer Erfahrungen zu erwartenden Niveau². Jedoch blieben die Investitionen in den drei größten Ländern des Euroraums deutlich hinter den Erwartungen zurück, während sie in den kleineren Ländern entsprechend höher ausfielen. Ein Grund dafür könnte ein höherer Grad an politischer und wirtschaftlicher Ungewissheit in den größten Volkswirtschaften sein, die mit dem sich festigenden Aufschwung und bei Fortsetzung einer mehr auf Strukturreformen ausgerichteten Politik hoffentlich zerstreut wird. Andererseits könnte dies auf eine Verlagerung der Investitionen innerhalb des Euroraums zu Gunsten der dynamischeren Mitgliedsländer der Union hindeuten. Bisher ist es jedoch kaum zu einer Umlenkung von Investitionen in die neuen EU-Mitgliedstaaten gekommen.

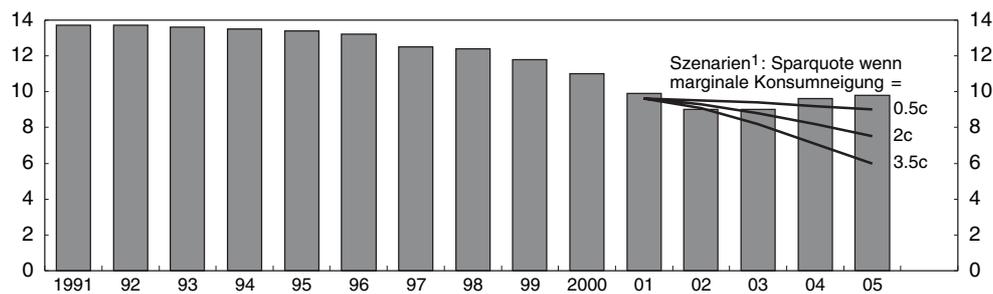
Die Sparquote der privaten Haushalte blieb sehr stabil

Die wirtschaftliche und politische Ungewissheit und die Besorgnis über die langfristige Tragfähigkeit der sozialen Sicherungssysteme könnten auch zu vermehrtem Vorsorgespahren geführt haben. Die Sparquote der privaten Haushalte blieb stabil – im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich, wo sie gesunken ist –, so dass der Verbrauch den Abschwung nicht so stark abgefedert hat, wie es hätte der Fall sein können. Angesichts des niedrigen Zinsniveaus und des starken Anstiegs der Wohnimmobilienpreise in mehreren Mitgliedsländern überrascht dies. Wenn z.B. die Vermögenseffekte der Wohnimmobilienpreise so stark gewesen wären wie in den Vereinigten Staaten, wäre die Sparquote (unter sonst gleichen Bedingungen) seit 2002 um bis zu 3,5-4 Prozentpunkte gesunken, was in erheblichem Maße zu Konsum und Wachstum beigetragen hätte (Abb. 1.4). Obwohl sich das Verbrauchervertrauen seit Ende 2005 deutlich verbessert hat, legen die Einzelhandelsumsätze von Mitte 2006 den Schluss nahe, dass die Ausgaben der privaten Haushalte weiter recht gedämpft bleiben.

Die überraschend starke Lohnmoderation schlug nicht im erwarteten Maße auf die Beschäftigung durch

Ein dritter Faktor ist die Lohnmoderation. Das Lohnwachstum betrug in den letzten beiden Jahren durchschnittlich rd. 2% jährlich, was bedeutet, dass die Reallöhne nicht gestiegen sind. Dies schlug jedoch nicht im erwarteten Maße auf die Beschäftigung durch, so dass Haushaltseinkommen und Verbrauch gedämpft wurden. Der Kräfteüberhang am Arbeitsmarkt trug zu der moderaten Lohnentwicklung bei, erklärte sie aber nicht vollständig. Als besonders untauglich erweisen sich die ökonometrischen Relationen der Vergangenheit in Modellen für den Euroraum im Bereich der Lohngleichungen, so waren die realen Arbeitseinkommen nach Berücksichtigung der Arbeitslosigkeit und des Produktivitätswachstums viel geringer als erwartet. Das Gegenstück zur Lohnzurückhaltung ist ein Anstieg der Gewinnquote auf ein Niveau, wie es seit Anfang der siebziger Jahre nicht mehr verzeichnet wurde (Abb. 1.3)³. Der stärkste Anstieg (d.h. die stärkste Lohnmäßigung) war in Deutschland, Österreich und Spanien zu beobachten. Dagegen ist die Gewinnquote in Finnland, Frankreich, Italien und Portugal gesunken.

Abbildung 1.4 **Sparquote der privaten Haushalte**
In Prozent des verfügbaren Einkommens, Dezemberquartal



1. Die Sparquotenszenarien berücksichtigen den Anstieg der Wohnimmobilienpreise seit 2001 und unterstellen eine marginale Konsumneigung aus dem zusätzlichen Wohnimmobilienvermögen von 3,5 Cent pro Euro (was in den Vereinigten Staaten die Faustregel ist), 2 Cent pro Euro und 0,5 Cent pro Euro zusätzlichen Wohnimmobilienvermögens. Sie unterstellen eine partielle Anpassungsgeschwindigkeit (Fehlerkorrektur) von 0,3 pro Quartal und berücksichtigen den Effekt der im Zeitverlauf sinkenden langfristigen Realzinssätze mit einer Semielastizität von 0,2.

Quelle: Eurostat und OECD-Berechnungen.

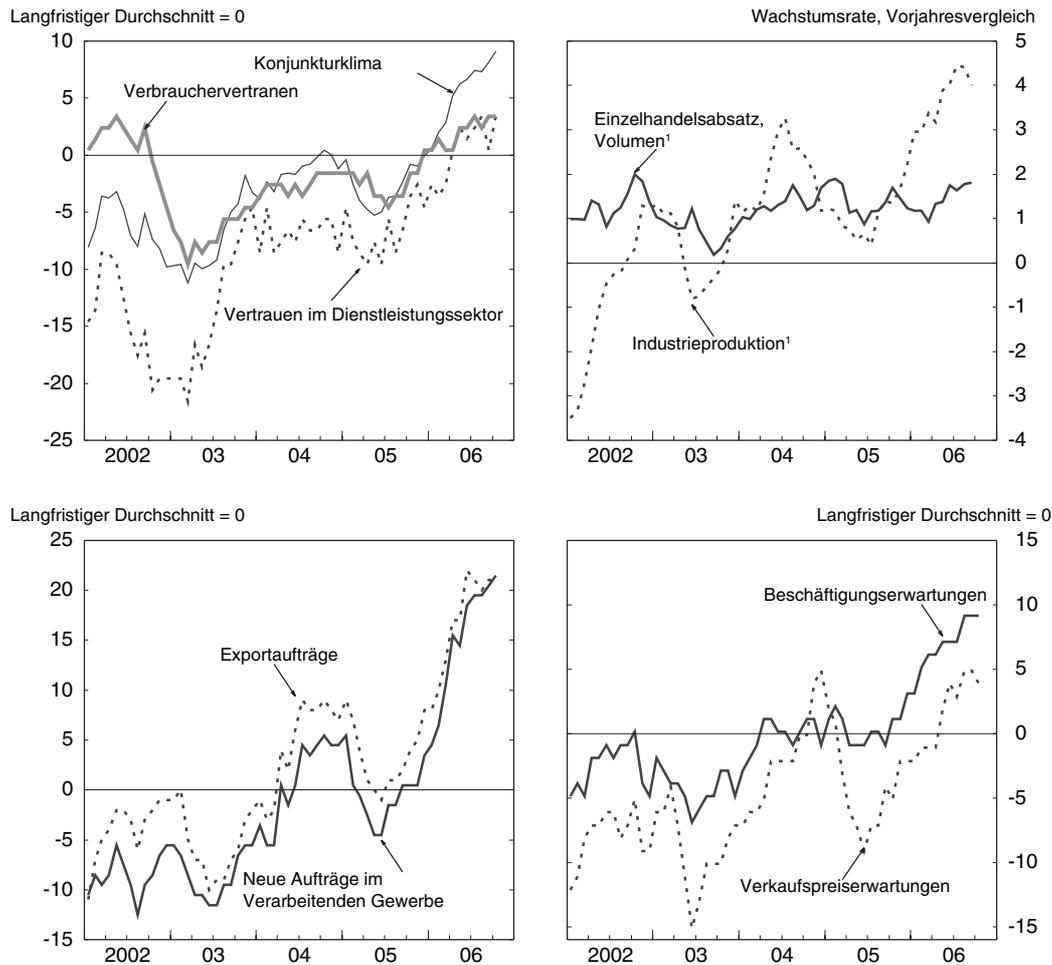
Dies erklärt sich u.a. durch die Tatsache, dass der von der Globalisierung ausgehende Wettbewerbsdruck es den Unternehmen ermöglicht hat, Lohnforderungen mit dem Druckmittel einer möglichen Verlagerung von Arbeitsplätzen ins Ausland unter Kontrolle zu halten. Wenn dies die Reservationslöhne der Arbeitnehmer herabgedrückt hat, dürfte die strukturelle Arbeitslosenquote niedriger sein als zuvor angenommen⁴. Dies könnte zwar eine Rolle gespielt haben, ist aber schwer mit Gewinnen auf einem 30-Jahres-Hoch in Einklang zu bringen, so dass die Beschäftigten vielleicht zu mehr Lohnmäßigkeit bereit waren, als die Unternehmen erwartet hatten. Eine zweite Erklärung besteht darin, dass sich die zugegebenermaßen nur in kleinen Schritten durchgeführten Arbeitsmarktreformen in Form eines geringeren Lohndrucks auszuzahlen beginnen und dass dies die Lohnpersistenz auf gesamtwirtschaftlicher Ebene reduziert haben könnte. Wenn es sich so verhält, dürfte auch die Preisrigidität geringer sein, was bedeuten würde, dass der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik stärker geworden ist. Eine weniger optimistische Erklärung wäre, dass der potenzielle Produktivitätszuwachs schwächer ist als angenommen. Nach OECD-Schätzungen liegt das trendmäßige Produktivitätswachstum bei rd. 1¼% jährlich. Das deckt sich mit den Schätzungen anderer Organisationen, doch hat die tatsächliche Zunahme der Arbeitsproduktivität dieses Niveau im Zeitraum 1995-2005 lediglich zweimal und in einem Fall auch nur ganz knapp übertroffen.

Der Aufschwung dürfte sich fortsetzen, ist aber noch fragil

Die kurzfristigen Indikatoren deuten auf eine fortdauernde Konjunkturerholung hin (Abb. 1.5). Zwar haben die Erhebungsindikatoren seit ihrem Höchststand Mitte 2006 etwas nachgegeben, doch liegen sie weiterhin auf einem recht beachtlichen Niveau. Die Indikatoren für das Geschäftsklima übersteigen weiter ihren langfristigen Durchschnitt, der Auftragseingang ist lebhaft und die Beschäftigungserwartungen sind besser als seit vielen Jahren. Alles in allem deuten die jüngsten Informationen darauf hin, dass die Wachstumsraten auf kurze Sicht in der Nähe der Potenzialrate oder etwas darüber liegen werden (d.h. ein Wachstum von etwas über 2% auf Jahresbasis), aber mit größter Wahrscheinlichkeit nicht mehr das beeindruckende Tempo vom zweiten Quartal erreichen werden.

Die jüngsten Projektionen im *OECD-Wirtschaftsausblick 80* gehen davon aus, dass der Aufschwung an Breite gewinnt und die gesamtwirtschaftliche Produktion im Zeitraum 2007-2008 mit Raten von rd. 0,6% pro Quartal expandieren wird (Tabelle 1.3). Die Binnennachfrage wird sich zunehmend zu einer Stütze des Aufschwungs entwickeln. Die Beschäftigung dürfte weiterhin in relativ gemäßigttem Tempo steigen, und die besseren Beschäftigungsaussichten werden dafür sorgen, dass der Konsum der privaten Haushalte nach langer Zeit endlich anspringt. Die Unternehmensinvestitionen dürften weiter relativ kräftig zulegen, da die Firmen mit der Umsetzung von Investitionsplänen fortfahren, die in den letzten ein bis zwei Jahren zurückgestellt worden waren.

Abbildung 1.5 Kurzfristige Indikatoren



1. Saisonbereinigt, gleitende Dreimonatsdurchschnitte.

Quelle: Unternehmenserhebung, EU-Kommission; Eurostat.

Der Wachstumspfad wird aber nicht gradlinig verlaufen, da der Konsum durch die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland im Januar 2007 gedämpft werden wird (wenngleich große Ungewissheit über den Gesamteffekt dieser Maßnahme besteht). Nach dem Basisszenario dürfte der Kapazitätsüberhang bis Ende 2008 abgebaut sein.

Dieses ermutigende Szenario hängt von einer Reihe von Annahmen ab. Die wichtigste binnenwirtschaftliche Voraussetzung ist, dass die zuvor erörterten Sonderfaktoren abzuklingen beginnen und die Nachfrage der privaten Haushalte lebhafter werden kann. Der Aufschwung wird nur dann selbsttragend werden, wenn sich die Ausweitung des Verbrauchs beschleunigt. Die wichtigste außenwirtschaftliche Hypothese besteht darin, dass sich die Konjunkturabschwächung in den Vereinigten Staaten als leicht und vorübergehend erweist und keine deutliche Reduzierung des globalen Wachstums nach sich zieht. Verschiedene andere Faktoren könnten den Aufschwung beeinträchtigen. Die Projektionen im *OECD-Wirtschaftsausblick 80* gehen davon aus, dass die Ölpreise konstant bei rd. 60 \$ pro Barrel verharren. Jede weit über dieses Niveau hinausgehende Verteuerung würde eine neuerliche Belastung für die Haushaltseinkommen und das Vertrauen bedeuten und könnte die Erholung des privaten Verbrauchs in Frage stellen. Dagegen hätte ein Rückgang der Ölpreise, wie er seit Juli eingetreten ist, positive Effekte auf das Wachstum und würde zugleich viel Druck von der Geldpolitik nehmen. Zweitens könnte ein Nachlassen des Wohnimmobilienpreisanstiegs infolge höherer Zinssätze der Wirtschaftstätigkeit einen Dämpfer versetzen. Auf den Konsum würde

Tabelle 1.3 **Kurzfristiger Ausblick**
Prozentuale Veränderung

	2002	2003	2004	2005	Projektionen ¹		
					2006	2007	2008
Privater Verbrauch	0.9	1.2	1.4	1.4	1.8	1.7	2.3
Staatsverbrauch	2.3	1.8	1.2	1.3	2.2	1.6	1.7
Bruttoanlageinvestitionen	-1.5	1.1	1.8	2.7	4.6	4.2	3.2
Gesamte Inlandsnachfrage	0.4	1.5	1.6	1.8	2.4	2.2	2.4
Nettoexporte ²	0.5	-0.7	0.1	-0.3	0.2	0.1	0.0
Reales Bruttoinlandsprodukt (BIP)	0.9	0.8	1.7	1.5	2.6	2.2	2.3
Produktionslücke	0.1	-1.1	-1.3	-1.8	-1.2	-0.9	-0.5
Inflation: harmonisierter VPI	2.3	2.1	2.2	2.2	2.2	1.9	1.8
Inflation: harmonisierte Trendrate	2.4	1.8	1.8	1.4	1.4	1.9	1.8
Beschäftigung	0.6	0.4	1.0	1.0	1.4	1.2	1.2
Arbeitslosenquote (in % der Erwerbsbevölkerung)	8.2	8.7	8.9	8.6	7.9	7.4	7.1
Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)	0.6	0.5	0.8	0.0	-0.3	-0.1	-0.1
Staatliche Nettokreditaufnahme (in % des BIP)	-2.6	-3.1	-2.8	-2.4	-2.1	-1.5	-1.4
Staatsverschuldung (in % des BIP)	68.1	69.3	70.0	70.8	69.9	68.6	67.5

1. Die Projektionen basieren auf dem *OECD-Wirtschaftsausblick* 80.

2. Beitrag zum BIP-Wachstum.

Quelle: OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank.

hiervon kaum eine direkte Wirkung ausgehen, weil die Vermögenseffekte, wie bereits erwähnt, im Euroraum unerheblich sind, aber allein schon eine Nivellierung der Wohnimmobilienpreise würde zu einer Verringerung der Bautätigkeit führen mit möglicherweise erheblichen Konsequenzen in den Ländern, die derzeit einen Bauboom erleben. Drittens könnten sich die Exporteure im Euroraum unter Druck sehen, wenn es zu einer abrupten Aufwertung des Euro kommen sollte, ein Szenario, das bei einem Kursrutsch des US-Dollar infolge der weiteren Reaktion der Märkte auf das enorme US-Leistungsbilanzdefizit eintreten könnte. Dies wird in Kapitel 2 in näheren Einzelheiten dargelegt. Die wichtigste positive Abweichung von den Prognosen könnte schließlich darin bestehen, dass die aufgestaute Investitionsnachfrage (und möglicherweise auch die Konsumnachfrage) – jetzt wo der Aufschwung robuster geworden ist – schneller zum Tragen kommt als erwartet.

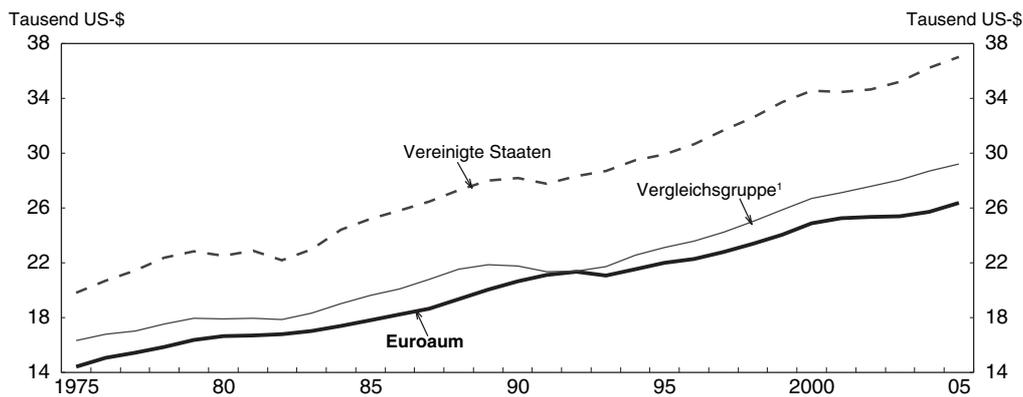
Das Wachstum des Produktionspotenzials war enttäuschend

Da sich die Konjunktur nunmehr festigt, kann das Augenmerk wieder auf die Achillesferse des Euroraums gerichtet werden, d.h. das schwache Potenzialwachstum. Das Trendwachstum des Pro-Kopf-BIP im Euroraum liegt Schätzungen zufolge bei annähernd 1½% im Jahr, gegenüber rd. 2% in den Vereinigten Staaten oder noch höheren Werten in anderen leistungsstarken Volkswirtschaften. Das seit langem bestehende Wachstumsgefälle hat zu einer Vergrößerung des Einkommensabstands geführt. Im Jahr 2005 lag das Pro-Kopf-BIP im Euroraum um nicht weniger als 29% unter dem US-Niveau (Abb. 1.6). Selbst das Euroland mit dem höchsten Pro-Kopf-Einkommen (die Niederlande) blieb um 18% unter dem US-Durchschnitt⁵. Nur drei US-Bundesstaaten – Arkansas, Mississippi und West Virginia – kommen auf ein Pro-Kopf-Einkommen, das unter dem Durchschnitt des Euroraums liegt⁶.

Im Rahmen verschiedener Wachstumsrechnungen wurde versucht, dieses Wachstumsgefälle zu erklären⁷. Die wichtigsten Schlussfolgerungen lauten:

- Die Zunahme der Arbeitsproduktivität verlangsamte sich Ende der neunziger Jahre, während sie in den Vereinigten Staaten stark zulegte. Die Kapitalvertiefung war geringer als in den

Abbildung 1.6 **Das Einkommensgefälle**
Pro-Kopf-BIP zu konstanten Preisen und KKP von 2000



1. Australien, Dänemark, Kanada, Neuseeland, Schweden und das Vereinigte Königreich.

Quelle: OECD, *National Accounts of OECD Countries*, Online-Datenbank.

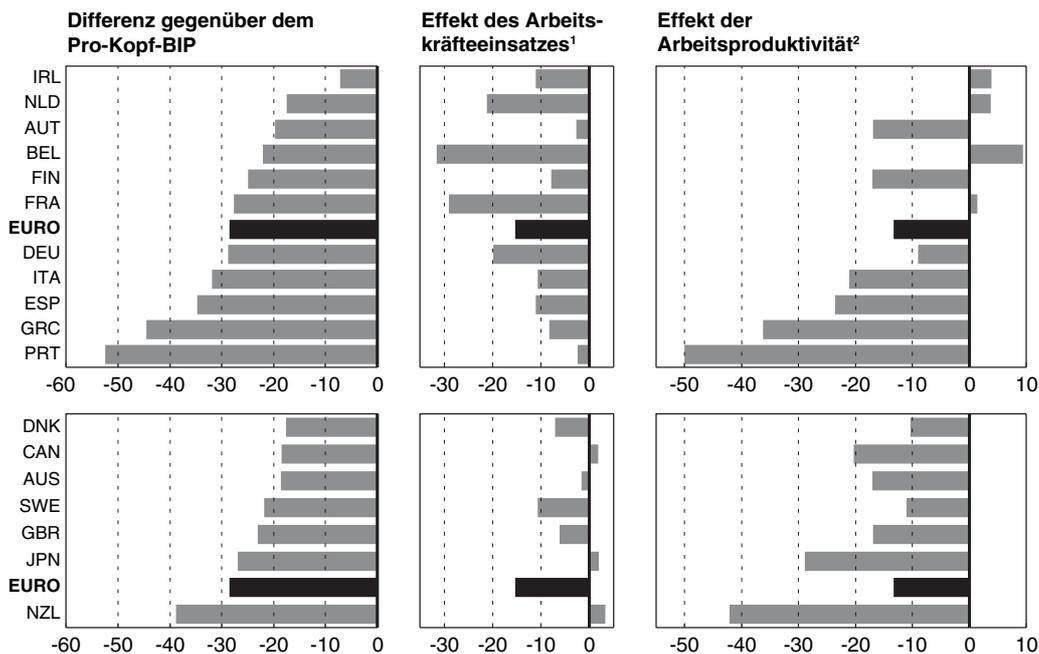
Vereinigten Staaten, insbesondere bei Produkten der Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT), während sich das Wachstum der Multifaktorproduktivität (MFP) im Euroraum verlangsamt, in den Vereinigten Staaten dagegen beschleunigte.

- Das Wachstum des Arbeitsinputs, gemessen an der Gesamtbeschäftigung oder den geleisteten Arbeitsstunden, war seit 1995 in beiden Regionen nahezu identisch, allerdings mit unterschiedlichem zeitlichen Verlauf. Die Vereinigten Staaten verzeichneten in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre einen stärkeren Beschäftigungszuwachs als der Euroraum, doch ging die Beschäftigung nach dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2001 zurück. Obwohl das Wachstum des Arbeitsinputs identisch war, liegt das Niveau der pro Kopf geleisteten Arbeitsstunden noch immer etwa 15% unter dem der Vereinigten Staaten.
- Die Erwerbsquote hat sich im Euroraum seit 1995 infolge einer steigenden Zahl weiblicher Arbeitskräfte um 5 Prozentpunkte erhöht, und die Arbeitslosenquote ist um 2 Prozentpunkte gefallen. In den Vereinigten Staaten blieben diese Quoten dagegen konstant. So hat das Beschäftigungswachstum im Euroraum in gewisser Weise zur Reduzierung der Arbeitsmarkdefizite beigetragen, während es in den Vereinigten Staaten dafür sorgte, dass die dort wesentlich raschere Zunahme der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter absorbiert werden konnte.

Diese großen Unterschiede bei Arbeitsangebot und Produktivität legen den Schluss nahe, dass im Euroraum Potenzial für eine Erhöhung des Lebensstandards vergeudet wird. Der geringe Arbeitsinput ist für etwa zwei Drittel des Einkommensgefälles verantwortlich (Abb. 1.7). Dieser Input wird durch Verzerrungen beeinflusst, die durch die Steuer- und Transfersysteme sowie die Arbeitsmarktinstitutionen bedingt sind (OECD, 2006). Auch das Technologiegefälle gibt Anlass zu Besorgnis. Es deutet auf Hindernisse für Innovationen und Wettbewerb hin. Ein geringes Potenzialwachstum ist für die politischen Entscheidungsträger im Euroraum nicht nur unter dem Aspekt von Bedeutung, dass damit Chancen für eine Anhebung des Lebensstandards vertan werden. Raschere Produktivitätszuwächse könnten der einzige Weg sein, einigen Mitgliedstaaten jahrelange Phasen relativer wirtschaftlicher Stagnation zu ersparen. Länder wie Italien und Portugal, wo die Löhne weit über die Produktivität hinaus gestiegen sind, werden ihre Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen müssen. Dies können sie tun, indem sie Lohnsteigerungen unter der Inflationsrate halten, was aber viele Jahre dauern kann und, wie sich in Deutschland gezeigt hat, ein schwieriger und mühsamer Prozess ist. Die einfachere Möglichkeit ist, die Produktivität zu steigern. Außerdem besteht zwischen Wachstum und Haushaltsergebnissen ein Zusammenhang. Länder mit schwachem Wachstum verstoßen tendenziell Jahr für Jahr gegen die Defizitobergrenze von Maastricht, wohingegen Länder mit höheren Wachstumsraten einen nahezu ausgeglichenen oder überschüssigen Haushalt aufweisen (Kapitel 3).

Abbildung 1.7 Unterschiede im Pro-Kopf-BIP und ihre Aufschlüsselung

Unterschiede des KKP-basierten Pro-Kopf-BIP gegenüber den Vereinigten Staaten (in Prozentpunkten), 2005



1. Zahl der geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten.

2. BIP je geleistete Arbeitsstunde.

Quelle: OECD, Productivity database, September 2006, www.oecd.org/statistics/productivity.

Diese Probleme werden durch die demographische Entwicklung noch verstärkt. Die Bevölkerungsalterung wird das Potenzialwachstum künftig herabdrücken. Unter der Annahme, dass die Zunahme der Arbeitsproduktivität und die altersspezifischen Beschäftigungsquoten unverändert bleiben, wird sich das Wachstum des Produktionspotenzials pro Kopf der Bevölkerung in den kommenden Jahren verlangsamen und auf unter 1% jährlich im nächsten Jahrzehnt und knapp ½% jährlich in den 2020er Jahren zurückgehen (Tabelle 1.4). Natürlich führt eine Extrapolation des schwachen Wachstums der letzten zehn Jahre zwangsläufig zu einer tristen Zukunftsperspektive. Hieran wird aber deutlich, dass die Mitgliedstaaten weitere Schritte unternehmen müssen, um Arbeitsangebot und Produktivitätswachstum zu erhöhen und so zu vermeiden, noch weiter zurückzufallen.

Sicherlich wurden im Euroraum in den letzten Jahren Fortschritte bei den Strukturreformen erzielt. Im Zeitraum 1998-2003 verbesserten sich die OECD-Indikatoren der Produktmarktregulierung für den Euroraum in stärkerem Maße als für andere Länder (Abb. 1.8). Im Hinblick auf das Regulierungsniveau insgesamt stand der Euroraum 2003 jedoch etwa dort, wo sich die Nicht-Euroländer im Jahr 1998 befanden, was darauf hindeutet, dass die Regierungen trotz der erzielten Fortschritte den Reformprozess weiter energisch vorantreiben müssen, da sich die Zielvorgabe auf niedrigere Werte zubewegt. Zudem waren manche Arbeitsmarktreforemen auf spezifische Arbeitsmarktgruppen oder Vertragsarten zugeschnitten (OECD, 2006). Relativ wenig Fortschritte wurden in einem der Bereiche erzielt, die für die Länder einer Währungsunion eine große Rolle spielen – hier geht es um die Notwendigkeit, die Lohnfindungsinstitutionen zu verbessern, um die Reagibilität der gesamtwirtschaftlichen Löhne gegenüber Schocks zu erhöhen und eine stärkere den lokalen Bedingungen angepasste Lohnendifferenzierung zuzulassen. Die Strenge der Beschäftigungsschutzbestimmungen für reguläre Arbeitsverträge hat sich zudem kaum verändert. Alles in allem dürften die eingeleiteten Schritte, vor allem wenn in den kommenden Jahren weiter darauf aufgebaut wird, für eine stärkere Zunahme des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzials und eine Verringerung der strukturellen Arbeitslosenquote sorgen. Die OECD schätzt, dass das gesamtwirtschaftliche Produktionspotenzial des Euroraums immer noch bei rd. 2% jährlich liegt und die strukturelle Arbeitslosenquote seit der Euro-Einführung um nur 1 Prozentpunkt gesunken und im Größenbereich von 7½-8% angesiedelt ist.

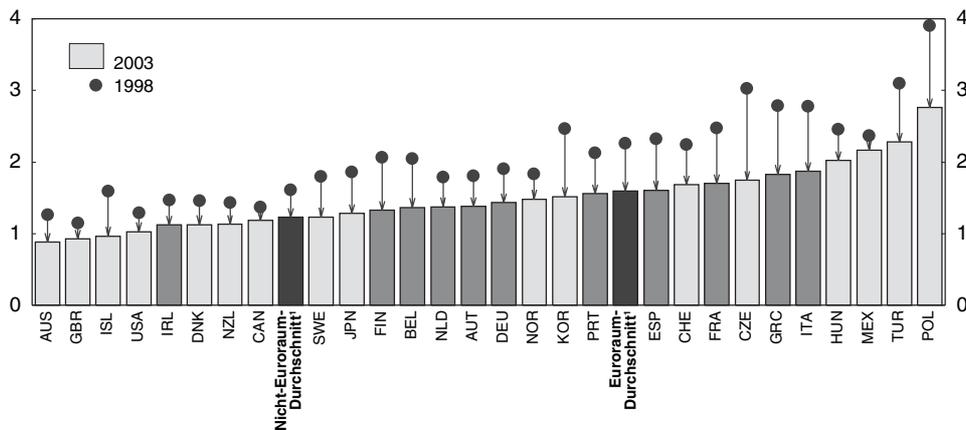
Tabelle 1.4 Langfristige Szenarien

	Jahresdurchschnittliche Wachstumsraten				
	1995-2000	2000-2005	2005-2010	2010-2020	2020-2030
Euroraum					
Trendbeschäftigung	0.9	1.0	0.5	-0.3	-0.7
<i>Beitrag von:</i>					
Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	0.2	0.3	0.2	-0.2	-0.6
Trenderwerbsbeteiligung	0.7	0.6	0.3	-0.1	-0.1
Strukturelle Arbeitslosigkeit	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Trendarbeitsproduktivität	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
Trend-BIP	2.1	2.0	1.5	0.8	0.4
Bevölkerung	0.3	0.5	0.2	0.1	0.0
Trend-BIP pro Kopf	1.9	1.5	1.3	0.7	0.4
Vereinigte Staaten					
Trendbeschäftigung	1.4	0.7	0.6	0.3	0.4
<i>Beitrag von:</i>					
Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	1.4	1.2	1.2	0.3	0.3
Trenderwerbsbeteiligung	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	0.0
Trendarbeitsproduktivität	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0
Trend-BIP	3.3	2.8	2.6	2.3	2.4
Bevölkerung	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
Trend-BIP pro Kopf	2.1	1.8	1.7	1.5	1.6

Quelle: OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank und OECD-Berechnungen unter der Annahme unveränderter Maßnahmen und Arbeitsproduktivitätssteigerungen.

Abbildung 1.8 Produktmarktregulierung

Indexskala 0-6 vom niedrigsten bis zum höchsten Restriktionsgrad



1. Gewichteter Durchschnitt.

Quelle: OECD, *Product Market Regulation database* (www.oecd.org/eco/pmr).

Ist die Währungsunion der Wirtschaftsunion förderlich?

Die Währungsunion ist insofern ein kühnes Experiment, als der Euroraum Länder mit großen Differenzen im Hinblick auf Potenzialwachstumsraten, Arbeitslosenquoten, Flexibilität der Märkte und Pro-Kopf-Einkommensniveau umfasst, ganz abgesehen von grundlegenden Unterschieden bei Größe und Sprache. Dies wirft mehrere Fragen auf. Konvergieren die Mitgliedstaaten? Nimmt der Grad der Integration ihrer Volkswirtschaften zu? Wann wird die Diversität zu einem Problem? Welches sind die richtigen Politikoptionen? Und hat die Währungsunion die Anreize erhöht, Strukturreformen in die Wege zu leiten (Kasten 1.1)?

Kasten 1.1 Hat die Währungsunion Strukturreformen erleichtert oder behindert?

Unterschiedliche gesetzliche Bestimmungen für die Produkt- und Arbeitsmärkte erklären einen Großteil der Differenzen bei Trendwachstumsraten und Widerstandsfähigkeit der einzelnen Euroländer. Sie sind zudem ein Hemmschuh für die wirtschaftliche Integration. Es stellt sich daher die Frage, ob die Währungsunion dieses Problem verschärft, indem sie die Durchführung von Strukturreformen behindert. Einerseits würden gut funktionierende Märkte und stärkere Angebotsanreize Raum für eine bessere Nutzung der durch die größere Preistransparenz und die niedrigeren Transaktionskosten bedingten Vorteile des Euro bieten. Auf Grund dieser Vorteile müsste die Einführung der Gemeinschaftswährung starke Anreize für die Euroländer geschaffen haben, Reformen durchzuführen, selbst wenn eine unterstützende Reaktion seitens der Geldpolitik keineswegs als sicher betrachtet werden kann. Hinzu kommt das Argument des Fehlens von Alternativen bzw. das „Reformiere oder stirb“-Argument: Es bedarf in den einzelnen Volkswirtschaften zur Überwindung von Schocks flexibler Arbeits- und Produktmärkte, wenn der Spielraum in der Fiskalpolitik eingeschränkt ist. Andererseits ist der Hauptgrund, warum die Durchführung von Reformen in einer Währungsunion schwieriger werden kann, dass die Vorabkosten höher sein können. Ein Alleingang kann insofern einen hohen Preis haben, als das Instrument der Geldpolitik nicht zur Verfügung steht, um die Nachfrage zu stimulieren und ein zusätzliches Angebot zu schaffen. Wenn die positiven Effekte von Reformen in der WWU erst mit Verzögerung zum Tragen kommen, könnte dies dazu führen, dass entsprechende Maßnahmen erst gar nicht in die Wege geleitet werden. Ein zweiter Grund, pessimistisch zu sein, besteht darin, dass die Währungsunion die Gefahr einer Wechselkurskrise ausschließt. Die Finanzmärkte verlieren an Effektivität, was die Sanktionierung schlechter Politiken betrifft (obwohl bei dieser Aussage implizit unterstellt wird, dass Abwertungen die Länder eher bestrafen als retten, was bei weitem nicht erwiesen ist). Letztlich sind es die Tatsachen, die zeigen, ob die positiven oder die negativen Effekte überwiegen. Die Euroländer haben in den letzten zehn Jahren umfassendere und weiter reichende Reformen durchgeführt als andere OECD-Länder. Dies könnte sich weitgehend durch den größeren Reformbedarf und nicht durch die Effekte der WWU an sich erklären. Die Befunde legen den Schluss nahe, dass die Reformintensität seit der Gründung der WWU im Jahr 1999 nachgelassen hat, wohingegen dies andernorts kaum oder überhaupt nicht zu beobachten war. Dies deckt sich mit den (vorläufigen) Untersuchungsergebnissen von Duval und Elmeskov (2005), die feststellten, dass sich bei fehlender Autonomie in der Geldpolitik die Wahrscheinlichkeit der Durchführung von Strukturreformen in der Regel verringert.

Es kann indessen mit Fug und Recht gesagt werden, dass die Befunde zu diesen Fragen nicht sehr stichhaltig sind und dass ein etwaiger Effekt der WWU angesichts der stärker ins Gewicht fallenden politischen Hürden für Strukturreformen unerheblich sein dürfte. Doch unabhängig davon, ob die Durchführung von Reformen nun durch sie erleichtert oder erschwert wurde, hat die WWU mit Sicherheit dazu geführt, dass jetzt mehr auf dem Spiel steht. Gleichwohl ist es anhand der empirischen Befunde möglich, eine Reihe positiver Politikempfehlungen zu formulieren. Erstens sollten die Länder die Chance wahrnehmen und, lange bevor es zu einer Wirtschaftskrise kommen kann, Reformen einleiten. Zweitens sollten sie ihre Staatsfinanzen in Ordnung bringen. Dies würde größeren Spielraum für Ausgaben entstehen lassen und dem gesamten Reformprozess mehr Glaubwürdigkeit verleihen. Internationale Erfahrungen legen den Schluss nahe, dass sich der Nutzen von Strukturreformen selten einstellt, bevor nicht die Finanzlage unter Kontrolle gebracht wurde. Zumindest sollte die Funktionsweise der automatischen Stabilisatoren uneingeschränkt zugelassen werden, indem auf prozyklische fiskalpolitische Maßnahmen verzichtet wird. Drittens können Finanzmarktreformen, die es den Bürgern ermöglichen, auf der Basis künftigen Einkommens leichter Kredite aufzunehmen, zu den langfristigen Nutzeffekten der Reformen beitragen. Viertens sollte die Geldpolitik bereit sein, ernsthaften Strukturreformen im Euroraum teilweise entgegenzukommen, solange die folgenden vier Bedingungen erfüllt sind: *a*) ein Umfeld mit niedrigen und stabilen Inflationsraten, *b*) ein glaubhaftes Engagement zur Durchführung einer Reihe von Reformen, *c*) eine umsichtige Einschätzung der Auswirkungen dieser Reformen auf das Produktionspotenzial auf Euroraumebene und *d*) deutliche Anzeichen von Abwärtsdruck auf die Inflationsrate im ganzen Euroraum, soweit die Nachfrageausweitung nicht autonom in Übereinstimmung mit dem höheren Produktionspotenzial erfolgt. Schließlich zeigen die ökonometrischen und historischen Befunde recht überzeugend, dass Maßnahmenprogramme effektiver sind als bruchstückhafte Reformen, wahrscheinlich weil bei diesen insofern ein Interessenausgleich stattfindet, als jede Gruppe in einigen Bereichen etwas verliert, in anderen aber dafür etwas hinzugewinnt. Die Befunde legen zudem den Schluss nahe, dass Produktmarktreformen, die politisch möglicherweise leichter durchführbar sind, späteren Arbeitsmarktreformen den Weg ebnen können.

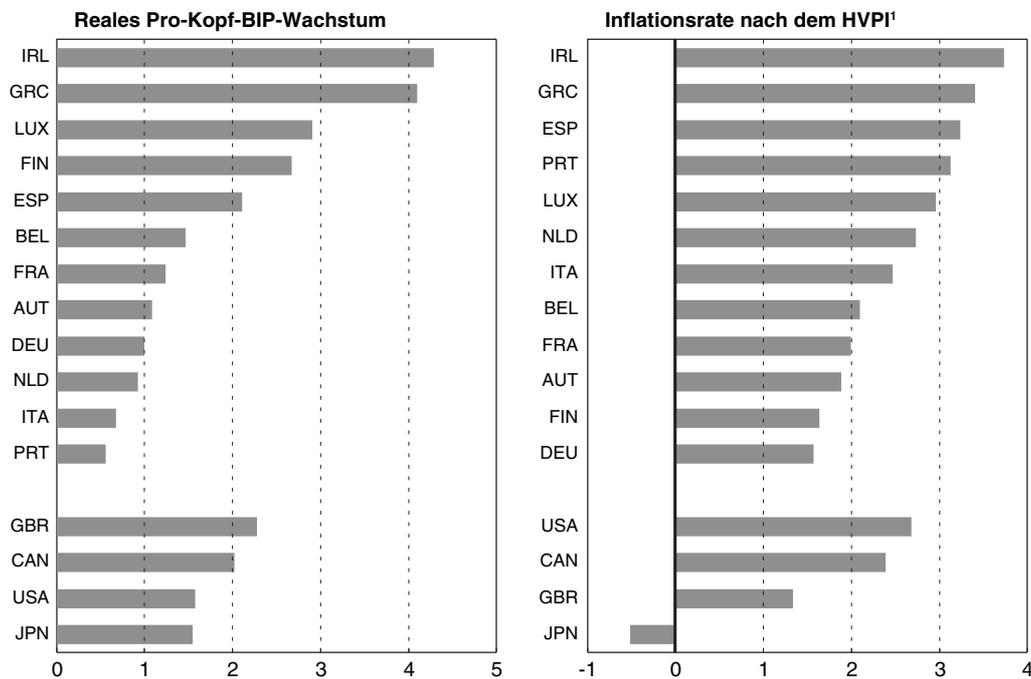
Konvergieren die Mitgliedstaaten?

Wachstums- und Inflationsdivergenzen sind in jeder Währungsunion unvermeidbar. Bedingt sein können diese durch Unterschiede in der Finanzpolitik, Schocks in bestimmten Sektoren oder Regionen, unterschiedliche Anfälligkeit gegenüber allgemeinen Schocks oder unterschiedliche Reaktionen hierauf, die Konvergenzdynamik bei den Einkommen, jeweils anders gelagerte Präferenzen, den direkten Effekt von Veränderungen der administrativ geregelten Preise oder Regelungen bei den indirekten Steuern usw. Das Wachstum des Pro-Kopf-BIP variierte seit 1999 zwischen über 4% jährlich in Irland und rd. ½% in Portugal, während die Spanne bei der Inflation von 3,8% bis 1,5% reichte (Abb. 1.9). Ein Vergleich im Zeitverlauf und mit anderen Währungsunionen ergibt Folgendes:

- Die Unterschiede zwischen den jährlichen Wachstumsraten der einzelnen Euroländer sind größer als die, die innerhalb der Vereinigten Staaten und zwischen verschiedenen Regionen in Italien, Deutschland und Spanien verzeichnet wurden, aber etwas geringer als die innerhalb Australiens und Kanadas beobachteten Differenzen (Tabelle 1.5)⁸.
- Die Streuung der Pro-Kopf-BIP-Wachstumsraten in den Euroländern wies in den letzten 35 Jahren keinen eindeutigen Aufwärts- oder Abwärtstrend auf. Eine Veränderung besteht indessen darin, dass sich alle drei großen Länder nunmehr in der unteren Hälfte der Verteilung befinden. Aus diesem Grund könnten die Wachstumsdisparitäten jetzt deutlicher zu Tage treten, selbst wenn sie nicht größer sind als früher. Die Streuung der Produktionslücken ist im selben Zeitraum stark zurückgegangen, was bedeutet, dass sich die Länder mehr im Gleichschritt bewegen⁹.
- Die Wachstumsunterschiede sind persistenter geworden. Die Streuung der *Trend*-Wachstumsraten, gemessen anhand eines gleitenden Fünfjahresdurchschnitts des effektiven Wachstums, hat stetig zugenommen und ist wesentlich größer als in anderen Regionen (Tabelle 1.5). Die Streuung der *potenziellen* Pro-Kopf-Wachstumsraten, gemessen mit Hilfe einer Produktionsfunktion, hat sich ebenfalls mit der Zeit vergrößert.

Abbildung 1.9 Unterschiede bei Wachstum und Inflation

Jahresdurchschnittliche Wachstumsraten, 2000-2005, in Prozent



1. Außer für Japan, Kanada und die Vereinigten Staaten, wo dies die Verbraucherpreisinflation ist.

Quelle: OECD, *National Accounts of OECD Countries*, und *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank.

Tabelle 1.5 Streuung der realen BIP¹-Wachstumsraten
Ungewichtete Standardabweichung, in Prozentpunkten, Durchschnitt über die Zeiträume

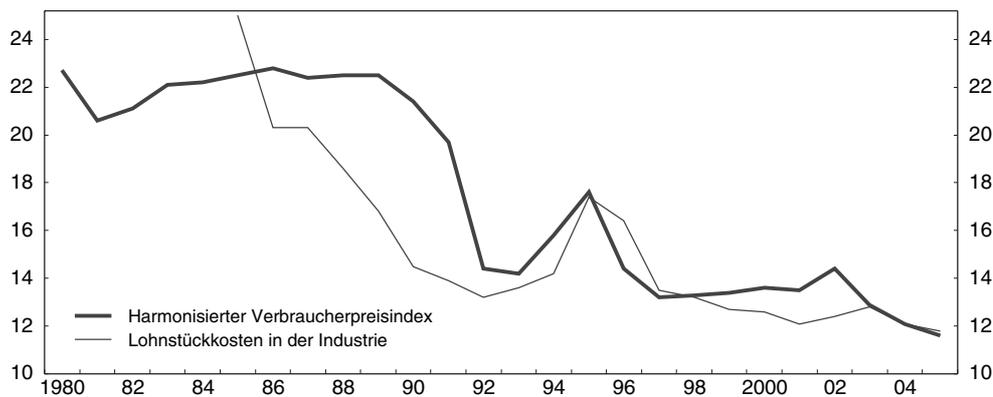
	Streuung der Wachstumsraten im Vorjahresvergleich		Streuung des Trendwachstums (5-Jahres- Wachstumsdurchschnitt)
	1980-2005 ²	1999-2005 ³	1999-2005
Australien (8 Regionen)	2.0 (1.8)	2.1 (1.9)	1.1 (0.7)
Kanada (10 Provinzen)	2.2 (2.2)	2.0 (2.0)	0.9 (1.1)
Euroraum (12 Länder)	2.0 (1.7)	1.9 (1.6)	1.6 (1.3)
Vereinigte Staaten (8 Regionen)	1.5 (1.3)	1.3 (1.1)	0.7 (0.4)
Italien (20 Regionen)	1.6	1.2	n.a.
Westdeutschland (11 Bundesländer)	1.1	1.0	n.a.
Spanien (18 autonome Gemeinschaften)	1.7	0.8	n.a.

1. Die Angaben in Klammern zeigen die Streuung der Pro-Kopf-Wachstumsraten des BIP.
 2. 1991-2005 für Australien, 1982-2005 für Kanada, 1981-2003 für Italien, 1980-2004 für Deutschland, 1981-2004 für Spanien und 1981-2005 für die Vereinigten Staaten.
 3. 1999-2003 für Italien and 1999-2004 für Deutschland und Spanien.
- Quelle: Australian Bureau of Statistics; Statistics Canada; Eurostat; Bureau of Economic Analysis und EZB, *Occasional Paper*, No. 45, Mai 2006, Tabelle 1.

Die Inflationsunterschiede sind auch nicht besonders groß, aber persistent:

- Das Inflationsgefälle hat sich in den neunziger Jahren stark verringert und ist seit 1999 relativ stabil geblieben. Die Streuung der Inflationsraten ist etwas stärker als in Australien, Kanada und den Vereinigten Staaten, wobei der Unterschied aber nicht groß ist¹⁰. Allerdings sind die Inflationsdivergenzen im Euroraum wesentlich persistenter. Die meisten Euroländer haben seit 1999 entweder eine beharrlich über oder beharrlich unter dem Durchschnitt des Euroraums liegende Inflation verzeichnet¹¹. Dieses hohe Maß an Persistenz scheint ein dem Euroraum eigenes Phänomen zu sein, das im Bereich der Dienstleistungen sehr viel deutlicher zu Tage tritt als im Gütersektor.
- Bislang führten die Inflationsdifferenzen nicht zu einer Vergrößerung der Unterschiede bei den absoluten Preis- oder Lohnstückkostenniveaus. Die Länder mit höherer Inflation waren in der Regel diejenigen, die anfänglich ein relativ niedriges Preisniveau aufwiesen (Abb. 1.10). Daher spiegelt sich hierin zum Teil der natürliche Prozess einer Angleichung der Preisniveaus wider, die in einer Währungsunion auch dann zu erwarten wäre, wenn sich das Konvergenztempo verlangsamt hat.

Abbildung 1.10 Streuung des Preisniveaus und der Lohnstückkosten
Variationskoeffizient der relativen Niveaus, in Prozent

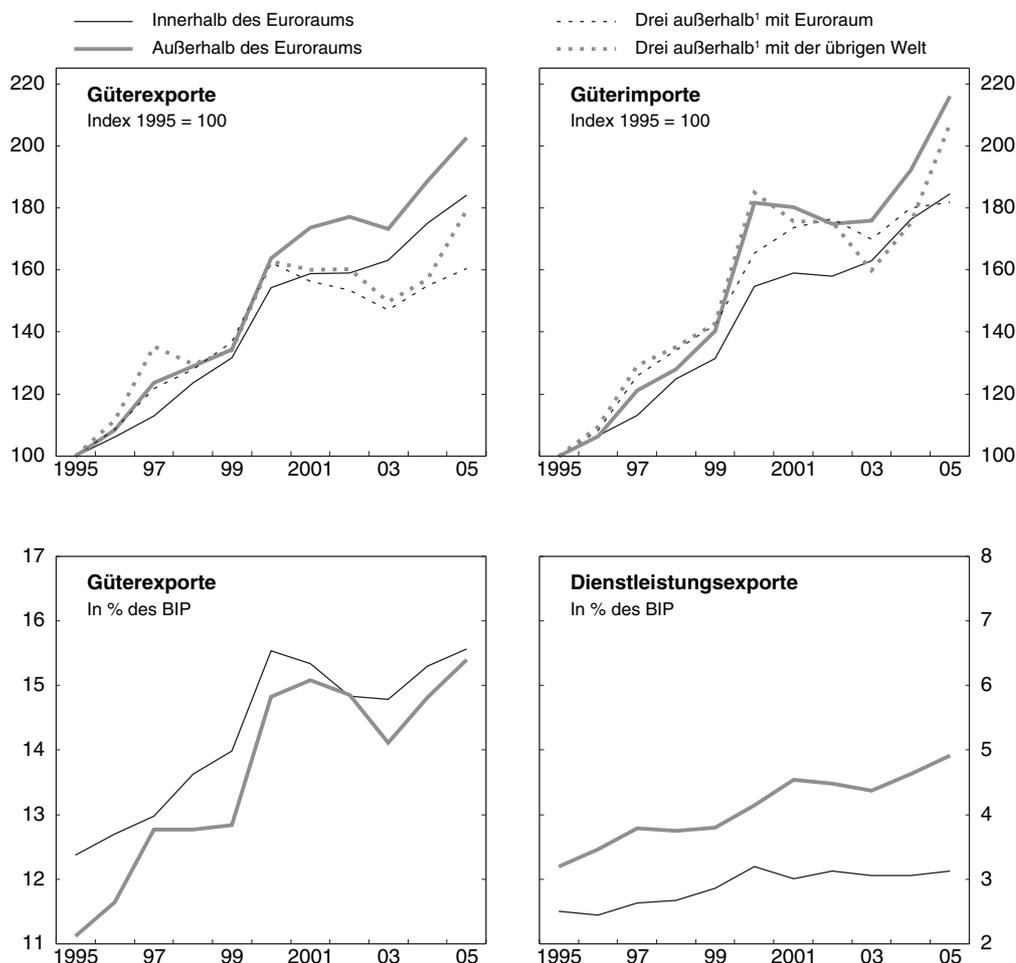


Quelle: OECD-Berechnungen auf der Basis von Eurostat-Daten und OECD, *Main Economic Indicators*, Online-Datenbank.

Die Währungsunion hat stärkere Handelsverflechtungen gefördert

Im Binnenhandel mit Gütern setzte sich die langfristige Tendenz einer Ausweitung im Verhältnis zum BIP fort (Abb. 1.11), obwohl der Handel mit der übrigen Welt – vor allem auf Grund der andernorts stärkeren Wachstumsdynamik – noch rascher expandierte. Der Anstieg verlief nicht gradlinig, da sich die Wechselkursschwankungen sowohl auf den Außenhandel als auch auf den Binnenhandel des Euroraums auswirkten. Nach einer Analyse der verfügbaren empirischen Befunde kam Baldwin (2006) zu dem Schluss, dass die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) den Handel des Euroraums bisher wahrscheinlich um rd. 5-15% gesteigert hat und dass die langfristigen Effekte noch größer sein könnten. Dies ist jedoch nicht ausschließlich der Reduzierung der Handelskosten und der größeren Preistransparenz, die die Gemeinschaftswährung mit sich brachte, zuzuschreiben. Die Handelsexpansion betraf nämlich vor allem Länder, die bereits stabile Währungen und eine starke Handelsintegration aufwiesen (insbesondere die Benelux-Staaten, aber auch Spanien), wohingegen geographisch an der Peripherie liegende Länder wie Griechenland, Portugal und Finnland weniger profitierten. Überdies schätzen die meisten Studien, dass die WWU den Handel mit Ländern außerhalb des Euroraums fast in gleichem Maße stimuliert hat wie den Binnenhandel im Euroraum. Dies könnte sich daraus erklären, dass der Euro die Handelskosten

Abbildung 1.11 **Binnen- und Außenhandel**



1. Die drei ursprünglichen Länder außerhalb des Euroraums: Dänemark, Schweden und das Vereinigte Königreich.
Quelle: Eurostat.

insgesamt und insbesondere die festen Kosten für den Zugang zu Auslandsmärkten verringert und somit mehr Unternehmen dazu gebracht hat, sich im Export zu engagieren. So gesehen können Exporte in ein anderes Mitgliedsland des Euroraums auch ein Sprungbrett für Ausfuhren in Drittstaaten sein. Diese Hypothese, wonach die Festkosten im Handel eine Rolle spielten, wird bis zu einem gewissen Grad durch die Tatsache erhärtet, dass der Handelseffekt in den Branchen am größten war, die sich durch unvollkommenen Wettbewerb und steigende Erträge auszeichnen.

Der Binnenhandel mit Dienstleistungen entwickelte sich hingegen enttäuschend. Hier ist das Niveau mit knapp 3% des BIP niedrig, zumal ein großer Teil davon auf den Tourismus entfällt und somit mehr der Naturressourcenausstattung als der Wirtschaftspolitik zu verdanken ist. Außerdem ist der Handel in den letzten fünf Jahren kaum gewachsen. Die Dienstleistungsexporte außerhalb des Euroraums liegen auf einem wesentlich höheren Niveau und expandierten schneller. Dies deutet auf die Notwendigkeit hin, Hemmnisse für den Binnenhandel mit Dienstleistungen im Euroraum und in der Europäischen Union ganz allgemein zu beseitigen. In dieser Hinsicht wäre die künftige Dienstleistungsrichtlinie ein positives Element, selbst wenn eine ehrgeizigere Fassung wünschenswert gewesen wäre.

Auch die Integration der Finanzmärkte nimmt zu

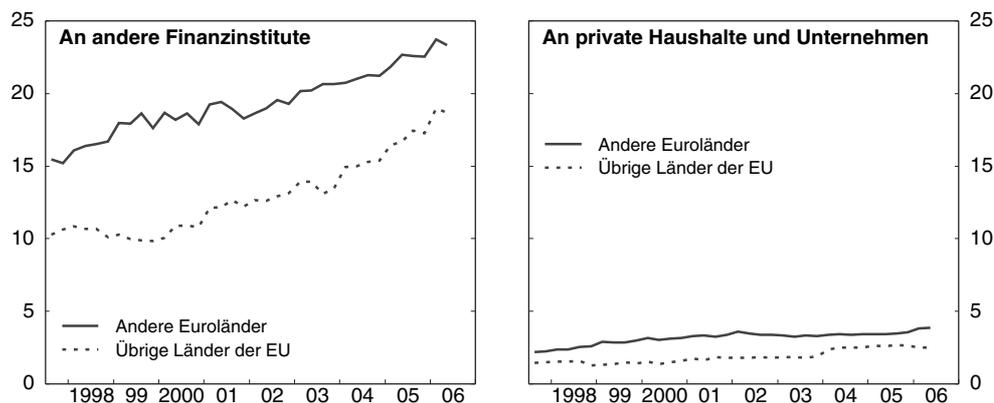
Die Integration der Finanzmärkte hat sich seit der Euro-Einführung erheblich verstärkt, wengleich die Fortschritte in den einzelnen Marktsegmenten recht unterschiedlich ausfallen (wegen einer Analyse der Finanzmarktintegration zu diesem Zeitpunkt vgl. *Wirtschaftsbericht 2002*)¹². Im Allgemeinen sind die Märkte im Großkundengeschäft oder die Over-the-counter-Märkte nahezu vollständig integriert, während die Märkte, auf denen Kleinkunden dominieren, stärker fragmentiert bleiben, oft weil die nationalen Gesetze über Verbraucher- und Anlegerschutz schwer miteinander in Einklang zu bringen sind. Im Einzelnen stellt sich die Situation folgendermaßen dar:

- Der *unbesicherte kurzfristige Geldmarkt* ist im Prinzip seit der Euro-Einführung voll integriert. Der „Spread“ zwischen den Zinssätzen für Interbankenkredite (genauer gesagt die Standardabweichung bei den Zinssätzen der einzelnen Länder) liegt zurzeit bei knapp 1 Basispunkt.
- Der *besicherte Geldmarkt* weist ebenfalls einen relativ hohen Integrationsgrad auf. Die „Spreads“ der Einmonats- und Zwölfmonats-Reposätze (Wertpapierpensionssätze), die von der EZB für die Steuerung der Geldpolitik genutzt werden, betragen 1-2 Basispunkte. Die Integration der Verrechnungs- und Settlement-Infrastrukturen für Wertpapiere ist jedoch noch nicht abgeschlossen, und es bestehen weiterhin Probleme in Bezug auf die Besicherung grenzüberschreitender Verbindlichkeiten.
- Die Verbesserung im Bereich der Finanzmärkte wird auch am Markt für *Zinsderivate* deutlich. Der Euromarkt für Zinsswaps ist mittlerweile der größte der Welt.
- Die *Märkte für Staatsanleihen* sind fast genauso stark integriert wie die Geldmärkte. Renditeunterschiede reflektieren jetzt größtenteils mehr das empfundene Kreditrisiko als Quantitäts- oder Marktstrukturprobleme. Die Beta-Renditen für Staatsanleihen, die die Parallelentwicklung der Renditen eines bestimmten Landes und der deutschen Renditen messen, liegen nahe 1,0, was bedeutet, dass sich die Renditen fast genau im Verhältnis 1:1 entwickeln.
- Die *Renditen der Unternehmensanleihen* werden fast ausschließlich durch die Sektor- und Kreditrisikomerkmale des Emittenten bestimmt, wobei Ländereffekte eine untergeordnete Rolle spielen (Baele et al., 2004). Die Emissionsgebühren für Unternehmensschuldverschreibungen sind seit 1999 erheblich gesunken und liegen jetzt auf einem mit den Vereinigten Staaten vergleichbaren Niveau. Der Markt für in Euro denominierte Unternehmensanleihen hat sich wesentlich vergrößert, wobei die im Umlauf befindlichen Papiere 2005 75% des BIP betrug, gegenüber 32% im Jahr 1998. Gleichwohl bleibt noch viel Raum für eine weitere Expansion: Der amerikanische Markt für Unternehmensanleihen ist im Verhältnis zum BIP etwa dreimal so groß.
- Die *Märkte für Off-Balance-Sheet-Verbriefung* sind nach wie vor unterentwickelt. Die Neuemissionen von *Asset Backed Securities* und *Mortgage Backed Securities* beliefen sich 2004

im Euroraum auf rd. 240 Mrd. Euro, ein Fünftel des US-Markts. Es existiert kein integrierter europäischer Verbriefungsmarkt. Jedes Land hat seine eigenen Instrumente, und auf das Vereinigte Königreich allein entfällt etwa die Hälfte der umlaufenden Papiere (IWF, 2005). Dagegen ist *On-Balance-Sheet-Verbriefung* durch die Ausgabe von *Covered Bonds* (z.B. Pfandbriefe in Deutschland und ähnliche Strukturen andernorts) üblicher als in den Vereinigten Staaten. Bei dieser Art von Verbriefung verbleibt das Kredit- und Cashflow-Risiko bei der emittierenden Bank. Dies war bisher die vorherrschende Form der Verbriefung in den Euroländern, da einer *True-Sale-Verbriefung* historisch gesehen Steuer- und Regulierungshindernisse im Wege standen.

- Die *Aktienmärkte* sind stärker fragmentiert als die Festzinsmärkte, jedoch scheint ihre Integration stärker geworden zu sein. Die Präferenz für heimische Anlagen hat abgenommen, wurde aber weitgehend durch eine Präferenz für in Euro denominierte Anlagen ersetzt.
- Im *Großkundengeschäft der Banken* und bei kapitalmarktbezogenen Aktivitäten gab es in den letzten Jahren Integrationsfortschritte. Zum Beispiel sind 23% der Ausleihungen zwischen Finanzinstituten im Euroraum grenzüberschreitend, gegenüber 15% im Jahr 1997 (Abb. 1.12).
- Die größte Herausforderung ist das *Retailgeschäft* der Banken. Es ist überwiegend nach nationalen Gesichtspunkten segmentiert, vor allem in Bezug auf Kleinkunden. Grenzüberschreitende Transaktionen im Retailbereich machen gerade einmal 3,5% der gesamten Kreditvergabe aus; zwar ist der entsprechende Anteil von 1997 bis 2001 gestiegen, hat sich seither aber nicht mehr erhöht (Abb. 1.12, rechter Teil). Soweit sich die Produkte einzelner Länder vergleichen lassen, ist eine Konvergenz bei den Zinssätzen noch lange nicht erreicht. Im Ländervergleich schwankte die Standardabweichung der Zinssätze für Konsumentenkredite in den letzten Jahren zwischen 80 und 100 Basispunkten, und der entsprechende Wert für Hypothekendarlehen variierte zwischen 40 und 60 Basispunkten. Ungeachtet methodischer Unterschiede scheint die Variationsbreite der Hypothekenzinsen zwischen verschiedenen Regionen in den Vereinigten Staaten geringer zu sein als unter Euroländern (EZB, 2005). Zwar kam es im Bankensektor zu einem aggressiven Konsolidierungsprozess, doch handelte es sich bei den entsprechenden Aktivitäten nahezu ausschließlich um Fusionen innerhalb der einzelnen Länder und weniger um grenzüberschreitende Zusammenschlüsse. Weniger als 10% der M&A-Aktivität des Bankensektors in den letzten zwanzig Jahren war grenzüberschreitender Art (Walkner und Raes, 2005), und der überwiegende Teil hiervon bezog sich mehr auf das Wholesale- als das Retailgeschäft, obwohl es in den Jahren 2005 und 2006 offenbar zu einem Anstieg gekommen ist. Der Marktanteil ausländischer Banken ist insgesamt gering, aber innerhalb der Union unterschiedlich¹³.

Abbildung 1.12 **Grenzüberschreitende Kreditvergabe durch Finanzinstitute**
In Prozent der gesamten Kreditvergabe



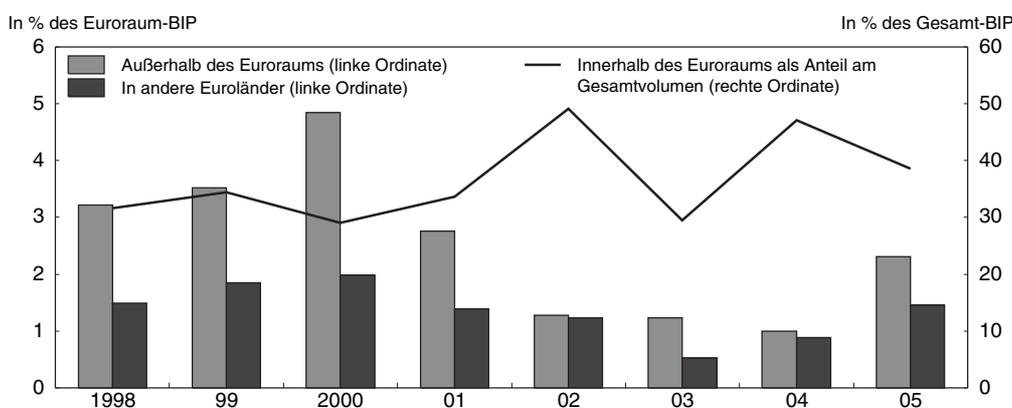
Quelle: EZB.

Die Verflechtung im Bereich der Direktinvestitionen ist weniger weit gediehen

Die Statistiken über ausländische Direktinvestitionen (ADI) lassen bestenfalls einen leichten Anstieg des Integrationsgrads im Euroraum erkennen. Bei den Auslandsinvestitionen von im Euroraum ansässigen Unternehmen hat sich der Anteil der in ein anderes Euroland fließenden Mittel leicht auf rd. 40% erhöht, wobei aber die gesamten ADI-Ströme geringer sind als in den Boomjahren um die Jahrtausendwende (Abb. 1.13). Von den außerhalb des Euroraums getätigten Investitionen ging ein Drittel in die drei EU-Länder, die sich zunächst gegen einen Beitritt zum Euroraum entschieden hatten (Vereinigtes Königreich, Schweden und Dänemark). Der Anteil der den zehn neuen EU-Mitgliedstaaten zukommenden Investitionsströme ist immer noch relativ gering. 2004 und 2005 bezogen sie rd. 4½% der ausländischen Investitionen des Euroraums, was aber gegenüber dem Wert von 2½% in den drei vorangegangenen Jahren eine Zunahme darstellt. In absoluter Rechnung beliefen sich die 2005 in diese zehn EU-Mitgliedsländer gehenden ausländischen Direktinvestitionen auf knapp 16 Mrd. Euro (0,2% des Euroraum-BIP oder 3% ihres zusammengefassten BIP).

Abbildung 1.13 Abflüsse ausländischer Direktinvestitionen aus den Euroländern¹

In Prozent des Euroraum-BIP



1. Ohne Belgien und Luxemburg.

Quelle: Eurostat.

Mit dem Beitritt neuer Mitglieder nimmt die Diversität in der Union zu

Zehn Länder traten der Europäischen Union im Mai 2004 bei (zwei weitere, Rumänien und Bulgarien, kommen Anfang 2007 hinzu). Das Gesamt-BIP der zehn neuen Länder beläuft sich auf rd. 7% der derzeitigen gesamtwirtschaftlichen Produktion des Euroraums, womit ihr wirtschaftliches Gewicht als Gruppe etwas größer ist als das der Niederlande. Bedeutender ist ihr Gewicht in demographischer Hinsicht, denn ihre Gesamtbevölkerung beträgt 74 Millionen, was etwa 30% der Bevölkerung des Euroraums entspricht und womit sie mehr oder minder zwischen der Bevölkerungszahl von Frankreich und Deutschland liegen. Sie weisen einen unterschiedlichen wirtschaftlichen Entwicklungsstand auf. Das Pro-Kopf-BIP (KKP-bereinigt) beträgt in Slowenien und Zypern rund drei Viertel des Durchschnittswerts im Euroraum, so dass sie hier mit Griechenland gleichauf und weit vor Portugal liegen (Tabelle 1.6). Am anderen Ende des Spektrums beträgt das Pro-Kopf-BIP in Lettland, Litauen und Polen weniger als die Hälfte des Euroraum-Durchschnitts. Sie weisen insofern einen hohen Integrationsgrad mit anderen EU-Ländern auf, als durchschnittlich drei Viertel ihres Handels mit der EU abgewickelt werden.

Irgendwann müssen diese Länder dem Euroraum beitreten, denn die EU-Mitgliedschaft impliziert die WWU-Mitgliedschaft, und es wurde ihnen nicht ein permanentes Opt-out-Recht eingeräumt wie Dänemark und dem Vereinigten Königreich. In der Praxis können sie diesen Zeitpunkt so lange wie sie wollen hinausschieben, indem sie sich dafür entscheiden, nicht dem Wechselkursmechanismus II beizutreten (dies ist die Art und Weise, wie Schweden, das keinen Opt-out-Status hat, der Währungsunion fernbleibt).

Tabelle 1.6 Summarische Indikatoren für die EU10-Länder

Einheit	Zeitraum	Zypern	Tschech. Republik	Estland	Ungarn	Lettland	Litauen	Malta	Polen	Slowak. Republik	Slowenien
Hintergrundinformationen											
Bevölkerung	2005	0.7	10.2	1.3	10.1	2.3	3.4	0.4	38.2	5.4	2.0
BIP in Euro	2005	0.2	1.2	0.1	1.1	0.2	0.3	0.1	3.0	0.5	0.3
BIP in KKP	2005	0.2	2.2	0.2	1.8	0.3	0.5	0.1	5.7	0.9	0.5
Pro-Kopf-BIP in KKP	2005	77.9	69.1	52.6	58.3	44.1	48.1	65.5	46.8	52.2	76.2
Komparatives Preisniveau des BIP	2004	87.4	52.0	55.9	57.4	48.4	47.2	66.1	46.9	50.9	71.1
Anteil des Handels mit EU25	2005	68	83	77	72	76	62	63	76	82	72
Konvergenzkriterien											
HVPI-Inflation, 12-monatliche prozentuale Veränderung	April 06	2.0	1.9	4.1	3.1	6.9	2.7	2.7	1.4	3.3	2.3
Nettokreditaufnahme Staatssektor	2005	-2.4	-2.6	1.6	-6.1	0.2	-0.5	-3.3	-2.5	-2.9	-1.8
Bruttoverschuldung (Maastricht-Definition)	2005	70.3	30.5	4.8	58.4	11.9	18.7	74.7	42.5	34.5	29.1
Zinssatz 10-Jahres-Anleihen ²	April 06	4.1	3.9	4.0	7.0	3.6	3.9	4.2	5.0	4.3	3.7
Weitere Informationen											
HVPI ohne Energie, 12-monatliche prozentuale Veränderung	April 06	0.7	0.7	2.6	2.6	6.0	1.9	1.9	0.5	1.5	1.0
Leistungsbilanzsaldo	2005	-5.9	-2.1	-10.5	-7.3	-12.5	-7.0	-13.1	-1.5	-5.5	-1.1
Lohnstückkosten, jahresdurchschnittlicher Zuwachs	2000-05	3.8	6.7	3.8	9.0	-0.7	2.6	2.2	-9.1	4.6	2.5
Arbeitsproduktivität, jahresdurchschnittlicher Zuwachs	2000-05	1.0	3.8	6.4	3.9	6.3	6.5	-0.7	7.6	4.3	2.8
Arbeitslosenquote, 15- bis 64-Jährige	2005	5.5	8.0	8.1	7.2	9.0	8.4	7.4	18.0	16.3	6.7
Mindestlohn	2004	..	37	30	45	35	..	..	40	39	45
Arbeitslosenversicherungsleistungen (1. Monat)	..	..	50	50	64	50	25	..	40	60	63
Zeitpunkt des WKM-II-Beitritts (geplanter oder tatsächlicher)	April 05	April 05	Kein Termin	Juni 04	Kein Termin	April 05	Juni 04	April 05	Kein Termin	Nov. 05	Juni 04
Vorgesehener Termin für die Euro-Einführung	2007-08	2007-08	Ver-schoben	Ver-schoben	Ver-schoben	Ver-schoben	Ver-schoben	2008	Ver-schoben	2009	1. Jan. 07
Wechselkursystem	In WKM-II	In WKM-II	Gelenktes Floating	In WKM-II (mit unilateralem €-Currency-Board)	Gekoppelt an €	In WKM-II	In WKM-II (mit unilateralem €-Currency-Board)	In WKM-II	Gelenktes Floating	In WKM-II	In WKM-II

1. Referenzwert: 2.65% (für das Jahr bis April 2006).

2. Referenzwert: 6.2%.

3. Prozentualer Anteil des Durchschnittslohns für Estland, Lettland und Slowenien.

Quelle: Eurostat; T. Boeri und P. Garibaldi (2006), "Are Labour Markets in the New Member States Sufficiently Flexible for EMU?", *Journal of Banking and Finance*, No. 30; OECD (2006), *Beschäftigungsausblick*.

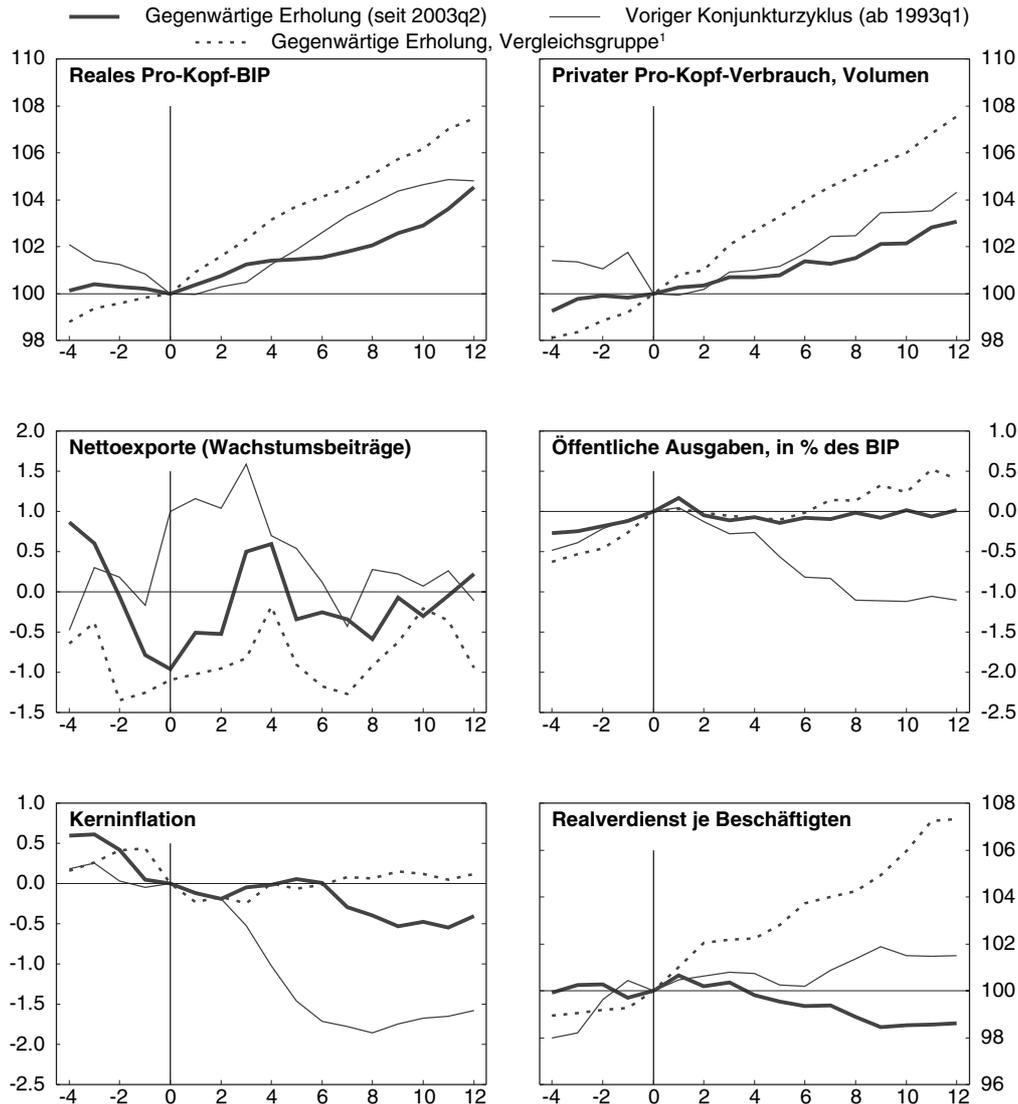
Die Wahl des richtigen Zeitpunkts für den Beitritt zur Währungsunion ist für die Länder schwierig. Sie hängt ab vom Grad der wirtschaftlichen und finanziellen Stabilität, von der Frage, ob die jährliche Inflationsrate in dem Jahr vor der Prüfung ihres Beitragsantrags den Durchschnitt der drei EU-Länder mit den besten Ergebnissen um weniger als 1,5 Prozentpunkte übersteigt, vom Ausmaß der Handels- und ADI-Verflechtungen, vom Grad der Synchronisierung des Konjunkturzyklus sowie davon, ob die Wirtschaft oft von länderspezifischen Schocks getroffen wird, die es kostspielig machen würden, die Kompetenz für die Geldpolitik abzugeben. Selbst wenn die Länder der Auffassung sind, für den Euroraum-Beitritt bereit zu sein, müssen sie erst in nachhaltiger Weise die Hürde der Maastrichter Konvergenzkriterien überwinden (Anhang 1.A1). An den Maastricht-Kriterien gemessen ist der Grad der nominalen Konvergenz der einzelnen Länder recht unterschiedlich. Slowenien befindet sich in Bezug auf alle Konvergenzkriterien innerhalb der vorgegebenen Grenzen und wurde im Sommer 2006 akzeptiert, so dass dem Euroraum ab dem 1. Januar 2007 13 Mitglieder angehören werden. Der Antrag Litauens wurde auf Grund der Tatsache abgelehnt, dass seine Inflationsrate weiterhin über dem Referenzwert (2,7%) liegt und voraussichtlich weiter steigen wird, während Estland davon absah, eine Konvergenzüberprüfung zu beantragen. Zum Zeitpunkt der Prüfung Sloweniens lag die Inflationsrate in sieben der zehn Länder über dem Referenzwert, war aber in den meisten Fällen nicht allzu weit davon entfernt. Auf fünf neue Mitgliedstaaten findet nach wie vor das Verfahren bei übermäßigem Defizit Anwendung (Malta, Polen, Slowakei, Tschechische Republik und Ungarn). In Malta und Zypern liegt der Schuldenstand weit über dem Limit von 60%, und in Ungarn bewegt er sich an dieser Grenze. In allen übrigen Ländern liegt der Schuldenstand weit unter diesem Grenzwert.

Diese Länder sind zwar nicht so weit entwickelt wie die derzeitigen Mitglieder des Euroraums, doch sind ihre Arbeitsmärkte im Allgemeinen flexibler, so dass sie in dieser Hinsicht weniger Probleme mit der Gemeinschaftswährung haben dürften. Ein Index der Beschäftigungsschutzbestimmungen ist für die vier mitteleuropäischen Länder verfügbar, die auch der OECD angehören; hier sind diese Bestimmungen weniger streng als in sämtlichen Euroländern mit Ausnahme Irlands. Die gesetzlichen Mindestlöhne sind recht niedrig und werden im privaten Sektor ohnehin selten durchgesetzt (Boeri und Garibaldi, 2006). Die Tarifverhandlungssysteme sind in den meisten dieser Länder dezentralisiert mit wenig Rückgriff auf Lohnindexierung (die wichtigste Ausnahme bildet Slowenien mit zentralisierten Tarifverhandlungen und Indexierungsmechanismen, wobei die Indexierung allerdings im Voraus erfolgt). Die Ersatzquote beim Arbeitslosengeld ist in den baltischen Staaten gering, liegt in Slowenien, der Slowakischen Republik und Ungarn aber näher am Durchschnitt des Euroraums. Die Hauptschwäche in einigen der neuen Mitgliedsländer ist ein hoher Steuer- und Abgabenkeil, den sie jedoch durch eine Verbreiterung ihrer Steuerbasis reduzieren könnten. Die schlechten Beschäftigungsergebnisse in vielen neuen Mitgliedsländern sind eher durch ein niedriges Qualifikationsniveau, vor allem unter älteren Arbeitskräften, sowie dadurch bedingt, dass sie sich in einem raschen Strukturwandel befinden. In den meisten Fällen sind ihre Produktmärkte relativ liberal, weniger allerdings in Polen und Ungarn.

Den durch die Gemeinschaftswährung erzielten Vorteilen steht ein Mangel an Widerstandsfähigkeit gegenüber

Seit der Jahrtausendwende sind zwischen Ländern, die Reformen durchgeführt haben und Ländern, die dies nicht taten, frappierende Unterschiede zu Tage getreten. Eine Reihe von vergleichsweise starken Nachfrage-, Angebots- und Finanzmarktschocks wurde von den erstgenannten Ländern gut verkraftet, während sie in den übrigen Ländern zu dauerhafter Schwäche führten. Der Euroraum zählt generell zur zweiten Gruppe. Die jüngste Konjunkturerholung kam wesentlich schleppender voran als in den flexibleren Volkswirtschaften (Abb. 1.14), zum großen Teil deshalb, weil die Binnennachfrage im Euroraum langsamer anzog. Sie war auch schwächer als in der vorangegangenen Aufschwungphase, vor allem in Deutschland, Italien und den Niederlanden. Dieser unzureichende Grad an Widerstandsfähigkeit¹⁴ erklärt sich z.T. durch eine Reihe von Sonderfaktoren, die in diesem Kapitel bereits genannt wurden. Wie Kapitel 2 jedoch zeigt, ist der Euroraum an sich weniger widerstandsfähig und die Geldpolitik braucht mehr Zeit, um die Wirtschaft wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Nach den Erkenntnissen von Duval (2007) hängt dies mit Verkrustungen an den Produkt-

Abbildung 1.14 Ein Vergleich der Konjunkturerholungsphasen



1. Ungewichteter Durchschnitt für Kanada, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten.

Quelle: Eurostat und OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank.

und Arbeitsmärkten zusammen. Er stellt fest, dass Beschäftigungsschutzbestimmungen und Produktmarktregulierung die Persistenz der Produktionslücke tendenziell verstärken, während ein hohes Niveau der Hypothekenschuldung der privaten Haushalte – das für deregulierte Hypothekensmärkte typisch ist – offenbar eine gegenteilige Wirkung hat. Es gibt auch gewisse Befunde dafür, dass dezentralisierte und koordinierte Tarifverhandlungssysteme helfen, den anfänglichen Effekt von Schocks zu absorbieren, während sektorale Tarifverhandlungssysteme die Effekte in der Regel verstärken. Verschiedene andere mit Politik und Institutionen zusammenhängende Faktoren erweisen sich nicht in allen Spezifikationen als robust, vielleicht weil sie in hohem Maße miteinander korrelieren. Es zeigte sich jedoch, dass synthetische Indikatoren für Politik und Institutionen signifikante Effekte auf die Persistenz der Produktionslücken haben. In einem schematisierten Modell für Europa und die Vereinigten Staaten zeigen Drew et al. (2004), dass sich der relative Mangel an Widerstandsfähigkeit in Europa sehr wohl durch nominale und reale Rigiditäten an den Arbeits- und Produktmärkten in Verbindung mit einer geringeren Finanzmarktstärke und einer größeren Anfälligkeit gegenüber Kreditrestriktionen erklären lässt. Unterschiede in der Ausrichtung der Geld- und Fiskalpolitik sind dabei ebenfalls zu berücksichtigen.

Eine geringere Widerstandsfähigkeit kann zu einem langsameren Trendwachstum führen

Dabei können sich selbst verstärkende Mechanismen im Spiel sein, die dafür sorgen, dass sich eine zunächst als vorübergehender Abschwung erscheinende Entwicklung letztlich in ein Phänomen mit lang anhaltenden oder permanenten Effekten verwandelt, was Phelps (1994) als *Structural Slump* bezeichnete. Hystereseeffekte am Arbeitsmarkt sind wohl bekannt, obwohl sie tendenziell eher das Niveau als die Zuwachsraten der Beschäftigung und Produktion beeinflussen. Hierzu gehören ein allmählicher Anstieg der strukturellen Arbeitslosigkeit infolge der Insider-Outsider-Dynamik, eine zunehmende Entmutigung der Arbeitslosen und eine Entwertung ihrer Qualifikationen, eine Stigmatisierung der Arbeitslosen, die ihre anschließenden Beschäftigungsaussichten reduziert, und eine Verringerung der regionalen Arbeitskräftemobilität, vor allem bei stagnierenden oder sinkenden Wohnimmobilienpreisen. Die meisten dieser Effekte dürften langfristig nachlassen, wobei aber das Ausscheiden älterer Arbeitskräfte aus dem Erwerbsleben effektiv permanenter Natur ist, wenn es im Zuge einer Frühverrentung oder wegen Invalidität erfolgt. Es ist äußerst selten, dass Bezieher von Invaliditätsrenten in ein Beschäftigungsverhältnis zurückkehren (OECD, 2003) – und deshalb haben einige Länder Reformen eingeführt, um den Zugang zu begrenzen und die Nutzung der verbleibenden Arbeitsfähigkeit zu fördern.

Es könnten auch Produktmarkt-Hystereseeffekte existieren, die persistente Auswirkungen auf das Potenzialwachstum haben, indem sie die Antriebskräfte für Innovation und Produktivitätszuwachs beeinflussen. Zum Beispiel:

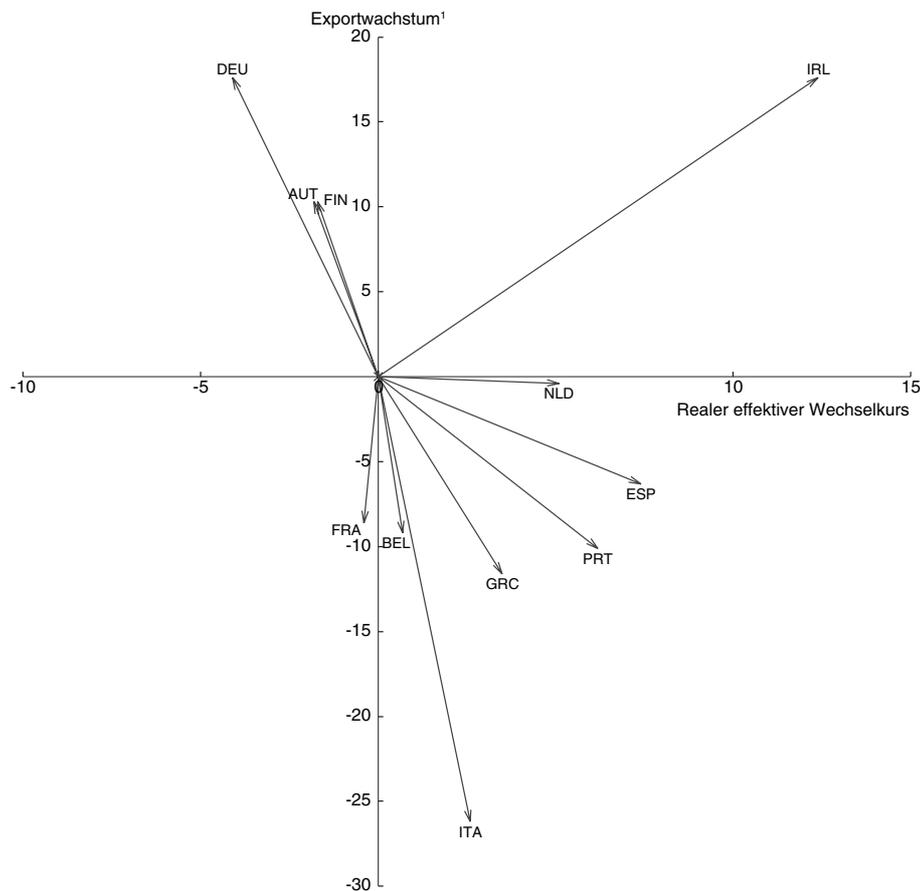
- Unternehmen mit Liquiditätsengpässen könnten ihre FuE-Ausgaben auf Grund von Kreditrestriktionen in einer Abschwungphase reduzieren (Aghion und Howitt, 2006).
- Ebenso könnten die Staatsausgaben in wachstumsfördernden Bereichen wie Bildung, öffentliche FuE-Förderung und Infrastrukturinvestitionen durch höhere Transferausgaben verdrängt werden (vgl. Kapitel 3).
- Investitionen mit versunkenen Kosten sind weniger riskant, wenn sie in einer expandierenden Wirtschaft erfolgen, denn es ist leichter, Kapazität zu erweitern als zu reduzieren. Bei einer längeren Konjunkturflaute könnte sich die Investitionstätigkeit daher nicht nur auf Grund der üblichen Produktions- und Cashflow-Probleme, sondern auch durch den in diesem Fall gegebenen Unsicherheitsfaktor verringern.
- Unternehmerinitiative und Innovationstätigkeit können aus einem ähnlichen Grund zurückgehen. Es besteht vielleicht weniger Risikobereitschaft zur Gründung eines neuen Unternehmens. Weniger Erneuerung des Unternehmensbestands führt zu geringerem Produktivitätswachstum über den Prozess der kreativen Zerstörung (OECD, 2001).
- Auch die Arbeitnehmer können risikoscheuer werden, was die Stellenfluktuation verringert. Frisches Blut und neue Ideen sind auf Unternehmensebene wichtige Antriebskräfte der Innovation.
- Die Unternehmen können für kurze Zeit einen überhöhten Arbeitskräftebesatz halten, aber während einer länger anhaltenden Schwächephase müssen Beschäftigte mit betriebspezifischen Qualifikationen entlassen werden. Wenn die Unternehmen wissen, dass sich Rezessionen im Allgemeinen über längere Zeit hinziehen, besteht für sie weniger Anreiz, in das Humankapital ihrer Beschäftigten zu investieren.
- Die Regierungen können geneigt sein, wachstumsfördernde Reformen und Haushaltskonsolidierung auf bessere Zeiten zu verschieben.

Sich selbst verstärkende Mechanismen können auch in die positive Richtung wirken. Zum Beispiel ermöglichte es das starke Wachstum in Irland und Spanien diesen Ländern, mehr Mittel für Infrastrukturen und FuE auszugeben. Dies brachte auch Zuwanderer ins Land, wovon weitere Impulse auf das Wachstum ausgehen.

Resümee: Für ein besseres Funktionieren der Währungsunion sorgen

Die Bedenken über die Disparitäten innerhalb des Euroraums sollten relativiert werden, da die Preisniveaus im Allgemeinen eher konvergieren als divergieren und die Integration der Volkswirtschaften zunimmt. Aber dass es für einige Mitgliedsländer des Euroraums Probleme gibt, liegt auf der Hand. Zudem geht der Konvergenzprozess selten so vonstatten, dass die Länder ohne weiteres ihren langfristigen Gleichgewichtspfad erreichen und sich das Wachstum dann auf eine normale Durchschnittsrate einpendelt. Vielmehr geben Theorie¹⁵ und Evidenz¹⁶ Grund zu der Annahme, dass es zu exzessiven Reaktionen kommt. Ob Wachstums- oder Inflationsdifferenzen ein Problem darstellen, hängt letztlich von den Ursachen hierfür ab, und diese sind von Land zu Land zu analysieren. Der Kontrast zwischen Portugal und Irland ist in dieser Hinsicht aufschlussreich. Beide Länder haben seit 1999 überdurchschnittlich hohe Inflationsraten, so dass ihr realer Wechselkurs gestiegen ist. In Irland ging dies mit einem starken Produktivitätswachstum einher, was immer noch beeindruckende Exportergebnisse ermöglichte (Abb. 1.15) – so dass der Anstieg seines realen Wechselkurses gerechtfertigt war. Das Gegenteil gilt für Portugal. Dort bedürfte es sogar eher eines niedrigeren realen Wechselkurses, da die portugiesische Bekleidungsindustrie von der Konkurrenz aus Asien hart getroffen wurde. Durch einen Boom im Baugewerbe und eine fiskalische Expansion zum falschen Zeitpunkt geriet der Anpassungsprozess ins Stocken, und die Exportergebnisse verschlechterten sich.

Abbildung 1.15 **Realer effektiver Wechselkurs und Bruttoexporte**
Kumulierte Veränderung von 1999 bis 2005

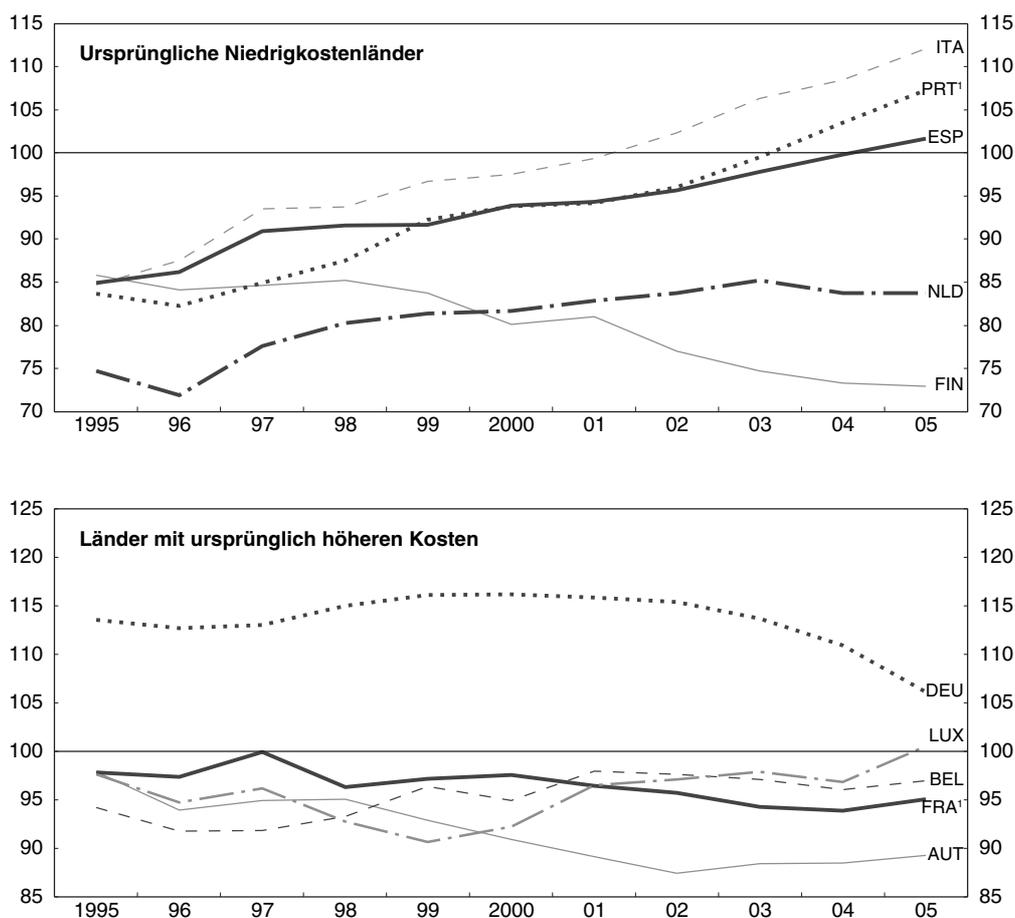


1. Den Euroraumdurchschnitt überschreitend.

Quelle: Eurostat und OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank.

Abbildung 1.16 **Relative Lohnstückkostenniveaus in der Industrie**

Euroraum = 100



1. Hochgerechnet auf Basis der gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten für Portugal (2003-2005) und Frankreich (2005).
 Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*, Online-Datenbank und *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank.

Probleme der Wettbewerbsfähigkeit zeigen sich bei einem Vergleich der Lohnstückkosten ganz deutlich. Insgesamt scheinen Divergenzen bei den Lohnstückkostenniveaus zwar stabil oder rückläufig zu sein (Abb. 1.10), doch sind von Land zu Land sehr unterschiedliche Muster zu beobachten. Italien, Portugal und Spanien hatten traditionell relativ niedrige Lohnstückkosten; in Italien und Portugal liegen diese nunmehr erheblich über dem Durchschnitt, und bei Fortsetzung der derzeitigen Trends wird dies auch in Spanien bald der Fall sein (Abb. 1.16).

Ein weiteres Problem besteht darin, dass die regionalen Unterschiede mit institutionellen und strukturellen Merkmalen einhergehen, die ihre Beseitigung schwieriger machen. Hierzu gehören die begrenzte Arbeitskräftemobilität, das Fehlen eines geeigneten Mechanismus für Finanztransfers und eine weitgehend dezentrale Zuständigkeit in der Finanz- und Strukturpolitik. Die Unterschiede wurden zudem durch prozyklische finanzpolitische Maßnahmen vergrößert (Kapitel 3). Angesichts der dringenden Notwendigkeit zur Haushaltskonsolidierung in der gesamten Union kann die Fiskalpolitik nicht mehr als ein aktives Instrument der Nachfragesteuerung (über die automatischen Stabilisatoren hinaus) eingesetzt werden. Abgesehen von den jeder Volkswirtschaft inhärenten Ausgleichsmechanismen, insbesondere der Mechanismus der Wettbewerbsfähigkeit, ist ansonsten nicht viel übrig geblieben. Im Prinzip sollte dieser Mechanismus folgendermaßen wirken. Übermäßiger Inflationsdruck, der mit größerer Wahrscheinlichkeit in den vom Wettbewerb abgeschirmten Wirtschaftssektoren entsteht, führt zu Kostendruck, der weitergegeben wird und die Wettbewerbsfähigkeit des Exportsektors beeinträchtigt. Der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit schlägt

sich in einem negativen Wachstumsbeitrag der Auslandsnachfrage nieder. Die Verdrängung der Exporte zieht Arbeitsplatzverluste und (möglicherweise) ein geringeres Lohnwachstum in den betreffenden Sektoren nach sich, was zu einer Reduzierung der Binnennachfrage führt, die sich letztlich auch in den vom Wettbewerb abgeschirmten Sektoren bemerkbar macht, mit der Folge, dass die Inflation nachlässt und somit kompensierende Zugewinne an Wettbewerbsfähigkeit entstehen. Wenn jedoch eine wichtige Lehre aus den ersten acht Jahren der Währungsunion zu ziehen ist, so die, dass dieser Ausgleichsmechanismus nur langsam wirkt. Die erwarteten Effekte stellen sich mit Verzögerung ein und sind nicht synchron mit den Antriebskräften der Wirtschaftstätigkeit, so dass die Länder über mehrere Jahre einen Inlandsboom mit übermäßiger Expansion erleben können, bevor die Wettbewerbsfähigkeit zu einem unüberwindlichen Hindernis wird. Im Ergebnis kann dies zu Boom-Bust-Zyklen anstatt einem stabilen Wachstumspfad führen.

Um dieses Problem in den Griff zu bekommen, müssen die Arbeits- und Produktmärkte flexibel und eng mit denen der anderen Mitgliedsländer der Union integriert sein (Europäische Kommission, 2005, und Ahearne und Pisani-Ferry, 2006). Hierzu bedarf es größerer Fortschritte bei Strukturreformen. Länder, die in Bezug auf die Reallokation von Arbeit und Kapital nur langsam vorankommen, die Schocks schlecht verkraften und deren Inflationsraten wenig auf wirtschaftliche Entwicklungen reagieren, können in der Währungsunion zwar überleben, werden es aber schwer haben. Die Priorität sollte darin bestehen, die Volkswirtschaften der Mitgliedsländer schockresistenter zu machen und dafür zu sorgen, dass sie schneller auf die makroökonomische Politik reagieren – anders gesagt, sollten sie ihre inhärenten Ausgleichsmechanismen verstärken. Der überwiegende Teil der entsprechenden Maßnahmen ist auf nationaler Ebene erforderlich:

- Die Politik sollte insbesondere auf eine Erhöhung der Lohnflexibilität ausgerichtet sein. Eine Verlagerung von sektoralen Tarifverhandlungsstrukturen hin zu Betriebsvereinbarungen und die Kopplung der Lohnentwicklung an die Produktivität würde den Unternehmen helfen, Schocks über eine Anpassung der Löhne und nicht der Beschäftigtenzahlen zu bewältigen, die Exporteure von den Entwicklungen in anderen Sektoren isolieren und die Anreize für die Arbeitnehmer erhöhen, die Produktivität zu steigern, weil sie mit zu den Gewinnern zählen würden. Faktoren, die Lohnrigiditäten verursachen, wie z.B. Allgemeinverbindlicherklärungen (mit denen der Geltungsbereich spezifischer Tarifvereinbarungen auf größere Teile der Wirtschaft ausgedehnt wird) und implizite oder explizite Indexierung sollten abgeschafft werden, oder zumindest sollte sichergestellt werden, dass die Lohnentwicklung eng an die Produktivität gekoppelt ist. Reformen der sozialen Sicherungssysteme könnten ebenfalls dafür sorgen, dass die Löhne mehr Reagibilität gegenüber den Arbeitsmarktbedingungen zeigen, vor allem durch striktere Anspruchskriterien und Auflagen in Bezug auf die Arbeitsuche in Verbindung mit einer besseren Unterstützung bei der Arbeitsuche.
- Ein höheres Maß an Beschäftigungsflexibilität würde die Reagibilität der Volkswirtschaften der Mitgliedsländer gegenüber permanenten Schocks verbessern. Hierzu bedarf es einer Lockerung der Beschäftigungsschutzbestimmungen für reguläre Arbeitsverträge in den Ländern, wo diese eine Anpassung an permanente Schocks behindern und wo sie zu einer starken Segmentierung des Arbeitsmarkts geführt haben. Hemmnisse für die Arbeitskräfte-mobilität sollten ebenfalls abgebaut werden, und zwar durch eine Förderung der Übertragbarkeit von Rentenansprüchen und die Anerkennung von Qualifikationen.
- Ferner ist die Reduzierung der Preisrigidität ein wichtiges Anliegen. Wenn die Produktion unter der Potenzialrate liegt, sinkt die Inflation im Euroraum weniger als in den meisten OECD-Ländern (Cournède et al., 2005). Studien des *Inflation Persistence Network* des Eurosystems kamen zu dem Schluss, dass sich die Preise im Euroraum weniger häufig verändern als in den Vereinigten Staaten und dass implizite Preisabsprachen und strategische Interaktionen zwischen miteinander konkurrierenden Unternehmen die wichtigsten Ursachen der Rigidität der Erzeugerpreise sind. Besonders ausgeprägt ist die Preisrigidität bei Dienstleistungen. Um dieses Problem zu lösen, müssen die Regierungen der Euroländer den Wettbewerb stärken, indem sie unnötige Produktmarktregulierungen abschaffen und die Hemmnisse im Binnenhandel beseitigen. Besser funktionierende Märkte würden die Opferquote für die Geldpolitik reduzieren, d.h. den Output-Verlust, der zur Erzielung eines Inflationsrückgangs in Kauf genommen werden muss.

- Schließlich würde eine Liberalisierung der Finanzmärkte den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik über den Wohnimmobilienkanal verbessern, was jedoch ein zweischneidiges Schwert ist. Die Möglichkeit der Abschöpfung von Immobilienkapital kann die konjunkturellen Disparitäten vergrößern, wenn z.B. die Erwartungen der privaten Haushalte bis zur „irrationalen Übertreibung“ ausufern, sie kann aber die Konsumglättung erleichtern und wirkt daher stabilisierend, wenn die Erwartungen rationeller sind. Vermögenseffekte machen die Geldpolitik zudem zu einem wirkungsvolleren Instrument. Zahlreiche empirische Studien kamen zu dem Schluss, dass der Effekt der Geldpolitik auf den Konsum im Euroraum schwächer ist als in den Vereinigten Staaten, und dies ist z.T. auf institutionelle Merkmale der Wohnungs- und Hypothekensmärkte in Europa zurückzuführen¹⁷. Ein stärkerer Wettbewerb im Retailgeschäft der Banken und eine Verringerung der Regulierungshemmnisse in Bezug auf die Abschöpfung von Immobilienkapital würden die Wirkung der Geldpolitik insgesamt erhöhen und dazu führen, dass die Volkswirtschaften im Euroraum in einheitlicherer Weise auf Zinsänderungen reagieren. Zugleich wäre es hilfreich, wenn einige Länder die besonderen Steueranreize für den Wohnungsbau allmählich abschaffen würden, da Länder mit höheren Steuervergünstigungen in der Regel stärkere Schwankungen bei den Wohnimmobilienpreisen verzeichnen.

Anmerkungen

1. Vgl. Irische Zentralbank, *Quarterly Bulletin*, Juli 2006. Auf Grund von Datenrevisionen in Italien, Deutschland und Spanien sowie des vermehrten Einsatzes von staatlichen Beschäftigungszuschüssen und Arbeitsbeschaffungsprogrammen in einigen Ländern ist es schwierig, die jeweiligen Anteile am Beschäftigungswachstum, die auf Vollzeit- bzw. Teilzeitbeschäftigung entfallen, genau zu bestimmen.
2. Dies basiert auf ökonometrischen Arbeiten der OECD. Das Verhältnis zwischen dem realen Investitionsvolumen der Unternehmen und dem BIP wurde als eine Funktion der Gewinnquote, der kurzfristigen Realzinssätze und eines Akzeleratorterms modelliert. Die Gleichung wurde kointegriert und hatte relativ stabile Koeffizienten. Bei den Vorhersagen, auf die im Text Bezug genommen wird, handelt es sich um dynamische Out-of-Sample-Vorhersagen, beginnend ab dem ersten Quartal 2003. Einzelheiten sind auf Anfrage verfügbar.
3. Die Verbesserung der Ertragslage scheint in allen wichtigen Sektoren eingetreten zu sein. Die Nettoumsatzrendite einer Stichprobe von rd. 2 000 börsennotierten nichtfinanziellen Unternehmen lässt einen allgemeinen Anstieg seit 2003 erkennen. Die bedeutendsten Verbesserungen sind im Verarbeitenden Gewerbe und bei den Versorgungsunternehmen eingetreten, während im Groß- und Einzelhandel die geringste Steigerung verzeichnet wurde. Die Umsatzrendite wird natürlich in allen Sektoren durch die konjunkturelle Entwicklung beeinflusst, ein kurzer Blick auf die Zahlen lässt jedoch vermuten, dass der Anstieg der Rentabilität in den Jahren 2004 und 2005 nicht allein konjunkturbedingt ist. Wegen Einzelheiten vgl. Europäische Zentralbank, *Monatsbericht*, Juni 2006, Kasten 5.
4. Nach OECD-Schätzungen liegt die NAIRU derzeit bei 7½-8%.
5. Ohne Luxemburg. Das Pro-Kopf-BIP Irlands ist höher, aber auf Grund des hohen Anteils ausländischen Eigentums im Exportsektor kein guter Maßstab für den Lebensstandard. Eine bessere Messgröße für Irland ist das Pro-Kopf-BSP, das unter dem niederländischen liegt.
6. Dieser Vergleich erfolgt unter Zugrundelegung von marktüblichen Wechselkursen, da KKP-Schätzungen auf der Ebene der Bundesstaaten nicht verfügbar sind.
7. Vgl. *Wirtschaftsbericht 2005* und die darin enthaltenen Verweise sowie die OECD-Datenbank über Produktivität unter www.oecd.org/statistics/productivity.
8. Eine bessere Messgröße der Integration ist vielleicht der Grad der Risikoteilung unter den Ländern, der sich durch die Konsumstreuung näherungsweise bestimmen lässt. Leider sind kaum Daten verfügbar, auf deren Basis sich ein entsprechender Vergleich durchführen ließe. Die Konsumunterschiede zwischen den acht Bundesstaaten Australiens sind jedoch etwas geringer als die zwischen den zwölf Ländern des Euroraums, selbst wenn die BIP-Differenzen größer sind.

9. Die Streuung der Produktionslücken ging auch außerhalb des Euroraums zurück. Im Prinzip könnte sie sich verringern, weil einzelne Produktionslücken im Durchschnitt kleiner werden oder weil die Entwicklung der Lücken mehr synchron verläuft. Im Euroraum waren beide Effekte im Spiel. Unter den übrigen Ländern sind die durchschnittlichen Lücken geschrumpft, aber es kam zu keiner stärkeren Synchronisierung (Benalal et al., 2006).
10. Die Standardabweichung der Inflationsraten im Euroraum lag seit 2000 bei rd. 1 Prozentpunkt, gegenüber rd. 0,8 in den 14 US-Census-Regionen, 0,6 in den kanadischen Provinzen und 0,4 in den australischen Bundesstaaten. Die Unterschiede zwischen Regionen innerhalb einzelner europäischer Länder sind ebenfalls geringer als die Differenzen zwischen den Euroländern.
11. Dabei spielt auch eine Rolle, dass die Länder in unterschiedlichem Maße externen Schocks wie Ölpreis- oder Wechselkursveränderungen ausgesetzt waren. Zum Beispiel hatte die Euro-Abwertung von 1999 bis 2001 in Irland und in den Niederlanden wesentlich stärkere preistreibende Effekte, während Portugal und Griechenland gegenüber Ölpreisschocks auf Grund der relativ hohen Ölintensität ihrer Produktion mehr exponiert sind.
12. Zweimal jährlich veröffentlicht die EZB auf ihrer Website Indikatoren der Finanzmarktintegration im Euroraum (siehe www.ecb.int/stats/finint/html/index.en.htm#info).
13. 2005 machte der Anteil der Aktiva von Tochtergesellschaften in anderen Ländern des Euroraums rd. 14% der gesamten Bankenaktiva aus. Der Anteil der Aktiva von Filialen in einem anderen Euroland lag bei rd. 3% (vgl. die EZB-Indikatoren der Finanzmarktintegration).
14. Widerstandsfähigkeit bezieht sich auf die Kapazität, Schocks zu absorbieren und sich nach einem negativen Schock rascher zu erholen. Der Grad an Widerstandsfähigkeit – d.h. inwieweit es zu vermeiden gelingt, dass sich die Wirtschaft nach negativen Schocks über lange Phasen hinweg nicht im Gleichgewicht befindet – ist von erheblicher Bedeutung für das Wohlergehen eines Landes. Resistente Volkswirtschaften können das Risiko von Hystereseeffekten und damit verbundenen permanenten oder lang anhaltenden Output-Verlusten minimieren. Einen einschneidenden und persistenten Produktionsrückgang zu vermeiden, ist daher äußerst wichtig.
15. Vgl. z.B. Lane (2004).
16. Vgl. Sala-i-Martin (1996) sowie Weber und Beck (2005).
17. Vgl. z.B. die Arbeiten des Eurosystems, zusammengefasst in Angeloni et al. (2003), Boone et al. (2004) und Catte et al. (2004).

Literaturverzeichnis

- Aghion, P. und P. Howitt (2006), "Appropriate Growth Policy: A Unifying Framework", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 4, No. 2-3.
- Ahearne, A. und J. Pisani-Ferry (2006), "The Euro: Only for the Agile", *Bruegel Policy Brief*, 2006/1, Brüssel
- Angeloni, I., A. Kashyap und B. Mojon (2003), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press.
- Baele, L., A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova und C. Monnet (2004), "Measuring Financial Integration in the Euro Area", *ECB Occasional Paper*, No. 12.
- Baldwin, R. (2006), *In or out: Does it matter? An Evidence-based Analysis of the Euro's Trade Effects*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Benalal, N., J. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi und N. Vidalis (2006), "Output Growth Differentials Across the Euro Area Countries", *ECB Occasional Paper*, No. 45.
- Boeri, T. und P. Garibaldi (2006), "Are Labour Markets in the New Member States Sufficiently Flexible for EMU?", *Journal of Banking and Finance*, No. 30.
- Boone, L., F. Mikol und P. van den Noord (2004), "Wealth Effects on Money Demand in EMU: Econometric Evidence", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 411, Paris.

- Catte, P., N. Girouard, R. Price und C. André (2004), "The Contribution of Housing Markets to Cyclical Resilience", *OECD Economic Studies*, Vol. 38, Paris.
- Cournède, B., A. Janovskaia und P. van den Noord (2005), "Sources of Inflation Persistence in the Euro Area", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 435, Paris.
- Drew, A., M. Kennedy und T. Sløk (2004), "Differences in Resilience Between the Euro Area and US Economics", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 382, Paris.
- Duval, R., und J. Elmeskov (2005), "The Effects of EMU on Structural Reforms in Labour and Product Markets", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 438, Paris.
- Duval, R. (2007) "The Role of Policies and Institutions for Economic Resilience to Shocks: A Panel Data Analysis", OECD, erscheint demnächst.
- Europäische Kommission (2005), "Growth Differences in the Euro Area", *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 4 No. 2, DG-ECFIN, Brüssel.
- EZB (2003), *Inflation Differentials in the Euro Area: Potential Causes and Policy Implications*, Europäische Zentralbank, Frankfurt.
- EZB (2005), "Interregionaler Vergleich von Hypothekenzinsen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten", *Jahresbericht*, Frankfurt.
- IWF (Internationaler Währungsfonds) (2005), "Banks and Markets in Europe and the United States", Kapitel 6 des *Article IV Review of the Euro Area: Selected Issues*, Washington.
- Lane, P. R. (2004), "Assessing Ireland's Price and Wage Competitiveness", Economics Department, Trinity College, Dublin.
- Lane, P. R. (2005), "Global Bond Portfolios and EMU", *ECB Working Paper*, No. 553, Frankfurt.
- Lünnemann, P. und T. Mathä (2005), "Regulated and Services Prices and Inflation Persistence", *ECB Working Paper*, No. 466.
- OECD (2001), "Produktivität und Unternehmensdynamik: Befunde auf Grund von Mikrodaten", Kapitel 7 des *OECD-Wirtschaftsausblicks 69*, Paris.
- OECD (2003), *Behindertenpolitik zwischen Beschäftigung und Versorgung: Ein internationaler Vergleich*, Campus Verlag, Frankfurt.
- OECD (2006), *Beschäftigungsausblick*, Paris.
- Phelps, E. S. (1994), *Structural Slumps: The Modern Equilibrium Theory of Unemployment, Interest, and Assets*, Harvard University Press.
- Sala-i-Martin, X. (1996), "Regional Cohesion: Evidence and Theories of Regional Growth and Convergence", *European Economic Review*, No. 40.
- Walkner, C. und J.-P. Raes (2005), "Integration and Consolidation in EU Banking – an Unfinished Business", *European Commission Economic Papers*, No. 226.
- Weber, A. und G. Beck (2005), "Price Stability, Inflation Convergence and Diversity in EMU: Does One Size Fit All?", Center for Financial Studies, Frankfurt.

ANHANG 1.A1

Kriterien für den Beitritt zum Euro-Währungsgebiet

Die Beitritts- bzw. Konvergenzkriterien sind im Vertrag von Maastricht und den dazugehörigen Protokollen verankert, und alle Länder werden von der Europäischen Kommission und der EZB mindestens alle zwei Jahre in deren Konvergenzberichten oder auf Ersuchen einzelner EU-Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, einer Prüfung unterzogen^{1,2}. Die Kriterien für den Beitritt zum Euroraum sollen sicherstellen, dass zwischen dem beitretenden Mitgliedsland und dem Euroraum insgesamt ein ausreichendes Maß an nominaler Konvergenz besteht, um zu gewährleisten, dass die Union nach seinem Beitritt reibungslos funktionieren kann.

Das Inflationskriterium

Nach dem ersten Kriterium muss das betreffende Mitgliedsland eine anhaltende Preisstabilität und eine durchschnittliche, am HVPI gemessene Inflationsrate aufweisen, die während des letzten Jahres vor der Prüfung um nicht mehr als 1,5 Prozentpunkte über derjenigen der – höchstens drei – Mitgliedstaaten liegt, die auf dem Gebiet der Preisstabilität das beste Ergebnis erzielt haben. Zum Zeitpunkt der Prüfung von Slowenien und Litauen im Mai 2006 waren die preisstabilsten Länder Schweden (Inflationsrate von 0,9%), Finnland (1,0%) und Polen (1,5%). Der Vergleich bezieht sich auf alle EU-Mitgliedstaaten, nicht nur auf die bereits der Währungsunion angehörenden Länder, und umfasste in diesem Fall zwei Nicht-Euroländer. Zur Festlegung des Referenzwerts wurde der Durchschnitt der drei oben genannten Länder (1,1%) mit 1,5% addiert, was 2,6% ergab. Dieser Richtwert ist veränderlich, lag aber seit 1998 im Durchschnitt bei 2,5% und bewegte sich während des Großteils dieses Zeitraums in einer Bandbreite von 2-3%.

Zum Zeitpunkt der Evaluierung vom Mai 2006 (die sich auf HVPI-Daten vom März 2006 stützte) lagen die durchschnittlichen Inflationsraten von drei der derzeit 12 Euroländer über dem Referenzwert. In aufholenden Volkswirtschaften ist im Zuge der zunehmenden Konvergenz mit den Produktivitäts- und Preisniveaus der reiferen Handelspartner mit einer kontinuierlichen Aufwertung des realen Wechselkurses zu rechnen. Dieser Anstieg des relativen Preisniveaus wird üblicherweise auf Unterschiede zwischen dem relativen Produktivitätswachstum im Sektor der handelbaren und dem der nichthandelbaren Güter zurückgeführt (Balassa-Samuelson-Effekt), könnte aber auch anderen Faktoren zuzuschreiben sein³. Eine etwas über dem Durchschnitt liegende Inflationsrate wird daher nicht als Bedrohung für die Wettbewerbsfähigkeit betrachtet. Die Schätzungen der Stärke dieses Effekts fallen je nach Untersuchung und Land sehr unterschiedlich aus.

In diesem Zusammenhang wurde eingewandt, dass ein Land den Referenzwert auf Grund von Arbeitslosigkeit und Überkapazitäten (oder durch Maßnahmen im Bereich der Steuern oder der regulierten Preise) zwar zeitweilig erreichen könne, dass die Inflationsrate danach aber wieder auf ihr Gleichgewichtsniveau steigen müsse. Dieses Phänomen wurde als „Weigh-in“-Effekt bezeichnet, analog zum Boxsport, wo die Boxer bis zum Gang auf die Waage ihr Gewicht verringern, danach aber wieder aufbauen. In den Ländern, die dem Wechselkursmechanismus (WKM) Ende der neunziger Jahre beigetreten sind, lag die Inflation zum Zeitpunkt des „Weigh-in“ nahe bei oder unter 2%, ist seitdem aber im Schnitt auf 3% gestiegen (Brook, 2005). Für den Euroraum insge-

samt fiel dieser Effekt allerdings nur sehr gering aus, da die Inflationsrate vor der Prüfung bei 1,7% lag und sich in den Jahren nach der Euro-Einführung im Durchschnitt nur auf 1,9% erhöhte, woran sich zeigt, dass die der Euro-Einführung vorausgegangenen Bemühungen zur Senkung der Inflation von Dauer waren. In jedem Fall wird bei der Prüfung nach den Maastricht-Kriterien auch die Nachhaltigkeit des erzielten Inflationsrückgangs beurteilt, was bedeutet, dass Länder, die ihre Inflation durch vorübergehende Maßnahmen senken, den Test u.U. nicht bestehen.

Das Wechselkurskriterium

Das Wechselkurskriterium bezieht sich laut Artikel 121 des Vertrags auf die „Einhaltung der normalen Bandbreiten des Wechselkursmechanismus des europäischen Wechselkurssystems seit mindestens zwei Jahren ohne Abwertung gegenüber der Währung eines anderen Mitgliedstaats“. In Artikel 3 des Protokolls über die Konvergenzkriterien wird erläutert, dass das „Kriterium der Teilnahme am Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems bedeutet, dass ein Mitgliedstaat die im Rahmen des Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems vorgesehenen normalen Bandbreiten zumindest in den letzten zwei Jahren vor der Prüfung ohne starke Spannungen eingehalten haben muss. Insbesondere darf er den bilateralen Leitkurs seiner Währung innerhalb des gleichen Zeitraums gegenüber der Währung eines anderen Mitgliedstaats nicht von sich aus abgewertet haben.“

Diesbezüglich wird gelegentlich die Ansicht vertreten, dass das Kriterium der Wechselkursstabilität potenziell mit den übrigen Kriterien in Konflikt geraten kann. Nach dieser Argumentation ist es nicht möglich, gleichzeitig auf einen stabilen Wechselkurs und eine stabile Inflation hinzuwirken und dabei zugleich einen freien Kapitalverkehr aufrechtzuerhalten, was als „*Impossible Trinity*“ bezeichnet wurde. Dagegen wurde eingewandt, beim Verweis auf diese „*Impossible Trinity*“ werde vergessen, worum es bei den Maastricht-Kriterien eigentlich geht – darum nämlich, zu prüfen, ob das jeweilige Mitgliedsland auch ohne eine speziell auf die Eindämmung der eigenen Inflation ausgerichtete Geldpolitik in der Lage ist, die Herausforderungen des Binnenmarkts bei völliger Kapitalmobilität zu bewältigen. Mit den Maastricht-Kriterien würde also geprüft, ob ein Land dauerhaft ein niedriges Inflationsniveau erreichen kann, ohne auf aktive geldpolitische Maßnahmen oder Wechselkurspolitiken zurückzugreifen – beides Instrumente, die in einer Währungsunion nicht zur Verfügung stehen.

Die Kriterien für die Beurteilung der Wechselkursstabilität wurden vom ECOFIN-Rat im März 2003 in der Erklärung von Athen weiter präzisiert. Während die Standard-Schwankungsbreite des WKM II mit $\pm 15\%$ angesetzt ist, soll sich die Beurteilung im Rahmen des Maastricht-Prozesses „darauf konzentrieren, ob der Wechselkurs in der Nähe des Leitkurses gelegen hat, aber auch Faktoren berücksichtigen, die zu einer Aufwertung geführt haben könnten“. In diesem Zusammenhang wird die Schwankungsbreite im WKM II die Beurteilung nach dem Kriterium der Wechselkursstabilität nicht beeinflussen.

Das Kriterium der Finanzlage der öffentlichen Hand

Das Konvergenzkriterium in Bezug auf die Haushaltsposition erfordert gemäß Artikel 121(1) des Vertrags „eine auf Dauer tragbare Finanzlage der öffentlichen Hand, ersichtlich aus einer öffentlichen Haushaltslage ohne übermäßiges Defizit im Sinne des Artikels 104 Absatz 6“. Laut Artikel 2 des Protokolls über die Konvergenzkriterien ist damit gemeint, „dass zum Zeitpunkt der Prüfung keine Ratsentscheidung nach Artikel 104c Absatz 6 dieses Vertrags vorliegt, wonach in dem betreffenden Mitgliedstaat ein übermäßiges Defizit besteht“. Die Beurteilung der fiskalischen Konvergenz steht somit in direktem Zusammenhang mit dem in Artikel 104(6) des Vertrags vorgesehenen Verfahren bei einem übermäßigen Defizit, das im Stabilitäts- und Wachstumspakt weiter präzisiert wurde. Ob ein übermäßiges Defizit besteht, wird anhand zweier in Artikel 104(2) festgelegter Kriterien der Haushaltsdisziplin bestimmt, nämlich in Bezug auf das öffentliche Defizit und den öffentlichen Schuldenstand. Gelingt es einem Mitgliedstaat nicht, die an diese Kriterien geknüpften Anforderungen zu erfüllen, kann dies den Rat zur Feststellung eines übermäßigen Defizits veranlassen, in welchem Fall der fragliche Mitgliedstaat das Kriterium der fiskalischen Konvergenz nicht erfüllt.

Sollten die Mitgliedstaaten ihre Haushaltslage nun konsolidieren, bevor sie der Währungsunion beitreten? In der ersten Phase der Währungsunion gründete sich die Antwort auf diese Frage im Wesentlichen auf Überlegungen der politischen Ökonomie: Die Länder würden mit höherer Wahrscheinlichkeit die Finanzlage der öffentlichen Hand verbessern, wenn davon ihre Mitgliedschaft abhängig wäre. Wären sie dann erst einmal Mitglied der Union, würde ihre Finanzpolitik durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt unter Kontrolle gehalten (Bohn, 2006). Wirtschaftliche Argumente weisen ebenfalls in diese Richtung, auch ihnen zufolge wäre es am sinnvollsten, die Haushaltskonsolidierung vor dem Beitritt zum Euroraum vorzunehmen. Eine Haushaltskonsolidierung kann zwar einen kontraktiven Effekt haben (auch wenn hier sicherlich kein 1:1-Zusammenhang besteht), dabei kann es jedoch zu ausgleichend wirkenden expansiven Impulsen kommen, bedingt sowohl durch den Rückgang der langfristigen Zinsen, der häufig mit der kurz- oder mittelfristigen Perspektive einer Euro-Einführung einhergeht, als auch durch positive Vertrauenseffekte (Europäische Kommission, 2003). Einige Autoren vertreten die Ansicht, dass es unter dem Gesichtspunkt der makroökonomischen Stabilität am besten ist, wenn diese Effekte gleichzeitig zum Tragen kommen (Bohn, 2006). Für Länder mit einer hohen öffentlichen Verschuldung würde der Rückgang der Zinssätze zudem die Haushaltskonsolidierung erleichtern, weil sich unter seinem Einfluss die Schuldendienstkosten verringern.

Das Zinssatzkriterium

Der durchschnittliche langfristige Nominalzinssatz, der im Verlauf von einem Jahr vor der Prüfung beobachtet wurde, darf um nicht mehr als 2 Prozentpunkte über dem entsprechenden Satz in jenen – höchstens drei – Mitgliedstaaten liegen, die auf dem Gebiet der Preisstabilität das beste Ergebnis erzielt haben. Dieses Zinskriterium dient zur Beurteilung der Dauerhaftigkeit der vom jeweiligen Land erzielten Konvergenz. Bei Ländern mit einer glaubwürdigen Anbindung an den Euro, wie sie z.B. durch eine Currency-Board-Regelung gewährleistet wird, dürfte sich im Aufschlag auf die langfristigen Zinssätze hauptsächlich die Einschätzung des Ausfallrisikos durch den Markt widerspiegeln. Bei anderen wird dieser Aufschlag auch durch Inflationserwartungen (oder Abwertungserwartungen) beeinflusst, die mit der Wahrscheinlichkeit der Euro-Einführung im betreffenden Land gewichtet werden.

Anmerkungen

1. Der einschlägige Vertragstext und dessen Auslegung finden sich unter <http://europa.eu/scadplus/leg/en/lvb/l25014.htm>. Zusätzlich gelten noch technische und rechtliche Kriterien, z.B. in Bezug auf die Unabhängigkeit der Zentralbanken, auf die hier nicht eingegangen wird.
2. Nach Untersuchung der von der Kommission und der EZB unterbreiteten Konvergenzberichte und Konsultation des Europäischen Parlaments fällt der Rat eine Entscheidung. Er beschließt mit qualifizierter Mehrheit auf Vorschlag der Kommission, welche Mitgliedstaaten den Euro einführen können. Er legt auch die unwiderruflichen Umrechnungskurse zwischen den jeweiligen Landeswährungen und dem Euro fest. Die Entscheidung wird von den fraglichen Ländern und den bereits dem Euroraum angehörenden Mitgliedstaaten auf Vorschlag der Kommission und nach Konsultation des Europäischen Parlaments einstimmig getroffen.
3. Es gibt weitere mögliche Erklärungen für das niedrigere Preisniveau in Ländern mit niedrigerem Einkommensniveau. Dazu gehören Unterschiede bei der Faktorausstattung (Kravis-Lipsey-Bhagwati-Effekt), die Hypothese, wonach Dienstleistungen höherwertige Wirtschaftsgüter sind (Dornbusch, 1998), Produktmarkt Wettbewerbs- und Produktivitätsunterschiede im Vertriebssektor (MacDonald und Ricci, 2005), „Pricing to Market“-Verhalten auf Seiten der Exporteure, eine unvollkommene Kapitalmobilität zwischen den einzelnen Wirtschaftssektoren eines Landes (Altissimo et al., 2005) und Unterschiede zwischen den Nettoauslandspositionen (Lane und Milesi-Ferretti, 2000).

Literaturverzeichnis

- Altissimo, F., P. Benigno und D. Palenzuela (2005), "Long Run Determinants of Inflation Differentials in a Monetary Union", *CEPR Discussion Paper*, No. 5149.
- Bohn, F. (2006), "Maastricht Criteria versus Stability Pact", *Journal of Policy Modelling*, 28, 247-276.
- Brook, A.-M. (2005), "The Challenges of EMU Accession Faced by Catching-Up Countries: A Slovak Republic Case Study", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 444, Paris.
- Dornbusch, R. (1998), "Purchasing Power Parity", in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave Macmillan.
- Europäische Kommission (2003), „Public Finances in EMU 2003“, *European Economy*, Vol. 2003, No. 3, Brüssel.
- Lane, P. und G. Milesi-Ferretti (2000), "The Transfer Problem Revisited: Net Foreign Assets and Real Exchange Rates", *CEPR Discussion Paper*, No. 2511.
- MacDonald, R. und L. Ricci (2005), "The Real Exchange Rate and the Balassa Samuelson Effect: The Role of the Distribution Sector", *Pacific Economic Review*, Vol. 10, No 1.

Kapitel 2

Geldpolitik*

Die Inflation blieb trotz des starken Anstiegs der Energiepreise fest um 2%, wenn auch leicht darüber, verankert. Angesichts der Energiepreishausse sind die Preise zahlreicher Güter und Dienstleistungen unter Druck geraten, die Übergreifeffekte waren jedoch verhalten im Vergleich zu früheren Ölschocks. Die EZB begann mit der Rücknahme der geldpolitischen Akkommodierung, um zum jetzigen Zeitpunkt, da die Erholung fester Tritt gefasst hat, Risiken für die Preisstabilität vorzubeugen. Das Tempo der geldpolitischen Straffung wurde durch die von der EZB als signifikant angesehenen mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität beeinflusst, obwohl zugleich auch abwärts gerichtete Risiken bestehen, wie die Möglichkeit eines ungeordneten Abbaus der weltweiten wirtschaftlichen Ungleichgewichte. Die Risikoeinschätzung der EZB gründet sich auch auf das in letzter Zeit beobachtete starke Wachstum der Geldmengen- und Kreditaggregate, wengleich fraglich ist, inwieweit diese als Indikatoren für die Geldpolitik verlässlich sind.

Die Geldpolitik wird durch die Rigidität der Löhne und die Inflationsträgheit erschwert. Durch mehr Flexibilität an den Arbeitsmärkten und wettbewerbsoffenere Finanz- und Produktmärkte könnte die geldpolitische Transmission beschleunigt werden und ließen sich die konjunkturellen Divergenzen im Euroraum verringern.

* Stichtag für die Informationen in diesem Kapitel war der 29. November 2006.

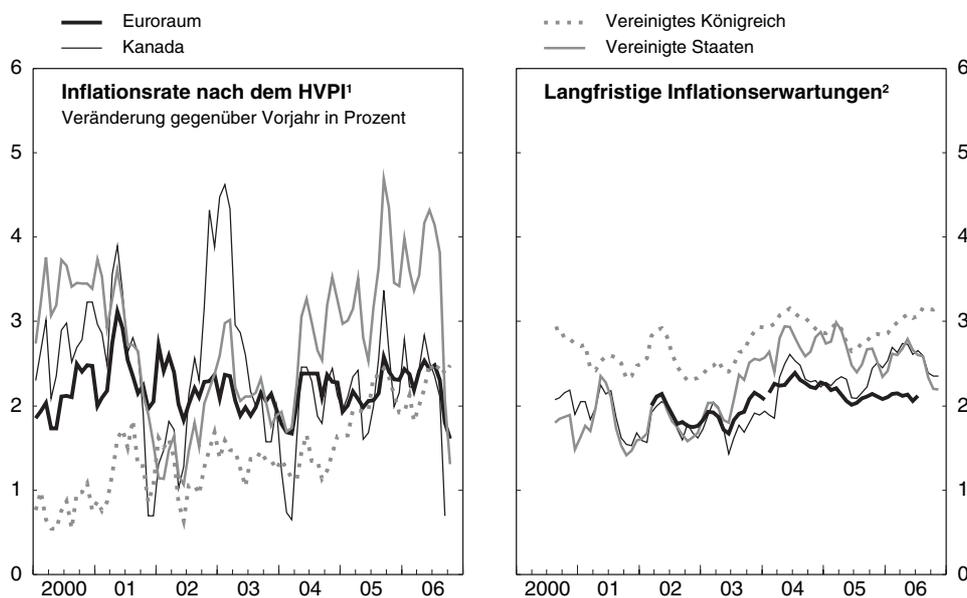
Der geldpolitische Kurs

Die Inflation liegt seit einiger Zeit geringfügig über dem Zielwert

Im internationalen Vergleich blieb die Inflation bemerkenswert stabil und bewegte sich während der letzten sechs Jahre in einem engen Korridor von $\pm 2\%$ (Abb. 2.1). Im Jahresverlauf 2006 zog sie an und erreichte gegen Jahresmitte mit 2,5% ihren Höchststand, sank im September aber wieder auf unter 2%. Der Anstieg war größtenteils den Energiepreisen zuzuschreiben, deren Direktbeitrag zur Inflation 2005 und 2006 jeweils rd. 1 Prozentpunkt betrug (Abb. 2.2). Die indirekten Steuern und die administrativ geregelten Preise steuerten im selben Zeitraum rd. 0,4 Prozentpunkte bei, und die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland dürfte 2007 nochmals rd. $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt hinzufügen.

Die gestiegenen Energiekosten, die sich nach und nach in allen Teilen der Produktionskette niederschlagen, beginnen die Preise in der ganzen Wirtschaft nach oben zu drücken. Bei den meisten Messgrößen der Kerninflation war ein Anstieg von rd. $1\frac{1}{2}\%$ Anfang 2005 auf derzeit rd. 2% festzustellen (Tabelle 2.1). Auch von den industriellen Erzeugerpreisen gehen Hinweise auf künftige Preiserhöhungen auf der Einzelhandelsstufe aus (Abb. 2.3). Die Energiekomponente der Erzeugerpreise weist schon seit einiger Zeit einen kräftigen Anstieg auf, und die meisten anderen Komponenten haben im früheren Jahresverlauf 2006 ebenfalls angezogen. Die Weltmetallpreise befinden sich auf einem 30-Jahres-Hoch, bedingt durch die starke Nachfrage der aufstrebenden Volkswirtschaften und die gestiegenen Produktionskosten energieintensiver Metalle wie Aluminium und Stahl. Die neuesten Unternehmensumfragen deuten ebenfalls auf erhöhten Preisdruck hin. Der Anstieg der Preise für Vorleistungen und der erwarteten Absatzpreise für Dienstleistungen

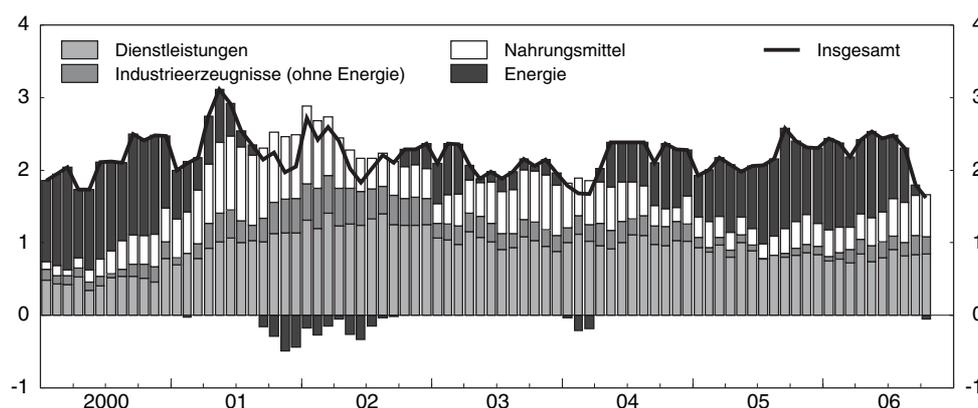
Abbildung 2.1 Die Inflation blieb relativ stabil



1. Harmonisierter Verbraucherpreisindex für den Euroraum und das Vereinigte Königreich.
2. Kanada, Vereinigtes Königreich und Vereinigte Staaten: auf der Basis des Anleiherenditegefälles zwischen Benchmark-Staatsanleihen (mit 10-jähriger Laufzeit) und inflationsindexierten Anleihen. Euroraum: gestützt auf Berechnungen des Anleiherenditegefälles der *Agence France Trésor* für den Zeitraum vor Februar 2004 sowie die einjährige Forward-Breakeven-Inflationsrate vier Jahre im Voraus, die von der EZB seit Februar 2004 berechnet wird.

Quelle: EZB; Datastream und OECD, *Main Economic Indicators*, Online-Datenbank.

Abbildung 2.2 **Beiträge zur Inflation**
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent



Quelle: Eurostat.

Tabelle 2.1 **Inflationsmessgrößen**
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	2003	2004	2005	2005	2006									
	Dez.	Dez.	Juni	Dez.	Jan.	Feb.	März	April	Mai	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
Teuerungsrate nach dem HVPI	1.9	2.3	2.1	2.2	2.4	2.3	2.2	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3	1.7	1.6
HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel	1.9	2.1	1.4	1.4	1.3	1.3	1.5	1.6	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6
HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak	1.6	1.9	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3	1.5	1.4	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5
Gewichteter Medianwert	1.9	1.8	1.6	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	2.0	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1
Getrimmter Mittelwert: 5%	1.9	1.6	1.6	1.9	2.0	2.0	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0
Getrimmter Mittelwert: 15%	1.9	1.6	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
Gekappter Mittelwert nach dem Huber-Verfahren	1.9	1.6	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9
Volatilitätsgewichteter Mittelwert	1.5	1.2	1.1	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
Doppelgewichteter Mittelwert	1.8	1.7	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Anteil der über 2% hinausgehenden Preissteigerungen (in %)	41	45	44	49	46	52	46	46	46	50	51	49	46	49

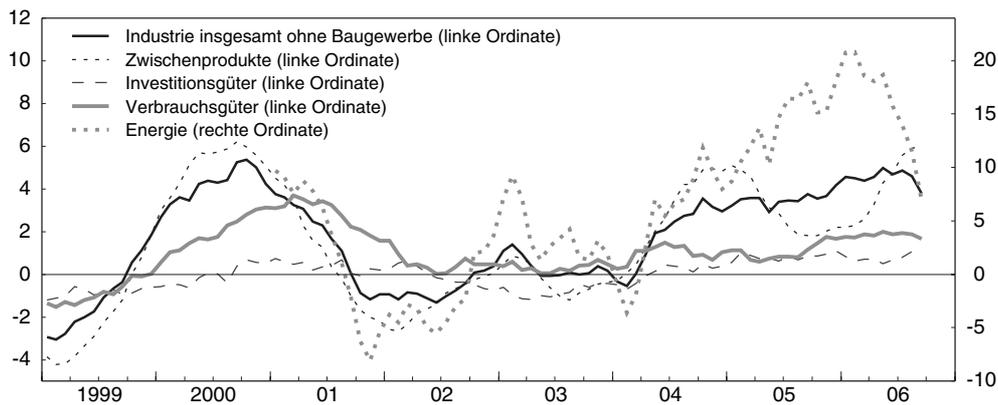
Quelle: Eurostat und OECD.

war seit Ende 2005 besonders deutlich spürbar. Andererseits sind die Weltölpreise seit Juli 2006 wieder drastisch gesunken, und sollte sich diese Entwicklung fortsetzen, würde davon in den kommenden Monaten ein erheblicher Dämpfungseffekt auf den HVPI ausgehen. Die Kraftstoffpreise an den Zapfsäulen sind zwischen Juli und Oktober bereits um fast 10% gefallen.

Die Inflationserwartungen sind stabil (EZB, 2006a). Die Anleihepreise lassen erkennen, dass die Finanzmärkte auf mittlere Sicht von einer mit rd. 2% konstanten Inflationsrate ausgehen. Die längerfristigen Inflationserwartungen sind im Euroraum stabiler als andernorts, was als Vertrauensbeweis für die EZB gewertet werden kann (Abb. 2.1). Die Inflationserwartungen der privaten Haushalte haben sich leicht erhöht, und diese Entwicklung sollte insofern genau im Auge behalten werden, als sie aufkommende Spannungen bei den Löhnen signalisieren könnte. In Deutschland sorgten ein paar relativ hohe Tarifabschlüsse für Schlagzeilen, dies ist aber eher die Ausnahme als die Regel. Insgesamt bleibt das Wachstum der Tariflöhne verhalten (Abb. 1.3). Außerdem sind die Unternehmen dank der guten Ertragslage imstande, einen gewissen Lohndruck zu absorbieren, ohne dies an die Preise weiterzugeben.

Abbildung 2.3 Industrielle Erzeugerpreise

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent



Quelle: Eurostat.

Was lässt sich an der Kerninflation ablesen?

Die Messgrößen der Kerninflation dienen dazu, größere einmalige Preisbewegungen auszuklammern, um so die generelle Stärke der inflationären Spannungen besser einschätzen zu können. Einige Zentralbanken beobachten die Kerninflation mit der Begründung, dass diese ein guter Prädiktor für die künftige Entwicklung der Gesamtinflation ist; die EZB ist hier allerdings vorsichtiger. Die Messgrößen der Kerninflation sind zwischen 2002 und Mitte 2005 infolge der flauen Konjunktur stetig gesunken, seitdem haben sie aber zumeist wieder um rd. $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt angezogen. Insgesamt lassen sie darauf schließen, dass die Trendrate der Inflation zwischen $1\frac{1}{2}\%$ und 2% angesiedelt ist (Tabelle 2.1). Die Hauptausnahmen sind die auf der Ausschlussmethode basierenden Messgrößen, wie der HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, die auf niedrigem Niveau verharren. Sie sind allerdings als Prädiktoren der künftigen Inflationsentwicklung am wenigsten geeignet (vgl. Anhang 2.A1) und werden durch Faktoren wie den aus Asien importierten Preisrückgang für Bekleidung verzerrt¹.

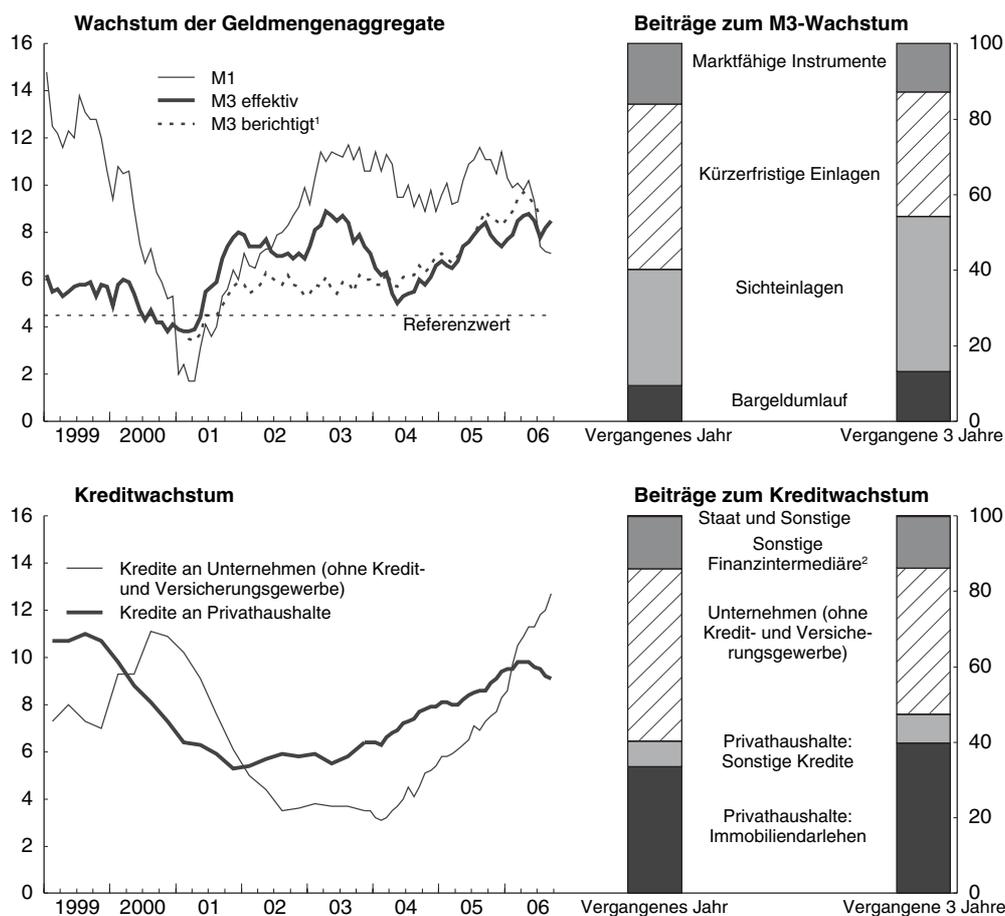
Dies wirft die Frage auf, wie die Inflation verlaufen wird, wenn sich die Energiepreise stabilisieren: Wird die Gesamtinflation wieder in Richtung der Kerninflation nachgeben, oder wird sich die Kerninflation vielmehr auf die Gesamtinflation zubewegen? Einige Beobachter vertreten die Ansicht, dass die Kerninflation der Gesamtinflation tendenziell mit einer gewissen Verzögerung folgt, wobei sie sich hauptsächlich auf die Beobachtung stützen, dass dies um die Jahrtausendwende offenbar der Fall war. Punktuelle Beobachtungen können jedoch irreführend sein. Die fragliche Episode erklärte sich daraus, dass ein starker Wirtschaftsaufschwung fast zeitgleich mit einem Anstieg der Ölpreise zusammenfiel. Der Zusammenhang zwischen Gesamt- und Kerninflation wird in Anhang 2.A1 untersucht. Die wichtigste Schlussfolgerung dieser Untersuchung ist, dass die Rückkoppelungseffekte zwar effektiv in beiden Richtungen wirksam werden, die Gesamtinflation aber viermal stärker und auch deutlich rascher der Kerninflation folgt als umgekehrt. Ein sprunghafter Anstieg der Gesamtinflation infolge einer Ölpreishausse wird etwa neun Monate später in einer Erhöhung der Kerninflation resultieren – und genau dies war im Euroraum in jüngster Zeit zu beobachten –, die Gesamtinflation dürfte jedoch wieder auf das (etwas höhere) Niveau der Kerninflation zurückfallen, sobald sich die Energiepreise stabilisieren².

Jüngste Trends bei den Geldmengen- und Kreditaggregaten

Das Wachstum der breit abgegrenzten Geldmenge (M3) erreichte mit einer Jahresrate von fast 9% im Mai 2006 einen Höchststand (Abb. 2.4) und zog im Herbst 2006 erneut an, nachdem es gegen Jahresmitte etwas nachgelassen hatte. Das M3-Wachstum hat den Referenzwert der EZB von $4\frac{1}{2}\%$ seit der Euro-Einführung fast kontinuierlich überschritten. Mehr als die Hälfte des Wachstums von M3 entfiel während der letzten drei Jahre auf die eng abgegrenzte Geldmenge M1,

Abbildung 2.4 Das Geldmengen- und Kreditwachstum hat zugenommen

In Prozent



1. M3 berichtigt um den geschätzten Effekt von Portfoliumschichtungen.

2. Einschließlich Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds.

Quelle: EZB.

wobei der Bargeldumlauf 15% des M3-Wachstums ausmachte, das Doppelte seines Gewichts im Index. Besonders stark war die Nachfrage nach 500-Euro-Scheinen. Laut Schätzungen der EZB sind 10-20% der Euro-Banknoten außerhalb des Euroraums im Umlauf (EZB, 2006b), ein Teil davon zweifellos in Zusammenhang mit kriminellen Aktivitäten und der Untergrundwirtschaft³. Den täglich fälligen Einlagen war etwas weniger als die Hälfte des M3-Wachstums der letzten drei Jahre zuzuschreiben. Nach Ansicht der EZB deutet das starke Wachstum der Transaktionsbestände mittelfristig auf Risiken für die Preisstabilität hin. Andererseits erklären sich ihren Schätzungen zufolge fast drei Viertel des M1-Wachstums im Jahr 2005 aus dem niedrigen Zinsniveau. Unter dem Einfluss steigender Zinsen könnte sich die Nachfrage nach M1 mithin infolge von Portfoliumschichtungen der Anleger zu Gunsten höher rentierender Aktiva genau so schnell wieder zurückbilden, wie sie gestiegen ist. Die Wachstumsrate von M1 ist in den letzten Monaten in der Tat erheblich zurückgegangen (Abb. 2.4). Was die Gegenposten anbelangt, ging der Antrieb für das M3-Wachstum von der stärkeren Kreditnachfrage der privaten Haushalte und der Unternehmen aus.

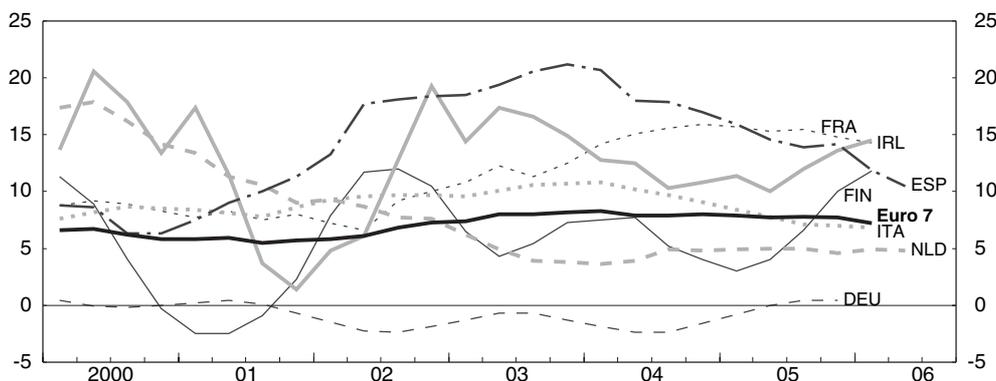
Auf der anderen Seite der Bankbilanzen erreichte das Kreditwachstum Raten von über 10%. In den Vereinigten Staaten, Kanada und dem Vereinigten Königreich verlief die Entwicklung ähnlich. In den vergangenen drei Jahren sind die Ausleihungen an den privaten Sektor um 26% gestiegen, wovon rund die Hälfte auf Hypothekendarlehen privater Haushalte entfiel. Bei den Unternehmenskrediten war ein starkes Wachstum zu verzeichnen, das das der Unternehmensinvesti-

tionen überstieg. Dies war zu einem großen Teil auf Bilanzbereinigungen zurückzuführen, bei denen die Unternehmen andere Finanzierungsformen durch Bankkredite ersetzen. Die Aktienemissionen expandierten kaum, und die jüngsten Fusionen und Übernahmen wurden eher in bar als über Aktientauschgeschäfte abgewickelt⁴. Das Gesamtvolumen der Fremdmittelfinanzierung der Unternehmen wächst somit langsamer als das der Bankkredite.

In einigen Ländern wurde ein rascher Anstieg der Wohnimmobilienpreise verzeichnet, der sich in jüngster Zeit aber verlangsamt

Die EZB hat bei der Erläuterung ihrer jüngsten geldpolitischen Entscheidungen den Akzent stärker auf den Immobilienmarkt gesetzt. Sie verwies mit Nachdruck auf den Effekt, den das niedrige Zinsniveau auf die Vermögenmärkte im Allgemeinen und den Wohnimmobilienmarkt im Besonderen ausübt. In realer Rechnung⁵ sind die Wohnimmobilienpreise im Euroraum seit 1999 um 30% gestiegen, wobei das Spektrum von einer Zunahme um 80% in Spanien bis zu einer Abnahme um 14% in Deutschland reichte. Die Unterschiede im Ländervergleich sind durch verschiedene Wachstumsdynamiken und Positionen im Konjunkturzyklus bedingt, werden aber auch von länderspezifischen strukturellen und demographischen Faktoren beeinflusst. Der Zusammenhang zwischen Kreditvergabe, Wohnimmobilienmarkt und Wirtschaftstätigkeit ist tendenziell stärker ausgeprägt in Ländern mit relativ größerem Wohneigentumssektor, variablen Hypothekenzinsen, höheren Beleihungsquoten, umfangreicheren Kapitalentnahmen aus Immobilienvermögen und größeren Steuervergünstigungen für Wohneigentum (OECD, 2005b). Der durchschnittliche Anstieg im Euroraum insgesamt⁶ war im internationalen Vergleich nicht besonders hoch, die Preise erhöhten sich in den letzten drei Jahren um rd. 7% jährlich (Abb. 2.5)⁷. Die geeigneten Maßnahmen der Geldpolitik als Reaktion auf (euroraumweite) Entwicklungen der Wohnimmobilienpreisen werden weiter unten erörtert.

Abbildung 2.5 **Starke Unterschiede beim Anstieg der Wohnimmobilienpreise innerhalb der Union**
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent



Quelle: Aktualisierte Datenreihen aus N. Girouard et al. (2006), „Recent House Price Developments: the Role of Fundamentals“, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 475.

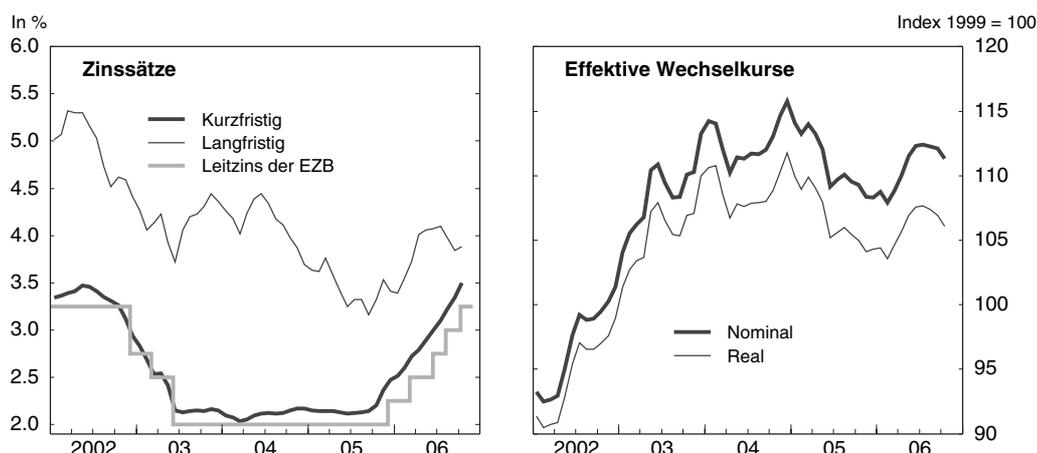
Die monetären Bedingungen sind restriktiver geworden

Nachdem sie die kurzfristigen Zinsen von Juni 2003 bis Dezember 2005 auf einem historisch niedrigen Niveau von 2% gehalten hatte, begann die EZB, als Reaktion auf die stärkeren inflationären Spannungen und die sich mehrenden Zeichen einer konjunkturellen Erholung, geldpolitische Impulse zu entziehen. Sie hob ihren Leitzins in fünf Schritten um insgesamt 125 Basispunkte an. Das Zinsniveau liegt nach wie vor an der Untergrenze der meisten Schätzungen des neutralen Satzes, so dass die Geldpolitik immer noch konjunkturstützend ausgerichtet ist. Die langfristigen Zinsen sind 2006 um 70 Basispunkte gestiegen, teils bedingt durch die Entwicklung der kurzfristigen Sätze, teils aber auch auf Grund einer globalen Neubewertung der Risikoprämien. Die Finanzmärkte

gehen bereits von einer weiteren Erhöhung um mindestens 25 Basispunkte im Verlauf der nächsten drei Monate aus. Dies ist insofern realistisch, als die EZB klar zum Ausdruck gebracht hat, dass sie so lange mit dem Entzug geldpolitischer Impulse fortfahren wird, wie sich die Erholung zunehmend verbreitert und kein größerer negativer Schock die gesamtwirtschaftliche Produktion oder die Inflation von ihrem Kurs abbringt.

Auch der steigende Eurokurs hat zur Straffung der monetären Bedingungen beigetragen (Abb. 2.6). Die Währung hat sich seit Anfang 2006 in effektiver Rechnung um 2,8% aufgewertet, am deutlichsten gegenüber dem US-Dollar und dem Yen (um 11% bzw. 9%), im Verhältnis zum englischen Pfund blieb sie hingegen relativ stabil. Der reale effektive Wechselkurs liegt nahe an seinem Durchschnittswert der gesamten neunziger Jahre und dürfte für die Wirtschaft noch kein Grund zu größerer Besorgnis sein. Im Falle einer erheblichen weiteren Aufwertung würde der Exportsektor jedoch unter Druck geraten.

Abbildung 2.6 Restriktivere monetäre und finanzielle Bedingungen



Quelle: EZB, Monatsbericht, und OECD, Main Economic Indicators, Online-Datenbank.

Der kurzfristige Inflationsausblick hängt von den Energiepreisen ab. Ein gewisses Maß an moderaten inflationären Spannungen ist wahrscheinlich noch zu erwarten, da sich die vergangenen Preisschocks erst nach und nach in allen Bereichen der Wirtschaft niederschlagen; der jüngste Ölpreisschub könnte hier allerdings hilfreich sein. Im Jahr 2007 dürfte auch die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland für einen Inflationsschub sorgen. Da dieser Schock auf eine lange Reihe anderer Schocks folgt, die die Inflation bei über 2% verharren ließen, muss die EZB alles tun, um die Glaubwürdigkeit ihres Engagements für die Wahrung der Preisstabilität zu erhalten, insbesondere durch die Abwehr von Zweitrundeneffekten. In diesem Zusammenhang kommt es vor allem darauf an, sicherzustellen, dass die Inflationserwartungen fest auf einem mit dem Ziel der Preisstabilität zu vereinbarenden Niveau verankert bleiben. Die Effekte der Ölpreis- und Mehrwertsteuererhöhungen werden auf jeden Fall nach etwa 18 Monaten abklingen. Danach können sich die strukturellen Antriebskräfte der Inflation dann wieder durchsetzen, wozu insbesondere die Effekte der großen Kapazitätsüberhänge in der Wirtschaft gehören. Die Produktionslücke könnte die Inflation in den nächsten zwei Jahren um 0,5-1% senken; den neuesten OECD-Projektionen zufolge ist mit ihrer vollständigen Schließung kaum vor 2008 zu rechnen. Der dämpfende Effekt der Kapazitätsüberhänge würde jedoch geringer ausfallen, wenn sich die Erholung so stark beschleunigen würde, dass es zu retardierenden Effekten käme, oder wenn die Reaktion der Inflation auf die Produktionslücke stark asymmetrisch wäre (Cournède et al., 2005). Ein zweiter inflationsdämpfender Faktor sind die billigen Importe. Durch den internationalen Wettbewerbsdruck und den technischen Fortschritt wurde der Anstieg der Einfuhrpreise für so unterschiedliche Güter und Dienstleistungen wie Bekleidung und Schuhe, IKT-Ausrüstungen und Back-Office-Dienstleistungen nach oben begrenzt. Die direkten Effekte der Einfuhren aus China und den dynamischen Volkswirtschaften Asiens haben die Inflationsrate in den letzten Jahren Schätzungen zufolge um mindestens 0,3 Prozent-

punkte gedrückt⁸. Der Gesamteffekt dürfe indessen größer sein, da die niedrigen Einfuhrpreise auch die Preise inländischer Substitutionsgüter sinken ließen. Dieser Abwärtsdruck auf die Inflation wird mindestens noch ein paar Jahre anhalten (OECD, 2006).

Nach Ansicht der EZB tendieren die Inflationsrisiken auf mittlere Sicht eher nach oben, was auch Einfluss auf das Tempo hat, mit dem die Bank die geldpolitischen Impulse zurücknimmt. Diese Risiken spiegeln vor allem mögliche Lohnauftriebstendenzen infolge aufkommender Spannungen an den Arbeitsmärkten, potenzielle Übergreifeffekte des Energiepreisschocks, höhere Inflationserwartungen und die weiterhin lebhaft entwickelte Entwicklung der Wohnimmobilienmärkte wider. Auf mittlere bis längere Sicht signalisiert die monetäre Analyse auch aufwärts gerichtete Risiken für die Preisstabilität. Alles in allem sind die OECD-Prognosen im *Wirtschaftsausblick 80* günstiger, weil vor allem über einen längeren Zeithorizont gesehen unterstellt wird, dass die mittelfristigen Risiken eines Anstiegs durch die Möglichkeit einer Inflationsdämpfung ausgeglichen werden, die von der Ungewissheit über den Umfang der Kapazitätsüberhänge, der hohen Arbeitslosigkeit und den anhaltenden Effekten der Globalisierung auf die Einfuhrpreise ausgehen.

Die globalen Ungleichgewichte könnten sich negativ auf den Euroraum auswirken

Zu den größeren Risiken, mit denen der Euroraum konfrontiert ist, gehört ein ungeordneter Abbau der weltweiten Ungleichgewichte. Das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten bewegte sich im ersten Halbjahr 2006 bei ungefähr 6,6% des BIP, woraus zu schließen ist, dass rund drei Viertel der nicht im Inland investierten weltweiten Ersparnis in die Vereinigten Staaten fließen. Unter dem Einfluss der kumulativen Leistungsbilanzdefizite seit 1990 verwandelten sich die Vereinigten Staaten auf den Weltmärkten von einem Nettokreditgeber in einen Nettokreditnehmer. Seit 2000 war das Schuldenwachstum jedoch, zumindest bis September 2006, relativ verhalten, weil die Kapitalerträge aus Auslandsaktiva die beispiellos hohen Defizite kompensierten (Tabelle 2.2). Im Gegensatz dazu war die Leistungsbilanz des Euroraums im selben Zeitraum nahezu ausgeglichen, allerdings hat sich das Nettoverhältnis zwischen Aktiva und Passiva im gleichen Umfang verschlechtert wie in den Vereinigten Staaten, weil der Euroraum Kapitalverluste erlitten hat und mehr für seine Auslandsverbindlichkeiten zahlen musste, als ihm seine Auslandsforderungen einbrachten.

Der Anstieg des US-Leistungsbilanzdefizits lässt sich unter mehreren Blickwinkeln betrachten. Klar ist in den meisten Fällen, dass der Euroraum nicht der wichtigste Gegenpart ist. Die globalen Ungleichgewichte scheinen hauptsächlich die Vereinigten Staaten einerseits und die Dynamischen Volkswirtschaften Asiens sowie die Ölexportländer andererseits zu betreffen (Abb. 2.7). Im Folgenden werden einige der Ursachen hierfür erläutert (vgl. Jarret, 2005).

Tabelle 2.2 Veränderung der Nettoauslandspositionen
In Prozent des BIP, 2001-2004

	Ausgangsposition (2000)	Veränderung der Nettoauslandsposition	Kumulativer Leistungsbilanzsaldo		Sonstige Faktoren			Nettoauslandsposition (2004)
			Kumulativer Handelsbilanzsaldo ¹	Kumulative Kapitalerträge	Wachstum	Kapitalerträge	Sonstige ²	
Australien	-52.2	-17.2	-7.5	-11.4	14.6	-11.4	-1.5	-69.4
Kanada	-4.8	-5.7	18.5	-9.7	1.7	-15.2	-1.0	-10.5
China	-4.2	12.2	13.2	-3.1	..	..	..	8.0
Euroraum	-9.8	-5.6	3.9	-2.3	1.4	-9.0	0.4	-15.4
Japan	24.3	14.5	5.0	6.8	0.3	3.7	-1.2	38.8
Ver. Königreich	-3.7	-9.1	-15.3	7.4	1.0	-2.9	0.6	-12.8
Ver. Staaten	-16.7	-5.8	-19.8	1.0	3.9	10.1	-0.9	-22.5

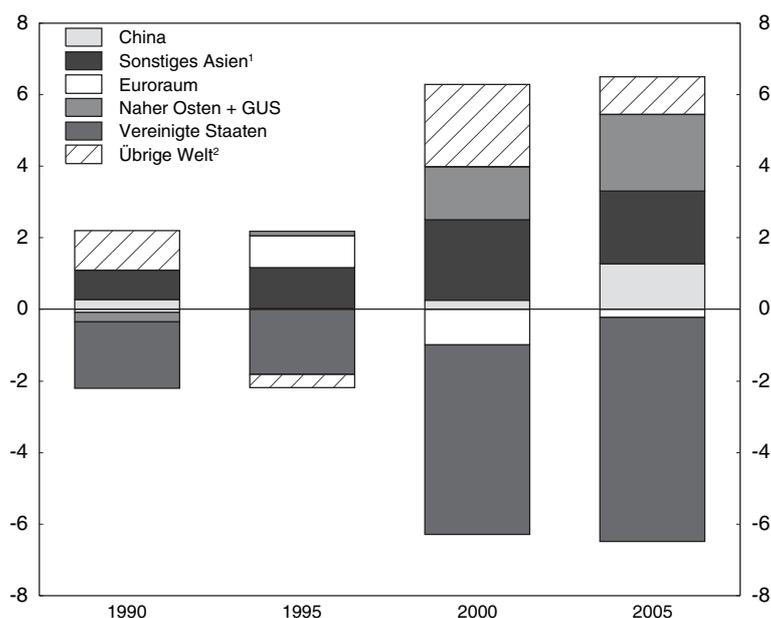
1. Güter, Dienstleistungen und laufende Übertragungen.

2. Restposten zuzüglich Transfers im Rahmen der Kapitalverkehrsbilanz.

Quelle: P. R. Lane und G.M. Milesi-Ferreti (2005), „A Global Perspective on External Positions“, *IMF Working Papers*, WP/05/161.

Abbildung 2.7 Leistungsbilanzsalden weltweit

In Prozent des Welthandels



1. Asiatische Entwicklungsländer + Neue asiatische Industrieländer + Japan – China.

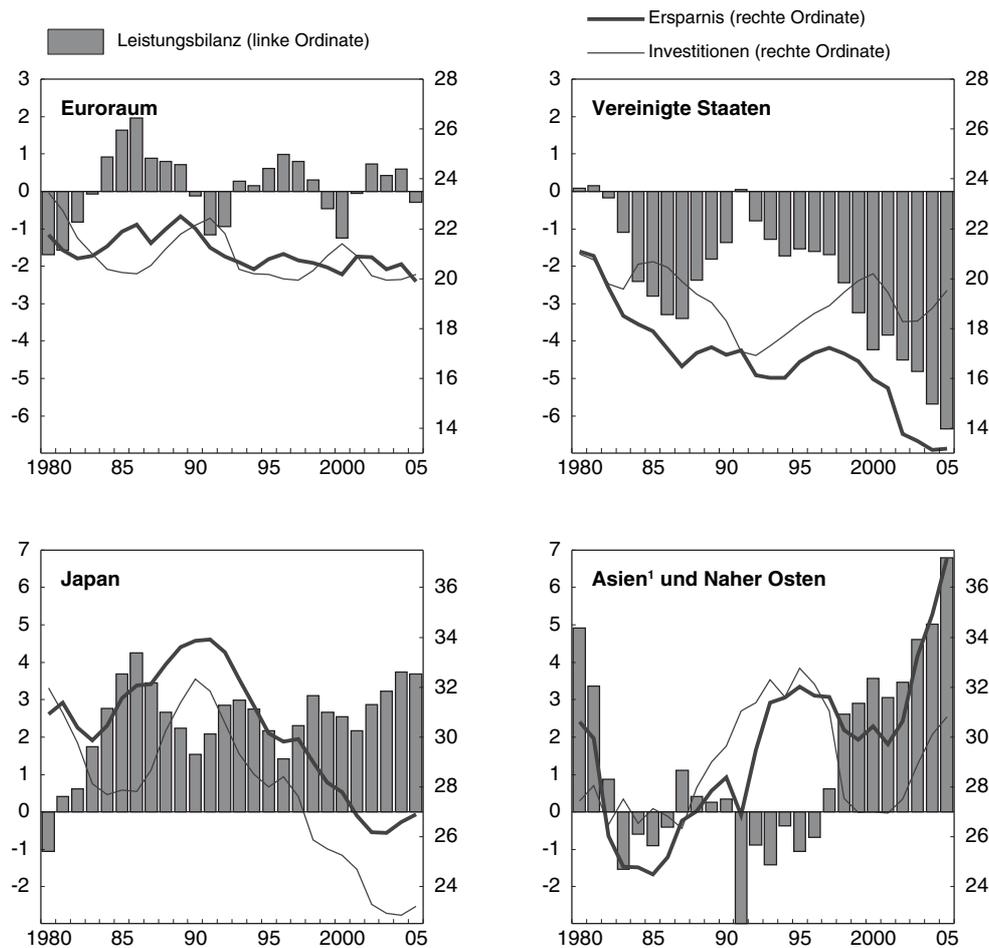
2. Einschließlich statistische Diskrepanzen.

Quelle: IWF, *World Economic Outlook Database*, September 2006, und OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank.

- Der Investitionsboom in den Vereinigten Staaten.* Bis Ende der neunziger Jahre ging der Antrieb für die Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits hauptsächlich von den sprunghaft steigenden Investitionen im Zusammenhang mit dem Dotcom-Boom aus, was durch die rückläufige Sparquote der privaten Haushalte verstärkt wurde (Abb. 2.8). Auch in den letzten beiden Jahren hat die Zunahme der US-Investitionen zur Ausweitung des Defizits beigetragen. Im Euroraum ist die Investitionsrate hingegen seit über zehn Jahren relativ stabil.
- Steigende Nettoersparnis in den aufstrebenden Volkswirtschaften.* Die Investitionsrate der asiatischen Tigerstaaten brach nach der Finanzkrise von 1997 ein, während ihre Sparquote nahezu unverändert blieb. In China und den übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens ist die Investitionstätigkeit seit 2000 um rd. 10% des BIP gestiegen, die Sparquote hat jedoch noch stärker zugelegt. In jüngerer Zeit war im Anschluss an die Ölpreishausse auch in den Ölexportländern ein starker Anstieg der Sparquote zu verzeichnen. Die Zunahme der Ersparnis im Verhältnis zu den Investitionen führte zu einem weltweiten Rückgang der Zinssätze, der wiederum in den Industrieländern die Spartätigkeit reduzierte, die Investitionen ankurbelte und Wohnimmobilienbooms auslöste. Eine der Hauptfragen dabei ist, warum der Großteil des Ersparnisüberschusses in die Vereinigten Staaten floss anstatt in den Euroraum. Ein Teil der Antwort hierauf könnte sein, dass die marginale Attraktivität des Euroraums als Investitionsstandort als Folge seiner grundlegenden strukturellen und demographischen Probleme geringer ist. Hierzu beigetragen haben aber sicherlich auch die auf US-Aktiva fixierten Wechselkurspolitiken. Die asiatischen Zentralbanken haben die Bildung von Devisenreserven mit bislang beispiellosem Tempo vorangetrieben, so dass sie im August 2005 rund zwei Drittel der weltweiten Devisenreserven hielten (EZB, 2006c), weitaus mehr, als zur Absicherung gegen Währungskrisen notwendig wäre⁹. Sie tun dies, um ihre Wechselkurse im Rahmen einer exportorientierten Wachstumsstrategie niedrig zu halten. Die entsprechenden Mittel flossen in überproportional großem Umfang in die Vereinigten Staaten. Der US-Dollar ist nach wie vor die weitaus beliebteste Währung, auf die zwei Drittel der weltweiten Devisenreserven entfallen (EZB, 2006). Der Anteil der auf Euro lautenden Aktiva an den amtlichen Währungsreserven

Abbildung 2.8 **Ersparnis und Investitionen**

In Prozent des BIP



1. Ohne Japan

Quelle: IWF, *World Economic Outlook Database*, September 2006, und OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank.

hat sich zwar erhöht (auf 24% gegenüber 18% im Jahr 1999), der Großteil dieses Anstiegs ist jedoch nicht auf höhere Kapitalströme, sondern auf Bewertungseffekte zurückzuführen. Bedingt sind diese Verteilungsstrukturen durch die größere Breite, Tiefe und Liquidität der US-Märkte für festverzinsliche Titel, die bei weitem noch nicht vollständige Integration der europäischen Finanzmärkte und die stärkere Eigendynamik der US-Wirtschaft¹⁰.

- *Abnahme der Ersparnis in den Vereinigten Staaten.* In struktureller Hinsicht hat sich die Ersparnis in den Vereinigten Staaten und im Euroraum unterschiedlich entwickelt: In den neunziger Jahren nahm die Sparquote der privaten Haushalte in beiden Wirtschaftsräumen fast im gleichen Umfang ab (um je 5 Prozentpunkte), seit 2000 ist sie im Euroraum aber relativ stabil, während sie in den Vereinigten Staaten weiter sank, bedingt durch den Wohnimmobilienboom sowie möglicherweise auch den Umstand, dass vorausschauende private Haushalte bei einem positiven Produktivitätsschock vermutlich zur Konsumglättung neigen. Auf den ersten Blick scheint das Sparverhalten der privaten Haushalte im Euroraum also nicht zu den globalen Ungleichgewichten beigetragen zu haben; es hätte die Absorbierung der weltweiten Ersparnisüberschüsse jedoch erleichtern können, wenn auf den Finanzmärkten für Kleinkunden ein lebhafterer Wettbewerb geherrscht hätte und mikroökonomische Reformen den privaten Haushalten mehr Zuversicht in Bezug auf ihre künftigen Einkommensaussichten gegeben hätten. Die Verteilung der öffentlichen Ersparnis spiegelt seit 2000 die der privaten Ersparnis

wider, wobei der Rückgang in den Vereinigten Staaten mit 5 Prozentpunkten stärker war als im Euroraum (1 Prozentpunkt)¹¹. Die Regierungen im Euroraum haben keinen Spielraum mehr für eine weitere Senkung der öffentlichen Ersparnis.

- *Verringerung des Home Bias* (übermäßig starke Inlandsorientierung). Eine weltweite Verringerung des *Home Bias* könnte die Leistungsbilanzen, zumindest während der Dauer der Portfolioumschichtungen, vergrößern. Eine Reduzierung der nationalen Präferenz der Nicht-US-Investoren im Vergleich zu den US-Investoren würde einen Prozess der Portfoliodiversifizierung in Gang setzen, der zur Finanzierung des US-Defizits beitragen könnte. Dabei stellt sich jedoch die gleiche Frage wie weiter oben: Warum bleibt der Euroraum hiervon weitgehend ausgeschlossen? Eine mögliche Antwort wäre, dass Kapitalzuflüsse aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens oder den Ölexportländern durch Kapitalabflüsse aus dem Euroraum ausgeglichen werden, wenn die dortigen Investoren ihre Portfolios zu diversifizieren suchen¹². Für die europäischen Investoren deuten die Daten allerdings darauf hin, dass an die Stelle des Heimvorteils ein Eurovorteil getreten ist und dass die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich nach wie vor die wichtigsten Quellen sowohl von Kapitalzu- als auch von -abflüssen sind.

Die Leistungsbilanz des Euroraums ist nahezu ausgeglichen und entspricht in etwa dem angesichts der relativen Altersstruktur des Euroraums zu erwartenden Niveau (Kasten 2.1). Aber auch wenn er nicht zu den globalen Ungleichgewichten beiträgt, kann er doch gleichwohl von den Effekten in Mitleidenschaft gezogen werden. Da die Ungleichgewichte verschiedene Ursachen haben, gibt es auch unterschiedliche Möglichkeiten, wie sie sich zurückbilden können. Für einen geordneten Abbau der Ungleichgewichte müsste bei den meisten Bestimmungsfaktoren ein Richtungswechsel eintreten: Das US-Haushaltsdefizit müsste sinken und die private Ersparnis steigen, möglicherweise im Zuge einer Stabilisierung der Wohnimmobilienpreise; in China müsste die Inflation zunehmen, und im übrigen Asien müsste sich die Investitionstätigkeit erholen, oder aber die Sparquote müsste sich an das niedrigere Trendwachstum anpassen; der US-Dollar müsste fallen und so die US-Exporte ankurbeln; und schließlich müssten die Produktivitätswachstumsraten in den Industriestaaten konvergieren. Je breiter die Basis ist, auf der sich diese Korrektur vollzieht, desto weniger gefährlich würden die davon ausgehenden Effekte auf den Euroraum sein. Als besorgniserregender könnte sich hingegen eine ungeordnete Korrektur mit einer harten Landung des US-Dollar erweisen. Früher oder später wird die Bereitschaft der ausländischen Investoren nachlassen, Aktiva zu akkumulieren, bei denen mit einem Wertschwund zu rechnen ist, und möglicherweise sind die ersten Anzeichen dafür bereits 2006 zu erkennen. Die Argumente der Optimisten gründen sich letztlich auf die Annahme, dass ein plötzlicher Ausverkauf von Dollarwerten unwahrscheinlich ist, weil das Defizit der Vereinigten Staaten nicht mit kurzfristigen Anlagegeldern (*hot money*) finanziert wird. Bei den Kapitalzuflüssen herrschen vielmehr amtliche Devisenkäufe, Ölfondstransaktionen und Kapitalbeteiligungen vor. Außerdem verteilt sich die überschüssige Ersparnis auf eine große Gruppe von Ländern, in denen die Korrektur wahrscheinlich zu unterschiedlichen Zeitpunkten und mit unterschiedlichem Tempo erfolgen wird.

Unabhängig davon, wie die Korrektur vonstatten gehen wird, dürfte sich der Euroraum mit einer schwächeren Exportnachfrage aus den Vereinigten Staaten konfrontiert sehen, was durch eine Zunahme der Nachfrage aus Asien ausgeglichen werden dürfte¹³. Der Gesamtwachstumseffekt wird davon abhängig sein, wie stark sich die asiatischen Wechselkurse im Verhältnis zum US-Dollar verändern¹⁴ und über wie viel Spielraum die EZB zur Lockerung ihrer Geldpolitik verfügt. Die relative Größenordnung dieser Effekte ist schwer abzuschätzen. Keynesianische Einkommensstrommodelle wie das OECD-Interlink-Modell ergeben in der Regel, dass eine Abwertung des US-Dollar für den Euroraum schlecht wäre, weil die Abnahme der US-Nachfrage nach Exporten des Euroraums stärker wäre als die von einer lockeren Geldpolitik ausgehenden Impulse (OECD, 2005a). Die Zinseffekte sind in diesem Modell aber wahrscheinlich zu niedrig angesetzt, und in jedem Fall sind Einkommensstrommodelle nicht das richtige Instrument für diese Art von Analyse: Denn hierbei wird ein Portfolioschock in einem Modell unterstellt, in dem Portfolios im Grunde keine Rolle spielen. Laut anderen Modellrechnungen, in denen ein breiteres Spektrum von Transmissionskanälen berücksichtigt ist, fallen die negativen Effekte für den Euroraum geringer aus (Europäische Kommission, 2005) oder führt eine geordnete Korrektur sogar zu einem Anstieg des Wachstums im Euroraum, selbst wenn die asiatischen Währungen an den US-Dollar gekoppelt blieben (Faruqee et al., 2005; IWF, 2005b)¹⁵.

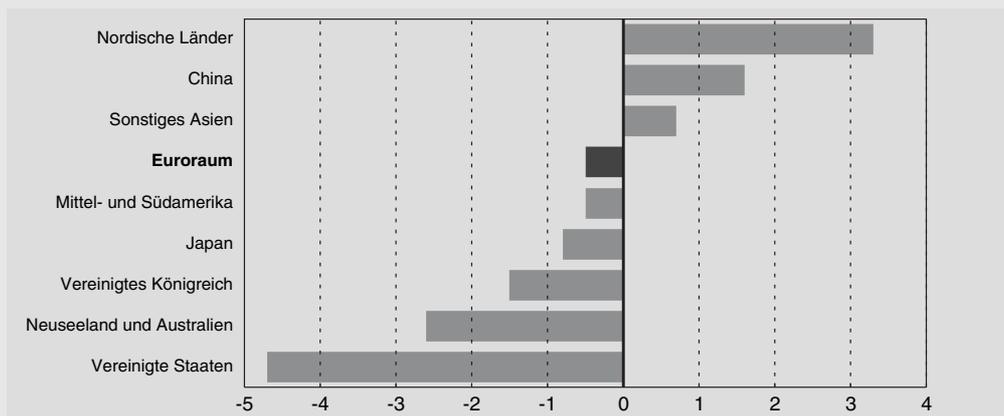
Kasten 2.1 Wo entsprechen die Leistungsbilanzen nicht dem „normalen“ Muster?

Global gesehen ist die auffallendste Anomalie der letzten Jahre, dass das Kapital in die „falsche Richtung“ fließt. Den Lehrbüchern zufolge müsste das Kapital von den reichen Ländern, wo es in großen Mengen vorhanden und der Faktor Arbeit eine knappe Ressource ist, in arme Länder fließen, wo das Gegenteil der Fall ist und wo die Kapitalrendite auf Grund des Gesetzes vom abnehmenden Ertragszuwachs höher sein müsste (Lucas, 1990). Das Gegenstück zu diesen Kapitalströmen wären dann Leistungsbilanzdefizite in den Entwicklungsländern und Leistungsbilanzüberschüsse in den Industriestaaten, derzeit erleben wir jedoch das Gegenteil. Dies erklärt sich u.a. daraus, dass die Kapitalrendite in den aufstrebenden Volkswirtschaften effektiv *niedriger* ist als in den G7-Ländern (IWF, 2005a). Politische Governance-Mängel und Strukturprobleme haben den Vorteil zunichte gemacht, den Erstere eigentlich bei der Anwerbung weltweiter Ersparnisse haben sollten. Und angesichts ihres starken Produktivitätswachstums wäre es u.U. treffender, die Vereinigten Staaten als eine „noch immer aufstrebende“ Volkswirtschaft zu beschreiben statt als ein reifes Industrieland, in dem sich das Wachstum verlangsamten müsste.

Die Leistungsbilanzsalden hängen von vielerlei Faktoren ab, zumindest auf kurze Sicht. Das Spektrum reicht von strukturellen Unterschieden zwischen den Volkswirtschaften, z.B. in Bezug auf die demographische Entwicklung und den Entwicklungsstand, bis hin zu politikabhängigen Faktoren wie Veränderungen des fiskalpolitischen Kurses. Gruber und Kamin (2005) modellieren Leistungsbilanzsalden anhand von gepoolten Daten aus 61 Entwicklungs- und Industrieländern im Zeitraum 1983-2003. Sie stellen u.a. fest, dass ein Überschuss höher (bzw. ein Defizit niedriger) ausfällt, wenn *a*) das Pro-Kopf-Einkommen höher ist (dieser Effekt wurde im vorigen Absatz beschrieben), *b*) der Haushaltsüberschuss höher ist, *c*) der Anteil der Haushalte in der mittleren Altersgruppe größer ist, da junge und ältere Menschen zum Entsparen tendieren, *d*) die Volkswirtschaft internationalem Handel gegenüber offener ist und *e*) institutionelle Faktoren wie Eigentumsrechte und Rechtsstaatlichkeit weniger gut ausgebildet sind, weil die fraglichen Länder dadurch für ausländische Anleger an Attraktivität verlieren. Das Modell von Gruber und Kamin sagt für den Euroraum einen kleinen Überschuss und für Australien und Neuseeland Defizite voraus. Nach diesem Modell müssten die Vereinigten Staaten aber ebenfalls einen Überschuss ausweisen, hauptsächlich deshalb, weil ihr Vorsprung beim Pro-Kopf-Einkommen – der für einen Überschuss sorgen sollte – groß genug ist, um den Effekt ihrer höheren Wachstumsrate und ihres Haushaltsdefizits auszugleichen. Mit keiner Variante des Modells war es indessen möglich, das immer mehr anschwellende Defizit der Vereinigten Staaten zu „erklären“. Die hohen Überschüsse in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens waren z.T. auf den Einbruch der Investitionen nach der Finanzkrise von 1997 zurückzuführen.

Abbildung 2.9 Wo entsprechen die Leistungsbilanzen nicht dem „normalen“ Muster?

Differenz zwischen tatsächlichem und vorhergesagtem Leistungsbilanzsaldo, 1997-2003



Quelle: OECD-Berechnungen auf der Grundlage des ökonomischen Modells von J. Gruber und S. Kamin (2005), „Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances“, *International Finance Discussion Papers*, No. 846, November.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Die Differenz zwischen den tatsächlichen und eigentlich zu erwartenden Leistungsbilanzpositionen ist ein Maß der „Ungleichgewichte“, d.h. des Grads der Nichtübereinstimmung der Leistungsbilanzsalden mit den Fundamentaldaten. Der Überschuss des Euroraums fiel im Betrachtungszeitraum rd. 0,5% des BIP geringer aus, als nach dem Modell von Gruber und Kamin zu erwarten gewesen wäre (Abb. 2.9). In den Vereinigten Staaten, Japan und Australasien waren die Defizite größer als erwartet, während in den nordischen Ländern und China die Überschüsse höher waren als im Modell vorausgesagt*. Alles in allem lässt sich aus dem Modell schließen, dass der Euroraum keinen wesentlichen Beitrag zu den globalen Ungleichgewichten leistet.

* Die Struktur der in Abbildung 2.9 für den Zeitraum 1997-2003 dargestellten Restgrößen ist positiv mit den tatsächlichen Leistungsbilanzsalden korreliert. Dies deutet auf gewisse Fehlspezifikationen hin. Es ist denkbar, dass die zunehmende Globalisierung (und insbesondere die gestiegenen Nettoauslandspositionen) den Effekt der Bestimmungsfaktoren auf die Leistungsbilanzsalden verstärken, d.h. die Elastizitäten könnten im Zeitverlauf zugenommen haben.

Das Szenario, bei dem der Euroraum in Mitleidenschaft gezogen werden könnte, wäre vor allem ein jäher Rückgang des US-Dollar in Kombination mit einem weltweiten Anstieg der langfristigen Zinsen. Eine Verringerung der Ungleichgewichte beim weltweiten Verhältnis zwischen Ersparnis und Investitionen würde so gut wie unweigerlich eine Anhebung des weltweiten realen Zinsniveaus auf mittlere Sicht erforderlich machen. Simulationsrechnungen lassen darauf schließen, dass das Wachstum in den Vereinigten Staaten und in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens bei einem solchen Szenario einen drastischen Einbruch erfahren würde, wohingegen der Wachstumsrückgang im Euroraum kaum ins Gewicht fallen würde. Der wichtigste Transmissionskanal könnte dabei eine Stabilisierung oder Abnahme der Wohnimmobilienpreise im Verein mit einem Rückgang der Bautätigkeit sein. Sofern diese Effekte aber nicht zu stark ausfallen, könnten sie für den Euroraum sogar effektiv hilfreich sein, weil sie den Immobilienpreisboom in einigen Ländern bis zu einem gewissen Grade dämpfen und so die wirtschaftlichen Divergenzen verringern würden. Darüber hinaus werden die Konsequenzen auch von den Ursachen des weltweiten Zinsanstiegs abhängig sein. Handelte es sich dabei nur um eine weltweite Erhöhung der Risikoprämien infolge einer neuen Risikoeinschätzung, wäre der Effekt weitgehend negativ. Wäre die Zinserhöhung hingegen auf eine Zunahme der weltweiten Investitionsmöglichkeiten oder einen stärkeren Verbrauch in Asien zurückzuführen, so würde dies wahrscheinlich der Exportnachfrage des Euroraums zugute kommen.

Eine der Schwachstellen dieser makroökonomischen Modelle ist, dass die Simulationsrechnungen u.U. insofern zu günstige Ergebnisse für den Euroraum liefern, als die Wirkungen von den *effektiven* Wechselkursen ausgehen, die sich weniger stark bewegen als die einzelnen bilateralen Kurse. Sie verdecken daher die auf Mikroebene notwendigen Ressourcenreallokationen. Die am stärksten vom Kurs des US-Dollar abhängigen Unternehmen, Branchen und Regionen könnten einen schweren Schlag erleiden, wohingegen andere von einer realen Abwertung gegenüber einigen asiatischen Währungen sogar profitieren könnten. Angesichts einer unter dem angestrebten Niveau verharrenden Arbeits- und Kapitalmobilität im Euroraum wird der Anpassungsprozess nicht so reibungslos verlaufen, wie die Makromodelle glauben lassen.

Auch andere Faktoren müssen möglicherweise berücksichtigt werden. Erstens wird die Transmission über den Handelskanal durch den Effekt der ausländischen Direktinvestitionen verstärkt. Der Umsatz der US-Töchter europäischer Unternehmen ist fünfmal so hoch wie die europäischen Exporte in die Vereinigten Staaten (BIZ, 2001). Zweitens ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Finanzmärkte über das Ziel hinausschießen und der Geldpolitik nicht genügend Zeit zum Reagieren bleibt, umso größer, je plötzlicher die Korrektur eintritt. Drittens könnte sich die Bilanzverfassung der Unternehmen in Europa verschlechtern, so dass sich diese u.U. mit Liquiditätsengpässen konfrontiert sehen. Dies wirft Fragen in Bezug auf die Finanzmarktaufsicht im Euroraum auf. Viertens könnten Turbulenzen an den Finanzmärkten eine neue Welle von Protektionismus

auslösen. Unter ansonsten gleichen Bedingungen sollte die EZB darauf vorbereitet sein, die Zinssätze zu senken oder das Tempo ihres Anstiegs zu drosseln, sollten externe Faktoren zu einer so starken Aufwertung des Euro führen, dass die Konjunkturerholung gefährdet und mit schwerwiegenden Auswirkungen auf die Inflationsaussichten zu rechnen wäre.

Der Euroraum könnte im Rahmen der Verantwortung, die ihm gemeinsam mit anderen *Global Players* zukommt, durch produktivitätssteigernde Strukturreformen, die von wachstums- und stabilitätsorientierten makroökonomischen Maßnahmen flankiert werden, zu einem geordneteren Abbau der Ungleichgewichte beitragen. Ein Produktivitätswachstum, das sich auf den Exportsektor beschränken würde, wäre weniger hilfreich als gesamtwirtschaftliche Produktivitätsfortschritte, weil die Einkommens- und relativen Preiseffekte sich bis zu einem gewissen Grad gegenseitig ausgleichen würden: Das Produktivitätswachstum in der Exportwirtschaft erhöht das Einkommen der Europäer, so dass sie mehr US-Güter kaufen, zugleich würden die europäischen Unternehmen aber auch wettbewerbsfähiger im Vergleich zu den US-Unternehmen. Trotzdem wären Produktivitätsfortschritte nützlich, vor allem auf kürzere Sicht, weil sie, ganz gleich, welchen Sektor sie betreffen, erst einmal zu einer Erhöhung der Investitionsquote führen. Während der entsprechenden Umrüstungsphase würde sich das Leistungsbilanzdefizit im Euroraum ausweiten¹⁶.

Die Transmissionsmechanismen könnten gestärkt werden

Die geldpolitischen Transmissionsmechanismen des Euroraums waren Gegenstand zahlreicher Untersuchungen, viele davon im Rahmen des *Eurosystem Monetary Transmission Network*. De Grauwe und Storti (2005) führten eine Metaanalyse durch, in der sie die Resultate von 83 Untersuchungen aus dem Euroraum und den Vereinigten Staaten zusammenfassten. Sie kamen zu dem Ergebnis, dass der geschätzte *Durchschnitt* der kurzfristigen Effekte von Zinsänderungen auf die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Vereinigten Staaten und im Euroraum nahezu identisch ist, obgleich der *Medianeffekt* in den Vereinigten Staaten rd. 1,5-mal stärker ist. Der geschätzte Durchschnittseffekt von Zinsänderungen auf die Inflation ist in den Vereinigten Staaten 2,5-mal und der geschätzte Medianeffekt 3,25-mal so groß wie im Euroraum. In Kanada und Australien hat die Geldpolitik noch stärkere Effekte. Diese aus ökonomischer Sicht großen Unterschiede lassen darauf schließen, dass die Geldpolitik im Euroraum deutlich schwächer ist. Aus statistischer Sicht hat die Metaanalyse allerdings nur geringe Aussagekraft, weshalb die geschätzten Unterschiede zwischen den Regionen bei herkömmlichen Konfidenzniveaus statistisch nicht signifikant sind.

Drei Faktoren spielen eine wichtige Rolle als Erklärung dafür, warum der Transmissionsmechanismus schwächer und der Euroraum weniger schockresistent ist als andere – vor allem englischsprachige – Länder (Drew et al., 2004).

- Erstens reagieren Löhne und Inflation wegen struktureller Rigiditäten an den Produkt- und Arbeitsmärkten weniger flexibel auf die jeweiligen wirtschaftlichen Bedingungen (Cournède et al., 2005). Dadurch kommt es zu einem Trade-off zwischen kurz- und langfristigen Effekten. Nominale Rigiditäten können zwar den anfänglichen Effekt eines Nachfrageschocks dämpfen, verzögern aber anschließend die Rückkehr zur Vollbeschäftigung. So lange die politischen Entscheidungsträger der Inflation kein zu großes Gewicht im Verhältnis zur Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Produktion beimessen, ist für die Wirtschaft ein kurzer starker Schock besser als eine schwache, aber lange Rezession (mit anderen Worten: Die Wohlfahrtsverluste fallen in einer flexiblen Volkswirtschaft geringer aus). Im Fall eines dauerhaften Schocks oder einer Wechselkursverschiebung wirken sich nominale Rigiditäten eindeutig negativ auf die Wirtschaft aus, indem sie den Anpassungsprozess verlangsamen (Drew et al., 2004).
- Zweitens sind die Finanzmärkte weder so tief noch so wettbewerbssoffen wie in anderen Ländern. Bilanzunwirksame Verbriefungen von Hypotheken- und sonstigen Konsumentenkrediten sind weniger weit verbreitet, auch wenn dies z.T. durch die Existenz von *Covered Bonds* wie Pfandbriefen und ähnlichen Instrumenten ausgeglichen wird. Durch die Verbriefung reagieren die Zinssätze für neue Kredite stärker auf Finanzmarktentwicklungen und wird zudem der Zugang zu Krediten durch Kapitalentnahme aus Immobilienvermögen und flexiblere Refinanzierungsoptionen erleichtert. Auf Grund der vergleichsweise größeren Schwierigkeiten

beim Zugang zu Krediten ist es für private Haushalte im Euroraum schwerer, sich während Abschwungphasen durch Kredite über Wasser zu halten. Und weil sie einen geringeren Teil ihres Vermögens in Finanzaktiva anlegen, werden sie weniger von Zinsänderungen berührt. Bei sonst gleichen Bedingungen kommt die Geldpolitik auf stärker integrierten Finanzmärkten schneller zum Tragen, obwohl dies, wie in Kapitel 1 erwähnt, insofern ein zweischneidiges Schwert sein kann, als stärkere Vermögenseffekte zu ausgeprägteren konjunkturellen Schwankungen führen können, wenn die Erwartungen der privaten Haushalte in „irrationale Überschwänglichkeit“ umschlagen. Eine tiefere Integration erhöht auch die Widerstandsfähigkeit, weil die Volkswirtschaft in diesem Fall besser in der Lage ist, Schocks zu absorbieren. Sie trägt ferner zur Stärkung der Finanzinstitute durch besseres Management und größere Risikostreuung bei, jedoch verändert sie die Natur der systemischen Risiken über die von grenzüberschreitenden Beteiligungen ausgehenden Ansteckungseffekte.

- Drittens stammt im Euroraum ein verhältnismäßig größerer Teil der Unternehmensfinanzierungen von den Banken als von den Kapitalmärkten. Über den Kreditkanal wird die Wirtschaft aber störanfälliger gegenüber negativen Schocks, die stark genug sind, um sich auf die Bankbilanzen auszuwirken, in welchem Fall die Investitionen u.U. über einen längeren Zeitraum auf niedrigem Niveau verharren werden. Besonders ausgeprägt ist dieser Effekt in fragmentierten, weniger diversifizierten Banksystemen; er kann jedoch verringert werden, wenn sich kleinere Banken zu Netzen zusammenschließen, wie dies in Deutschland der Fall ist. Kleine Unternehmen sind stärker von Banken abhängig als große und werden somit empfindlicher von Kreditengpässen in Mitleidenschaft gezogen.

Die Probleme werden dadurch verstärkt, dass manche Länder flexibler sind als andere, so dass die Politik jeweils unterschiedliche Effekte hat. Dadurch wird die Steuerung einer gemeinsamen Geldpolitik erschwert. Dies ist jedoch ein Problem, mit dem die geldpolitischen Entscheidungsträger leben müssen, und es sollte keinen Einfluss auf die eigentlichen politischen Weichenstellungen haben (Kasten 2.2).

Lohnrigidität fördert Inflationpersistenz

Auf Grund der institutionellen Strukturen sind die Reallöhne in Europa weniger flexibel als andernorts. In einer Metaanalyse von Arbeitsmarktstudien stellt die Europäische Kommission (2006) fest, dass die Reallöhne auf deregulierten und gewerkschaftlich weniger stark organisierten Arbeitsmärkten reaktionsfähiger sind. Im Einzelnen wird aufgezeigt, dass weniger zentralisierte Tarifverhandlungsstrukturen, ein geringerer gewerkschaftlicher Organisationsgrad und ein intensiverer Einsatz von Maßnahmen der aktiven Arbeitsmarktpolitik in der Regel dafür sorgen, dass die Reallöhne stärker auf Arbeitslosigkeit reagieren. Nach einem Produktivitätsschock passen sich die Löhne rascher an, wenn die Ersatzquoten der Transferleistungen niedrig, die Beschäftigungsschutzbestimmungen für befristete Verträge weniger streng und betriebliche Tarifverhandlungen üblicher sind.

Die aus Mikrodaten abzuleitenden Schlussfolgerungen gehen in dieselbe Richtung, sind jedoch etwas weniger eindeutig. Im Rahmen des von der Brookings Institution geleiteten *International Wage Flexibility Project* (Dickens et al., 2006) wurden 31 Individualdatensätze aus 13 Ländern analysiert. Die Untersuchung der Verteilung der Lohnänderungen lieferte klare Anhaltspunkte für nominale und reale Lohnrigiditäten nach unten. Die Reallöhne sind in Schweden, Frankreich und Finnland am rigidesten, wohingegen sie in Griechenland und den Vereinigten Staaten sehr flexibel sind. Interessanterweise ist die Reallohnrigidität in Deutschland eher schwach. Die *Nominallohnrigidität* nach unten ist in Italien, Griechenland, den Vereinigten Staaten und Portugal am stärksten ausgeprägt. Die Studie liefert ziemlich überzeugende Belege dafür, dass eine stärkere Tarifbindung und ein höherer gewerkschaftlicher Organisationsgrad die realen Lohnrigiditäten erhöhen, die nominalen aber verringern (möglicherweise weil die Vertretung durch die Gewerkschaften den Arbeitnehmern dabei hilft, ihre Reallöhne zu verteidigen, so dass nominale Lohnänderungen für sie ein geringeres Problem darstellen). Es besteht ein schwacher positiver Zusammenhang zwischen den Beschäftigungsschutzbestimmungen und der nominalen sowie realen Lohnrigidität, der jedoch statistisch nicht signifikant ist. Abgesehen von zahllosen technischen Erklärungen gibt es noch zwei weitere Gründe dafür, dass die Institutionen bei den Mikrodaten offenbar eine geringere Rolle spielen

Kasten 2.2 Was tun, wenn eine Politik nicht für alle passt?

Sollte die Geldpolitik den zwischen den Ländern bestehenden Unterschieden in Bezug auf Inflation und Produktionswachstum Rechnung tragen? Die EZB hat klar zum Ausdruck gebracht, dass sie die Geldpolitik für den Euroraum insgesamt festlegt. Sie untersucht zwar nationale Daten, um die Vorgänge in den einzelnen Ländern zu verstehen und ihre eigenen Prognosen zu verfeinern, doch stützen sich ihre geldpolitischen Entscheidungen letztlich auf die (mittelfristigen) Aussichten für den HVPI des *Euro-raums insgesamt*. Ist eine solche Strategie optimal? Ökonomen antworten auf diese Frage üblicherweise mit einem Achselzucken und verweisen darauf, dass die Geldpolitik nichts gegen divergierende wirtschaftliche Entwicklungen ausrichten kann, ganz gleich ob die Divergenzen durch asymmetrische Schocks oder durch einen allgemeinen Schock bedingt sind, der sich unterschiedlich auswirkt. Dennoch gibt es einige theoretische Argumente, mit denen sich begründen ließe, weshalb eine optimale Geldpolitik diese Unterschiede u.U. berücksichtigen sollte, zumal wenn diese durch nominale Rigiditäten bedingt sind*. In der Praxis wären die Probleme der Umsetzung aber so groß, dass die theoretischen Überlegungen dagegen verblassen würden.

Man stelle sich ein Europa mit zwei Geschwindigkeiten vor, d.h. ein Europa, bei dem die eine Hälfte der Währungsunion flexibler ist (oder anders gesagt, geringere nominale Rigiditäten aufweist) als die andere. Reagiert die Zentralbank dann auf einen Schock, indem sie eine am Durchschnitt des Währungsraums ausgerichtete Politik steuert, wird diese Politik für die eine Hälfte zu restriktiv und für die andere zu expansiv sein. Eine optimale Politik, die darum bemüht wäre, die Summe der Wohlfahrt in beiden Hälften zu maximieren, müsste dem weniger flexiblen Teil der Währungsunion mehr Gewicht beimessen. Dahinter steht einfach ausgedrückt der Gedanke, dass die flexible Hälfte sich wieder erholen wird, ganz gleich was geschieht, so dass ihr auch aus einer für sie nicht optimalen Geldpolitik keine größeren Nachteile entstehen. Die weniger flexible Hälfte hat hingegen eine Menge zu gewinnen, wenn die Geldpolitik eher auf ihre Situation zugeschnitten ist. Eine Zentralbank, die einen festen Zielhorizont für die Inflation im Auge hat und Divergenzen innerhalb der Währungsunion keine Beachtung schenkt, würde zu stark auf allgemeine und zu wenig auf asymmetrische Schocks reagieren (Gregoriadis et al., 2006). Für eine solche Zentralbank bestünde die Lösung theoretisch darin, bei der Festlegung der Geldpolitik entweder der konjunkturschwachen Hälfte der Währungsunion stärkeres Gewicht beizumessen oder aber in Bezug auf ihre Wohlfahrtsfunktion konjunkturellen Unterschieden bis zu einem gewissen Grade Rechnung zu tragen. Der geldpolitische Rahmen der EZB, der gekennzeichnet ist durch eine mittelfristige Ausrichtung, die Entscheidung gegen mechanische Reaktionen auf spezielle Indikatoren oder Prognosen sowie die umfassende Berücksichtigung aller verfügbaren Daten und Informationen, würde, soweit ein solcher Weg grundsätzlich überhaupt gangbar ist, Raum für solche Überlegungen bieten.

So interessant eine derartige Lösung in der Theorie auch sein mag, ist sie doch aus verschiedenen Gründen praktisch nicht realisierbar (hierbei darf nicht übersehen werden, dass der geldpolitische Rahmen der EZB mit seiner mittelfristigen Ausrichtung zumindest teilweise gegen Kritik dieser Art gefeit ist). Erstens bereitet die Messung des Grads der nominalen Rigidität der verschiedenen Sektoren oder Regionen enorme Schwierigkeiten. Es ist noch nicht einmal klar, auf welcher Ebene eine solche nominale Rigidität gemessen werden sollte – auf Ebene der Branche, der Region oder des Landes? Zweitens würden die politischen Entscheidungsträger, wenn sie dem unflexiblen Teil der Union mehr Gewicht beimäßen, strukturelle Ineffizienzen zulassen oder sogar unterstützen, womit sich die Anreize für Strukturereformen verringern würden. Drittens wäre es schwerer, die geldpolitischen Entscheidungen der Öffentlichkeit zu erklären, und das Ziel der Zentralbank wäre nicht mehr so klar zu erkennen. Das wohl schlagkräftigste Gegenargument liefern jedoch Angelini et al. (2004). Ihr Modell legt den Schluss nahe, dass die Zentralbank die konjunkturellen Divergenzen verringern könnte, wenn sie dies wollte, oder – wie es die Autoren ausdrücken – dass sie den Schäferhund spielen und die Herde der Volkswirtschaften zusammentreiben könnte. Der Preis dafür wären jedoch bei allen anzunehmenden Parameterwerten deutlich ausgeprägtere zyklische Schwankungen. Die Vorteile geringerer Divergenzen wären somit die Kosten nicht wert, die dadurch in Bezug auf die eigentlichen Ziele der Geldpolitik entstehen würden.

* Vgl. beispielsweise *EZB-Monatsbericht*, Mai 2005, De Grauwe und Senegas (2003), Gros und Hefeker (2002) sowie Gregoriadis et al. (2006).

als bei den Makrostudien. Der erste Grund lautet, dass hierbei leicht unterschiedliche Sachverhalte gemessen werden. In Makrostudien wird Flexibilität als Reaktion der Reallöhne auf Arbeitslosigkeit und Produktivität definiert, während sie in Mikrostudien ungeachtet der Arbeitsmarktbedingungen mit fallenden Nominal- oder Reallöhnen gleichgesetzt wird. Zweitens betreffen die Mikrostudien nur feste, unbefristete Beschäftigungsverhältnisse. Selbst in Ländern mit flexiblen Arbeitsmärkten befinden sich Vollzeitkräfte in einer privilegierten Position und somit in einer guten Ausgangslage, um sich Lohnkürzungen zu widersetzen. Es könnte sein, dass Flexibilität sich stärker auf neue, befristete Arbeitsverhältnisse auswirkt, d.h. institutionelle Flexibilität kommt vor allem im Grenzbereich zum Tragen. Dabei sollte auch nicht übersehen werden, dass es Wege gibt, das Problem der Lohnrigidität zu umgehen. Einige Unternehmen in Deutschland haben effektive Lohnkürzungen durchgesetzt, indem sie die Zahl der Arbeitsstunden ohne Lohnausgleich erhöht haben.

Die Liberalisierung der Arbeitsmärkte könnte zwar hilfreich sein, sie löst das Problem der Inflationsträgheit jedoch nur zur Hälfte. In einer Ländervergleichsstudie zeigt Estevão (2005) auf, dass Produktmarktregulierungen den Effekt der Lohnmäßigung abschwächen, indem sie es marktbeherrschenden Unternehmen ermöglichen, sich ökonomische Renten zu verschaffen, statt diese Vorteile in Form niedrigerer Preise weiterzugeben.

Die empirischen Ergebnisse bestätigen alles in allem die in Kapitel 1 enthaltenen Politikempfehlungen in Bezug auf die Förderung der Lohn- und Beschäftigungsflexibilität und die Verringerung der Inflationsträgheit. Die Empfehlungen umfassen die Abkehr von Branchentarifverhandlungen, die Beseitigung der Lohnindexierung, die Sicherung einer stärker der Produktivitätsentwicklung angepassten Lohnentwicklung sowie Produktmarktreformen zur Stärkung der Korrelation zwischen Inflation und Konjunkturlage.

Die Rolle der Geldmengenaggregate in der Geldpolitik

Es steht außer Frage, dass Zentralbanken die Entwicklung der Geldmengenaggregate beobachten und ihre Auswirkungen auf die Preisstabilität abschätzen sollten. Die monetäre und die wirtschaftliche Analyse sollten sich grundsätzlich ergänzen und ein tieferes Verständnis der Risiken für die Preisstabilität über verschiedene Zeithorizonte vermitteln, damit eine optimale geldpolitische Entscheidungsfindung gewährleistet ist. Die Zwei-Säulen-Strategie der EZB ist eine der möglichen Antworten auf das Problem, die wirtschaftliche ebenso wie die monetäre Analyse in einem einzelnen sinnvollen Modell bzw. Analyserahmen zusammenzufassen. Das Konzept der EZB gründet sich auf die historische Beobachtung, der zufolge Geldmengenwachstum und Inflation auf mittlere bis lange Sicht eng miteinander korrelieren (EZB, 2004) und dient dazu, eine mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik zu gewährleisten, indem die Wahrscheinlichkeit einer Überreaktion auf vorübergehende Schockeffekte verringert wird. Ein Element der monetären Säule der EZB ist der Referenzwert für das Wachstum von M3. Eine über den Referenzwert von 4,5% jährlich hinausgehende Wachstumsrate von M3 gilt im Prinzip als ein Zeichen für Inflationsrisiken auf mittlere Sicht, zieht aber nicht automatisch eine Reaktion der Geldpolitik nach sich. Die Zentralbank prüft vielmehr, ob die Korrelation u.U. durch Sonderfaktoren wie Portfolioumschichtungen und Finanzinnovationen verzerrt wird. Außerdem berücksichtigt sie eine breite Palette monetärer Indikatoren, einschließlich der Gegenposten und Komponenten von M3. Das besondere Augenmerk der EZB gilt dabei M1 sowie der Kreditvergabe an den privaten Sektor als Indikatoren der gesamtwirtschaftlichen Ausgaben (EZB, 2004).

Die EZB ist nicht die einzige Zentralbank, die sich für die Entwicklung der Geldmengenaggregate interessiert. Die Bank von Kanada arbeitet mit einer ganzen Reihe von Modellen, die z.T. auch monetärer Art sind; der Inflationsbericht der Bank von England beginnt mit einer Erörterung der Geldmengenentwicklung; die Zentralbanken Neuseelands, Australiens und Schwedens befassen sich in ihren vierteljährlichen geldpolitischen Berichten regelmäßig mit Geldmengen- und Kreditaggregaten; allein die Federal Reserve der Vereinigten Staaten misst der Geldmenge kein nennenswertes Gewicht bei, und sie veröffentlicht inzwischen auch keine Zahlen mehr zu M3 (wohl aber noch zu M2). Die EZB geht sogar einen Schritt weiter, indem sie die Geldmenge unter den verschiedenen Indikatoren besonders herausstellt und ihr eine Sonderstellung in ihrer „Zwei-

Säulen-Strategie“ einräumt, es ist jedoch schwer zu sagen, ob es sich bei den zwischen der EZB und anderen Zentralbanken zu beobachtenden Unterschieden um echte oder eher um Differenzen kosmetischer Art handelt. Die EZB beschreibt die monetäre Analyse als Mittel zur Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse, mit dem gewährleistet werden soll, dass in der Geldpolitik keine wichtigen Informationen über zukünftige Preistrends übersehen werden. Die Bank von Kanada z.B. nimmt mit ihren verschiedenen Modellen die gleiche Art von Gegenprüfung vor, macht dies aber weniger publik. Letztendlich geht es um die Frage, welches Gewicht den Geldmengenaggregaten im Vergleich zu anderen Indikatoren der künftigen Preisentwicklung beigemessen und wie ihre Rolle im Entscheidungsprozess der Öffentlichkeit gegenüber dargestellt werden sollte.

Die EZB führt mehrere Gründe dafür an, dass sie der Geldmenge besondere Bedeutung beimisst (EZB, 2004). Sie drehen sich um die Geldmenge als Ursache und Indikator künftiger Preisentwicklungen. Es herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass die Inflation insofern ein monetäres Phänomen ist, als sie nur dann andauern kann, wenn sie mit einer Expansion der Geldmenge einhergeht. Wie die EZB (2003) hervorhebt, liefern Geldmengenaggregate nützliche Anhaltspunkte für die laufende geldpolitische Entscheidungsfindung, wenn zwei Voraussetzungen erfüllt sind. Erstens muss die Geldmenge Vorlaufesigenschaften im Hinblick auf die künftige Preisentwicklung besitzen. Zweitens muss der Zusammenhang zwischen Geldmenge, gesamtwirtschaftlicher Produktion und Preisen stabil oder zumindest vorhersagbar sein. Das Gleiche gilt natürlich auch für alle anderen Indikatoren, die die Zentralbank betrachtet. Wenn die Geldmenge also eine Sonderstellung einnehmen soll, muss sie aussagekräftiger sein als die anderen Variablen. Die EZB hat der Geldmenge u.a. deshalb eine hervorgehobene Rolle eingeräumt, weil sie ihrer Ansicht nach über längere Zeithorizonte mehr Informationen zur Preisentwicklung liefert als andere Indikatoren. In ihrem *Monatsbericht* vom Juni 2003 schrieb sie (S. 96):

„Ein wichtiges Argument für die Einführung des Zwei-Säulen-Konzepts hängt mit den unterschiedlichen Zeithorizonten bei der Analyse der Preisentwicklung zusammen. Der Inflationsprozess kann grob in zwei Komponenten zerlegt werden: Die eine Komponente hängt mit der Wechselwirkung von Nachfrage- und Angebotsfaktoren über kürzere Zeithorizonte zusammen und die andere mit länger anhaltenden, dauerhaften Entwicklungen. Die letztere Komponente steht empirisch in engem Zusammenhang mit dem mittelfristigen trendmäßigen Geldmengenwachstum.“

Verschiedene Studien befassten sich direkt mit der Frage, wie gut die Inflation über verschiedene Zeithorizonte anhand monetärer Indikatoren vorhergesagt werden kann (wegen einer Übersicht vgl. Masuch et al., 2003). Vor dem Jahr 2000 kamen diese Studien in der Regel zu dem Schluss, dass das Geldmengenwachstum und andere Indikatoren wie die Überschussliquidität oder P*-Modelle die Vorhersage künftiger Inflationsentwicklungen erleichtern und dass weiter gefasste Geldmengenaggregate wie M3 über längere Zeithorizonte üblicherweise bessere Ergebnisse liefern. Messgrößen der realwirtschaftlichen Entwicklung wie die Produktionslücke und das BIP-Wachstum erwiesen sich in der Regel bei kürzeren Zeithorizonten als nützlicher (1-2 Jahre). Dieses Schema wird in Anhang 2.A2 für den Zeitraum 1995-2000 weitgehend bestätigt.

Im Zeitraum 2000-2005 schnitten die Geldmengenaggregate als Vorhersageinstrumente weniger gut ab. Die in Anhang 2.A2 zitierten Ergebnisse zeigen, dass sich die monetären Indikatoren im Großen und Ganzen als weniger zuverlässig erwiesen, während die Produktionslücke und andere Indikatoren der Wirtschaftstätigkeit bessere Resultate lieferten. Die Echtzeitschätzung (d.h. die zum gleichen Zeitpunkt wie die Prognose durchgeführte Schätzung) der Produktionslücke schnitt beispielsweise besser ab als das Geldmengenwachstum. Dies ist insofern interessant, als die EZB die Zweckmäßigkeit der Produktionslücke als Indikator heruntergespielt hat, indem sie darauf hinwies, wie unzuverlässig die entsprechenden Schätzungen sein können und wie häufig sie revidiert werden müssen¹⁷. Bei Verwendung des BIP-Wachstums, der Industrieproduktion wie auch des OECD-Vorausindikators waren die Prognosefehler über Zeithorizonte von zwei bis vier Jahren durchgehend geringer als bei Verwendung monetärer Indikatoren. Insgesamt ist die relative Prognosegüte der Geldmengenaggregate in diesem Jahrzehnt also offenbar weniger beeindruckend als in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre. Aber wenn diese Analyse auch in gewisser Hinsicht

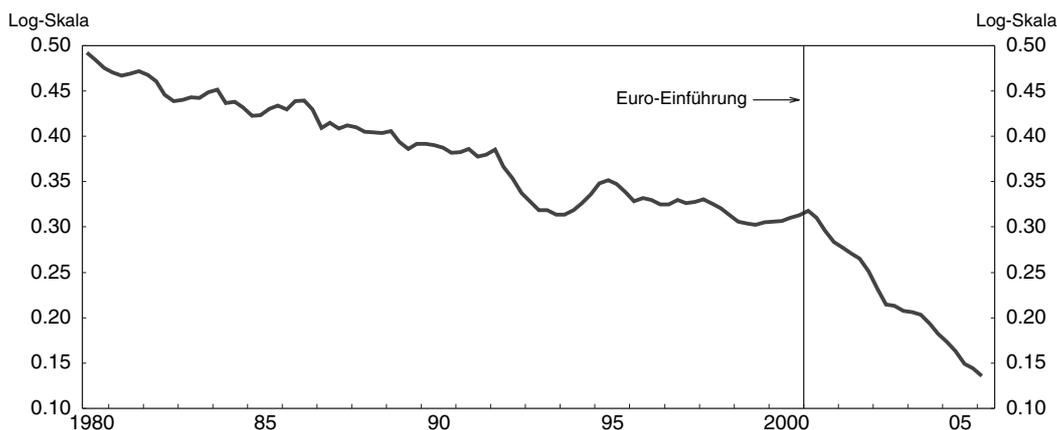
Gründe für eine etwas skeptischere Einschätzung der monetären Indikatoren liefert, sind ihre Schlussfolgerungen doch keineswegs endgültig. Es handelt sich nur um eine Art von Test für eine relativ kleine Stichprobe, und wie jeder andere ökonometrische Test kann auch dieser durch Fehlspezifikationen und Power-Probleme beeinträchtigt sein. Andere Untersuchungen lassen die Indikatoreigenschaften der Geldmengenaggregate in den letzten Jahren in etwas positiverem Licht erscheinen. Hofmann (2006) stellt zwar fest, dass die monetären Indikatoren in diesem Jahrzehnt an Zuverlässigkeit eingebüßt haben, kommt jedoch zu günstigeren Ergebnissen für den von der EZB konstruierten, um Portfolioumschichtungen bereinigten Geldmengenindikator. Für eine Gesamtbeurteilung empfiehlt es sich mithin, eine Vielzahl statistischer Konzepte heranzuziehen, um sich dann, gestützt auf die relativen Stärken und Schwächen der verschiedenen Techniken, ein Urteil zu bilden.

Ein alternativer statistischer Ansatz, der auf der Ansicht beruht, dass die Geldmenge die Inflation über einen längeren Zeithorizont beeinflusst, ist die Verwendung frequenzabhängiger Methoden¹⁸. Solche Untersuchungen zeigen in der Regel, dass die Niedrigfrequenzkomponente der Geldmenge mit der Niedrigfrequenzkomponente der Inflation korreliert ist und ihr im Allgemeinen vorausgeht. Das bestätigt die These, wonach die Inflation auf längere Sicht ein monetäres Phänomen ist. Diese Form der Analyse hat jedoch ebenfalls ihre Nachteile (Rae und Bellone, 2007). Erstens lässt sich ein enger Zusammenhang oft nur dann beobachten, wenn die Daten über sehr lange Zeiträume geglättet werden, manchmal über 10 oder mehr Jahre¹⁹. Zweitens ist der Zusammenhang nicht besonders robust. Unterschiedliche Filter liefern unterschiedliche Ergebnisse; für den Euroraum ohne Deutschland ist der Zusammenhang weniger stark als bei Berücksichtigung von Deutschland, was den Schluss nahe legt, dass hier länderspezifische Effekte mitwirken; auch ist der Zusammenhang schwächer, wenn die siebziger Jahre ausgeklammert werden. Letzteres könnte darauf zurückzuführen sein, dass frequenzabhängige Schätzungen nur eine geringe Aussagekraft haben, wenn keine sehr langen Datenreihen verwendet werden, könnte sich aber auch daraus erklären, dass die siebziger Jahre einen Sonderfall darstellen.

Ein zweiter Grund für das vergleichsweise größere Gewicht, dass die EZB der Geldmenge beimisst, ist die Tatsache, dass die Geldnachfragefunktionen im Euroraum anders als in vielen anderen Ländern relativ stabil waren, zumindest bis zur Einführung des Euro (Bruggemann et al., 2003). Dafür gibt es mehrere Gründe (Calza und Sousa, 2003). *a)* Die Finanzinnovationsaktivität war im Euroraum insgesamt geringer, und die effektiv eingeführten Finanzinnovationen hatten eine Substitution zu Gunsten von Instrumenten zur Folge, die als Teil der Geldmenge gesehen und somit durch eine Neudefinition der Geldmengenaggregate berücksichtigt werden können. *b)* In Deutschland gab es nur wenige Finanzinnovationen, weshalb die dortige Geldnachfragefunktion besonders stabil blieb. Das erleichterte die Verankerung der Nachfragegleichung für den Euroraum insgesamt. *c)* Der in Finanzaktiva angelegte Vermögensanteil ist geringer als in anderen Volkswirtschaften, so dass die Portfolioumschichtungen zwischen Geldmarktfonds sowie Anleihe- bzw. Aktienfonds wohl weniger stark ausgeprägt waren. *d)* Auf Grund von Unterschieden bei Zeitpunkt und Tempo der Deregulierung der Finanzmärkte in den einzelnen Ländern des Euroraums verteilten sich deren Gesamteffekte auf das Euro-Aggregat über einen längeren Zeitraum. *e)* Ein Teil der Deregulierung führte zu Substitutionen innerhalb des Euroraums, die im Aggregat nicht sichtbar werden. Die Mehrzahl dieser Faktoren wird in Zukunft eine geringere Rolle spielen. Weil die Finanzinnovation im Vergleich zum übrigen OECD-Raum bislang langsam vorstatten ging, könnte ein gewisser Aufholprozess notwendig sein. Und dieser Prozess wird zwischen den einzelnen Ländern zunehmend synchron verlaufen, da er durch das begrüßenswerte Bestreben der Europäischen Kommission angetrieben wird, einen paneuropäischen Finanzmarkt zu schaffen.

Neuere Belege lassen in der Tat darauf schließen, dass die Geldnachfragefunktion an Stabilität eingebüßt hat²⁰. Schon eine einfache Zeitreihe der Umlaufgeschwindigkeit macht dies deutlich und erklärt, warum die meisten ökonometrischen Zusammenhänge nicht mehr gültig sind (Abb. 2.10). Einige Untersuchungen (z.B. Greiber und Lemke, 2005) haben ergeben, dass eine stabile M3-Nachfragefunktion wiederhergestellt werden kann, wenn in die Spezifikation ein Ungewissheitsparameter aufgenommen wird; mit einer solchen Variablen sollen die zwischen 2001 und 2003 beobachteten Portfolioumschichtungen erfasst werden. Boone und van den Noord (2007) zeigen, dass es genügt, Vermögensvariablen, namentlich Wohnimmobilien- und Aktienpreise einzubeziehen,

Abbildung 2.10 Die Umlaufgeschwindigkeit ist variabler geworden



Quelle: EZB.

um wieder eine stabile Funktion zu erhalten. Sie belegen, dass das gesamte über den Referenzwert von 4,5% jährlich hinausgehende M3-Wachstum zwischen 1999 und 2004 dem Wohnimmobilienmarkt zugeschrieben werden kann. Soweit das starke Geldmengenwachstum nicht auf Überschussliquidität, sondern auf Kredite für den Erwerb von Wohneigentum zurückzuführen ist, hat es u.U. kaum direkte Auswirkungen auf die künftigen Preise für Güter und Dienstleistungen; denn wir haben es hierbei mit einer Situation zu tun, in der ein Überschuss an Geld einem Mangel an Wohnraum und nicht einem Mangel an Gütern gegenübersteht. Aus der Warte der Anlageportfolios gesehen haftet der systematischen Überschreitung des M3-Zielwerts in einem Umfeld geringer Inflation und glaubwürdiger Geldpolitik nichts Geheimnisvolles an; Geld wird in diesem Fall als ein relativ sicherer Vermögenswert betrachtet, den die Wirtschaftssubjekte bei steigendem Wohnimmobilienvermögen in größerem Umfang zu halten bereit sind.

Drittens kann die Geldmenge als Ersatzvariable für andere Variablen dienen, die nicht exakt erfasst oder nur mit Verzögerung veröffentlicht werden. Die eng gefasste Geldmenge ist beispielsweise in einigen Ländern ein guter Indikator für den jeweiligen Stand der Wirtschaftstätigkeit. Allerdings enthalten auch andere Indikatoren wie Umfrage- und Hochfrequenzdaten nützliche Informationen. Das bedeutet, dass die Zentralbanken alle Informationen nutzen sollten, die sie aus Geldmengenaggregaten, genauso wie aus allen anderen Variablen, ableiten können.

Ein viertes Argument für die Berücksichtigung der Geldmenge ist, dass sie als Ersatzvariable für die Finanzierungsbedingungen insgesamt dienen kann. Die Erfahrung der Vergangenheit hat gezeigt, dass kostspieligen Vermögenspreisinbrüchen häufig Vermögenspreishaussen vorangingen, die von einem raschen Kredit- und Geldmengenwachstum begleitet waren (Borio und Lowe, 2004). Wenn sich eine Vermögenspreisblase bildet, können die Risikoprämien und die impliziten Raten, mit denen Anleger ihre künftigen Renditeerwartungen diskontieren, auf unvorhersehbare und kaum erfassbare Weise variieren. Nominale Zinssätze können somit, isoliert betrachtet, unzuverlässige Signale aussenden. Außerdem können Geldmengen- und Kreditaggregate über die Rolle der Zinssätze hinausgehende Informationen liefern, wenn Unvollkommenheiten an den Finanzmärkten zu Kredit- und Liquiditätsengpässen führen; dieser Effekt ist allerdings asymmetrisch und kommt hauptsächlich in Abschwungphasen zum Tragen. Issing (2002) argumentiert in diesem Zusammenhang, dass es möglich gewesen wäre, die drei großen Fehler der Geldpolitik im Zusammenhang mit Vermögenspreishaussen, die in die Geschichte eingegangen sind, so die Krise der „wilden Zwanziger“ in den Vereinigten Staaten und die entsprechenden Episoden der achtziger Jahre in Japan und Kontinentaleuropa, zu vermeiden, wenn den von den Geldmengenaggregaten ausgehenden Signalen mehr Beachtung geschenkt worden wäre.

Dazu lässt sich Verschiedenes sagen. Erstens kann unter Verweis auf die Geschichte eingewandt werden, dass der Hauptfehler in diesen drei Fällen nicht darin bestand, dass während des Booms nicht gegengesteuert wurde, sondern dass nach Beginn des Abschwungs nicht schnell

genug eine geldpolitische Lockerung eingeleitet wurde (Mishkin, 2006). Zweitens gab es – so hilfreich es u.U. auch gewesen wäre, der Geldmenge mehr Beachtung zu schenken – doch auch Beispiele für Situationen, in denen von der Geldmenge die falschen Signale ausgingen, so z.B. in den Vereinigten Staaten in den neunziger Jahren sowie in Deutschland und der Schweiz fast während des gesamten Zeitraums, in dem diese Länder theoretisch ein Geldmengenziel verfolgten²¹. Während Einbrüchen der Vermögenswertpreise häufig ein starkes Geldmengenwachstum voranging, war das Gegenteil nicht immer der Fall, woraus sich schließen lässt, dass die Fehlalarmquote bei monetären Aggregaten hoch ist: Im historischen Rückblick schloss sich nur an eine dieser drei Phasen der Überschussliquidität im OECD-Raum ein Wohnimmobilienpreisboom an, und nur eine von vier mündete in einen Aktienpreisboom (Posen, 2003)²². Daten aus dem Euroraum zeigen, dass die Wohnimmobilienpreise nur in ein paar Ländern der Geldmengen- und Kreditentwicklung folgen (IWF, 2005c). Grundsätzlicher gilt jedoch, dass die Zentralbank, falls sie über die Entwicklung der Vermögenspreise beunruhigt ist, auch direkt auf diese reagieren sollte, indem sie auf der Basis der Geld- und Kreditmendendynamik untersucht, ob eine Spekulationsblase besteht. Wenn eine irrationale Wohnimmobilienblase der Zentralbank Sorgen bereitet, dürfte es in jedem Fall hilfreich sein, wenn sie der Öffentlichkeit unmittelbar und in aller Deutlichkeit klar machen würde, dass sie die Zinsen aus eben diesem Grund erhöht, anstatt nur auf das zu hohe Geldmengenwachstum zu verweisen. Dann bestände eine gewisse Chance, dass die Erwartungen des privaten Sektors gedämpft und etwaige Spannungen am Markt etwas entschärft würden. Schließlich und endlich ist auch keineswegs klar, ob die Zentralbank einem Vermögenspreisboom wirklich entgegenwirken *sollte*, solange die daraus erwachsenden Vermögenspreiseffekte und finanziellen Ungleichgewichte keine Bedrohung für die Verbraucherpreisentwicklung darstellen. Diese Frage wird unter den Zentralbanken heiß debattiert (Kasten 2.3).

Wie funktioniert der Transmissionsmechanismus?

Die richtige Antwort auf die Entwicklung der Geldmengenaggregate hängt u.a. davon ab, wie sich die Geldmenge auf die Inflation auswirkt, d.h. es kommt auf den Transmissionsmechanismus an. Der Effekt des Geldmengenwachstums auf die Wirtschaft ist von den jeweiligen strukturellen Ursachen abhängig und insbesondere von der Frage, ob dieses Wachstum nachfrage- oder angebotsinduziert ist. Es gibt also keine mechanische kurzfristige Verknüpfung zwischen Geldmengenwachstum und Wirtschaftsentwicklung, was bedeutet, dass es auch keine mechanische geldpolitische Reaktion auf das Geldmengenwachstum gibt. Geht letzteres auf eine Expansion des Geldangebots zurück, so wirkt sich die monetäre Entwicklung nach der klassischen Lehre dadurch auf die Inflation aus, dass sie zunächst die Realwirtschaft beeinflusst. Schwierig ist dann die Frage, ob die Geldpolitik sofort nach Feststellung des Geldmengenwachstums reagieren oder vielmehr abwarten sollte, bis sich die ersten sicheren Anzeichen für eine Erholung der gesamtwirtschaftlichen Produktion bemerkbar machen. Die Antwort hängt von der Verlässlichkeit der monetären Signale im Verhältnis zu den geldpolitischen Lags ab bzw. insbesondere der Frage, ob es nicht bereits zu spät ist, wenn abgewartet wird, bis die gesamtwirtschaftliche Produktion wieder anzieht. Diese Frage ist in der geldpolitischen Literatur noch nicht abschließend geklärt. Die Geldmengeneffekte können auch über den Kanal der Vermögenswertpreise zum Tragen kommen (welche Konsequenzen dies hat, wurde bereits vorstehend erörtert). Andererseits könnten die weitgefassten Geldmengenaggregate auch großenteils endogen sein, d.h. sie könnten auf die Wirtschaftstätigkeit reagieren, anstatt sie zu beeinflussen. In diesem Fall könnte die Zentralbank der Geldmenge immer noch ein gewisses Gewicht als Indikator für das Stadium des Konjunkturzyklus beimessen. Das führt uns wieder zu der bereits vorstehend erläuterten Frage, wie verlässlich die Geldmengenaggregate im Verhältnis zu anderen Indikatoren sind.

Politikimplikationen

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass zwei der Argumente, die zur Rechtfertigung der vorrangigen Stellung der monetären Indikatoren herangezogen wurden, durch einige neuere Befunde entkräftet worden sind: Die Geldnachfragefunktionen sind weniger stabil als in der Vergangenheit, und die Tauglichkeit der Geldmengenaggregate als Vorausindikatoren hat sich offenbar verringert. Unterschiedliche Methoden können aber natürlich unterschiedliche Antworten liefern. Was lässt sich

Kasten 2.3 Sollten die Zentralbanken auf Vermögenspreishaussen reagieren?

Wie die Zentralbanken auf solche Haussen reagieren sollten, ist nach wie vor Gegenstand lebhafter Debatten. Lässt man einmal die extremsten Standpunkte außer Acht (z.B. dass es gar keine Vermögenswertblasen gibt, dass die Vermögenspreise in den Preisindex aufgenommen oder dass direkte Ziele für ihre Entwicklung festgesetzt werden sollten), so geht es im Wesentlichen um die Frage, ob die Zentralbanken versuchen sollten, der Entwicklung von Vermögenspreisblasen entgegenzuwirken, selbst wenn von diesen auf mittlere Sicht keine Bedrohung für die Preisstabilität auszugehen scheint.

Auf der einen Seite stehen diejenigen, die die Ansicht vertreten, die Zentralbanken sollten nicht versuchen, Spekulationsblasen entgegenzuwirken oder sie zum Platzen zu bringen, sondern sie sollten vielmehr etwaige Folgeschäden beheben (Posen, 2006). Diesem Lager gehört die US Federal Reserve an. Erstens sei es schwierig, Spekulationsblasen zu identifizieren. Es ließe sich nur schwer feststellen, ob ein Vermögenspreis- oder Kreditboom durch wirtschaftliche Fundamentaldaten, wie z.B. eine Belebung des Produktivitätswachstums, bedingt oder auf eine irrationale Euphorie seitens der Anleger zurückzuführen sei. Zweitens seien die politischen Entscheidungsträger nicht in der Lage, eine Blase zum Platzen zu bringen, auch wenn sie sie mit Sicherheit identifizieren könnten. Wenn die Entstehung einer Spekulationsblase auf irrationale Gewinnerwartungen zurückgeht, dürfte auch mit einer Erhöhung der Zinssätze um beispielsweise 50 Basispunkte nicht viel auszurichten sein; damit eine Zinserhöhung Wirkung hat, müsste sie so hoch sein, dass die Wirtschaft Gefahr liefe, in eine Rezession abzugleiten. Implizit verbirgt sich dahinter die Einschätzung, dass die Reaktion auf Zinserhöhungen diskontinuierlich ist: Bei einer moderaten Erhöhung bleibt sie aus, stärkere Erhöhungen können hingegen zu finanziellem Kollaps und Rezession führen. Drittens bestehe die optimale Politik darin, die Zinssätze aggressiv zu senken, nachdem die Blase geplatzt ist. Die Politik solle asymmetrisch handeln, weil die finanziellen Übertragungsmechanismen, über die sich die Vermögenswertpreise auf die Konjunktur auswirken, ebenfalls asymmetrisch seien; während eines Abschwungs gingen von Kreditengpässen und sinkenden Beleihungswerten finanzielle Multiplikatoreffekte aus. Viertens seien Spekulationsblasen nur dann schädlich, wenn das Finanzsystem störanfällig ist; eine unzureichende Kapitalausstattung der Banken oder mangelhafte Aufsichtsstrukturen seien allerdings Probleme, gegen die direkt vorgegangen werden sollte.

Auf der anderen Seite stehen jene, die der Ansicht sind, die Zentralbanken sollten der Entwicklung von Vermögenspreisblasen entgegenwirken, selbst wenn dies zur Folge hat, dass die Inflation eine Zeit lang unter dem Zielwert verharrt (Roubini, 2006). Auf diese Weise sicherten sich die politischen Entscheidungsträger gegen das Risiko eines kostspieligen Boom-Bust-Zyklus ab, wobei die restriktivere Geldpolitik der Preis sei, der als eine Art Versicherungsprämie zu zahlen sei. Die Hauptargumente lauten wie folgt: Erstens unterscheide sich das Problem der Unsicherheit über die Existenz einer Spekulationsblase im Prinzip nicht von der Art von Ungewissheit, mit der die politischen Entscheidungsträger laufend konfrontiert sind. Eine optimale Geldpolitik würde den Vermögenswertpreisen zwar grundsätzlich Gewicht beimessen, doch wäre dieses Gewicht umso geringer, je größer die Unsicherheit sei. Zweitens wird die Diskontinuität der Reaktion auf Zinserhöhungen in Frage gestellt. So gäbe es durchaus Fälle, in denen Zentralbanken zum Abbau von Spekulationsblasen beigetragen hätten. Drittens käme es darauf an, um welche Art von Preishauss es sich handle. Ein Einbruch der Immobilienpreise sei mit höheren Kosten verbunden als ein Einbruch der Aktienkurse, weil bankbasierte Finanzsysteme, die stärker von Immobilienwerten abhängig sind, in der Regel größere Verluste erlitten als marktbasiertere Systeme. Manchmal wird noch ein viertes Argument vorgebracht, nämlich dass eine asymmetrische Politik für die Investoren ein Moral-Hazard-Problem schaffe (so genannter „Greenspan put“, bei dem die Zentralbank den Markt implizit gegen die Risiken eines Preisverfalls absichere). Dieses Argument wird allerdings von wenigen geldpolitischen Entscheidungsträgern ernst genommen.

Die EZB neigt mit gewissen Vorbehalten zu dem Standpunkt, es könne unter bestimmten Umständen angebracht sein, bei Spekulationsblasen gegenzusteuern (Trichet, 2006). Ihrer Ansicht nach kann „eine kurzfristige Abweichung vom Preisstabilitätsziel mit der Absicht, die Preisstabilität über einen längeren Zeithorizont besser zu sichern, – unter sehr restriktiven Annahmen – die optimale Politik sein“, was einer der Gründe für die geldpolitische Säule sei, mit deren Hilfe beurteilt werden könne, „inwieweit die Antriebsfaktoren für Übersteigerungen der Vermögenspreise in der Entstehung von Überschussliquidität und einer zu starken Kreditvergabe zu sehen sind“. Die EZB betont jedoch, dass ihre „Strategie keine systematische Reaktion auf Vermögenspreishaussen, sondern eine selektive, auf gründliche Analysen sämtlicher verfügbaren Informationen gestützte Reaktion“ beinhalte. Außerdem betont sie, dass sie nicht die Vermögenspreise ins Visier nimmt oder versucht, Blasen zum Platzen zu bringen. Ihrer Ansicht nach ist die Geldpolitik als Instrument zu unscharf für die Art von chirurgischem Eingriff, der nötig wäre, um eine Spekulationsblase zum Platzen zu bringen. Daher seien die Voraussetzungen, unter denen die politischen Entscheidungsträger sicher sein können, dass es richtig ist gegenzusteuern, aller Wahrscheinlichkeit nach nur selten gegeben.

daraus schließen? Wenn Übereinstimmung darüber herrscht, dass die Geldpolitik alle Indizien beachten sollte, dann geht es letztlich um die Frage, welches Gewicht den Geldmengenaggregaten im Verhältnis zu anderen Indikatoren beigemessen und wie die geldpolitischen Entscheidungen erläutert werden sollten, wenn die einzelnen Indikatoren unterschiedliche Signale aussenden. Die Zwei-Säulen-Strategie der EZB ist eine der Möglichkeiten zur Lösung des Problems, ein einziges Modell oder einen einzigen Analyserahmen zu entwickeln, der sowohl die monetäre als auch die wirtschaftliche Analyse umfasst. Um der Öffentlichkeit geldpolitische Entscheidungen innerhalb dieses Rahmens zu erklären, in dem sich die Komplexität des geldpolitischen Entscheidungsprozesses widerspiegelt, sind jedoch Kommunikationsprobleme zu bewältigen. Die EZB hat auf diesem Gebiet inzwischen große Fortschritte in Bezug auf die Vorhersehbarkeit ihrer geldpolitischen Entscheidungen über kürzere Zeithorizonte erreicht. Andere Herausforderungen müssen jedoch noch gemeistert werden. So ist beispielsweise gelegentlich zu hören, externe Beobachter wüssten nicht, welches Gewicht die EZB in der Praxis den Geldmengenindikatoren bei ihren geldpolitischen Entscheidungen beimisst, und viele vermuten, dass dieses Gewicht zu groß ist. Es wäre gut, wenn die EZB ihre Kommunikationsstrategie weiter dahingehend verbessern würde, dass sie sich noch klarer darüber äußert, welche Analyse ihren geldpolitischen Beurteilungen jeweils zu Grunde liegt. Wenn es auch kein Idealrezept hierfür gibt, bestehen doch mehrere Möglichkeiten für die Darstellung der monetären Analysen:

- Veröffentlichung quantifizierter, auf Geldmengenaggregaten beruhender mittelfristiger Inflationsprognosen in Kombination mit den vierteljährlichen Inflationsprojektionen aus der wirtschaftlichen Analyse. In ihren letzten *Monatsberichten* hat die EZB einen Schritt in diese Richtung getan, indem sie Prognosen für die durchschnittliche Inflationsrate über verschiedene Zeithorizonte veröffentlichte, darunter auch 2006-2009. Diese Prognosen stützten sich auf eine Reihe geldmengenbasierter Modelle; laut dem Medianmodell wird die Inflation in diesem Zeitraum innerhalb einer Bandbreite von 2,5-3% liegen²³. Diese Information könnte allerdings auf verschiedene Weise verbessert werden, insbesondere durch Ausführungen darüber, inwieweit sich die Prognose auf Geldmengenaggregate und inwieweit sie sich auf sonstige Modellparameter gründet. Zur besseren Veranschaulichung könnte gezeigt werden, wie die Modellprognosen lauten würden, wenn die Geldmengenkomponenten langsamer, z.B. um den Referenzwert von 4½% jährlich, wachsen würden. Die EZB könnte ferner auch die Verteilung der Risiken quantifizieren, mit denen die monetären Prognosen behaftet sind.
- Da die EZB einen Rahmen entwickelt hat, um aus dem unvermeidlichen Rauschen der Monatsdaten das für die monetäre Analyse relevante Signal aus den geldpolitischen Entwicklungen herauszufiltern (Issing, 2006), könnte sie diese Informationen veröffentlichen und aussagekräftiger beschreiben. Wenn die Bank auch in regelmäßigen Abständen den Wert der um den geschätzten Effekt der Portfolioumschichtungen bereinigten Geldmenge M3 veröffentlicht, ist dies doch nicht mit einer gründlichen Analyse von Niedrigfrequenzinformationen gleichzusetzen.

Zugleich könnte die EZB ihre Kommunikation über die wirtschaftliche Analyse verbessern.

- Beispielsweise könnte sie den Zeithorizont ihrer wirtschaftlichen Prognosen ausdehnen, da sie für ihre Zinsannahmen inzwischen Terminmarktkurse zu Grunde legt. Bei Redaktionsschluss (September 2006) mussten sich die geldpolitischen Entscheidungen auf die Inflationsaussichten für 2008 und darüber hinaus stützen, Prognosen für 2008 werden jedoch nicht vor Dezember veröffentlicht. Derzeit gibt die EZB jährliche Bandbreiten für die Inflation und die gesamtwirtschaftliche Produktion mit kurzen Erläuterungen bekannt. Im Interesse einer weiteren Verbesserung ihrer Kommunikation könnte die EZB in Erwägung ziehen, eine genauere Analyse einschließlich der ihren Prognosen zu Grunde liegenden Überlegungen zu veröffentlichen; ob sich dadurch allerdings die Transparenz im Kontext ihrer Zwei-Säulen-Strategie verbessern würde, wo solche Prognosen nur eine Nebenrolle im Prozess der geldpolitischen Entscheidungsfindung spielen, bleibt dahingestellt.
- Die EZB könnte ferner versuchen, die Risikoverteilung bei ihren Prognosen über verschiedene Zeithorizonte genauer zu quantifizieren, vielleicht mit Hilfe einer „Fan Chart“, wobei sich allerdings auch bessere Alternativen entwickeln ließen.

Anmerkungen

1. Es gibt gewisse Belege dafür, dass die Verteilung der Preisänderungen eine Doppelspitze aufweist mit einer Clusterbildung um null und einer weiteren um rd. 2%. In diesem Fall ist es nicht möglich, eine Gesamtmessgröße der zentralen Tendenz in Form einer einzigen Zahl zu ermitteln. Das ist einer der Gründe, weshalb von den verschiedenen Messgrößen der Kerninflation, insbesondere den Mittel- und den Medianwerten, von Zeit zu Zeit widersprüchliche Signale ausgehen.
2. Ein interessanter Aspekt am Rande der ökonometrischen Betrachtungen von Anhang 2.A1 sind die statistisch signifikanten Belege dafür, dass das 2%-Inflationsziel der EZB zur Verankerung der Inflationserwartungen beiträgt: Die erwartete Inflation entspricht offenbar in etwa einem 50/50 gewichteten Durchschnittswert der vergangenen Inflationsrate und des mittelfristigen Inflationsziels von 2%.
3. Zumindest laut punktuellen Beobachtungen gewinnt der Euro bei Bargeldtransaktionen im Ausland zunehmend an Beliebtheit, was auf Kosten des US-Dollar geht. Bedingt ist dies durch geographische Faktoren (der Euro setzt sich zunehmend im Transaktionsgeschäft in Russland und Osteuropa durch), politische Faktoren (laut Fidel Castro ist der US-Dollar auf Kuba nicht willkommen, wohl aber der Euro) sowie kriminelle Motive (der größte im Umlauf befindliche US-Dollar-Schein ist die 100-Dollar-Note, während die EZB auch 200- und 500-Euro-Scheine druckt, die sich leichter transportieren und – im Bedarfsfall – auch verschlucken lassen: Im Oktober 2004 wurde ein von Spanien nach Kolumbien reisender Drogenkurier mit Banknoten im Wert von 200 000 Euro im Magen aufgegriffen, vgl. Gross, 2004).
4. Die Fusions- und Übernahmeaktivität hat ein Niveau erreicht, wie wir es zuletzt während des IKT-Booms Ende der neunziger Jahre, Anfang dieses Jahrzehnts erlebt haben. In den zwölf Monaten bis Mai 2006 belief sich die Gesamtsumme der M&A-Transaktionen, bei denen die übernehmende Partei ein Unternehmen des Euroraums war, wertmäßig auf 466 Mrd. Euro (was fast genau der Hälfte des US-Niveaus entspricht), wovon 280 Mrd. Euro auf den Nichtbankensektor entfielen. Diese Transaktionen wurden fast ausschließlich über Barmittel oder Kredite abgewickelt, Aktienemissionen machten nur einen sehr geringen Teil aus. Bei knapp einem Drittel der wertmäßigen Transaktionen im Nichtbankensektor handelte es sich 2005 um inländische Übernahmen, 14% entfielen auf grenzüberschreitende Transaktionen innerhalb des Euroraums. Das Vereinigte Königreich und die neuen EU-Mitgliedstaaten waren die wichtigsten Zielländer außerhalb des Euroraums. Im Kredit- und Versicherungsgewerbe haben die Fusions- und Übernahmeaktivitäten ebenfalls zugenommen, worin sich die zunehmende Konsolidierung im Bankensektor widerspiegelt. Rund die Hälfte der Transaktionen in wertmäßiger Rechnung entfiel 2005 auf inländische Übernahmen, ein weiteres Drittel auf grenzüberschreitende Übernahmen innerhalb des Euroraums.
5. Deflationiert mit dem HVPI.
6. Schätzungen der Wohnimmobilienpreise liegen nur für die sieben in Abbildung 2.5 dargestellten Euroländer vor, auf die allerdings 89% des BIP des Euroraums entfallen.
7. Wegen eines Vergleichs mit anderen Ländern vgl. *OECD-Wirtschaftsausblick 77 bis 80*.
8. Vgl. Kasten I.5 des *OECD-Wirtschaftsausblicks 79*, Juni 2006, sowie Kasten 6 des *Monatsberichts* der EZB, August 2006. Der geschätzte Effekt ergibt sich aus der Kombination sinkender Preise mit zunehmender Marktdurchdringung. Der Anteil der zusätzlichen Industrieimporte aus Niedrigkostenländern außerhalb des Euroraums betrug 2005 49%, gegenüber 34% zehn Jahre zuvor. Fast der gesamte Anstieg entfiel auf China und die neuen EU-Mitgliedstaaten (deren Importanteile mittlerweile in etwa identisch sind).
9. Die beiden in absoluter Rechnung größten Devisenreserveninhaber sind Japan und China. Auf sie entfiel zwischen 2002 und 2004 rund die Hälfte der Devisenreservenbildung, und 2005 hielten sie etwa 40% der weltweiten Devisenbestände. Zu den Ländern mit den höchsten Devisenreserven im Verhältnis zum BIP gehören ferner: Singapur (104%), Chinesisch Taipeh (78%), Hongkong (75%), Malaysia (55%), Algerien (53%) und China (37%); vgl. EZB (2006c). Nicht enthalten sind in diesen Zahlen die Aktiva von Ölfonds in Staatseigentum.
10. Die Daten zu den Devisenreserven liefern ein für die Vereinigten Staaten möglicherweise zu günstiges Bild, erstens weil die Aktiva der staatseigenen Ölfonds, die häufig in Aktien angelegt und in geographischer Hinsicht stärker diversifiziert sind, nicht berücksichtigt sind, und zweitens weil Derivate, wie z.B. Devisen-swaps, eine effektive Verlagerung des Wechselkursrisikos auf andere Währungen ermöglichen, selbst wenn die zu Grunde liegenden Aktiva nach wie vor auf US-Dollar lauten.
11. Es wurde heftig darüber debattiert, in welchem Umfang das Haushaltsdefizit der Vereinigten Staaten zum Leistungsbilanzdefizit beigetragen hat, wobei sich als Konsensmeinung herauskristallisierte, dass dieser Effekt wohl nicht sehr stark war (möglicherweise 1-2 Prozentpunkte; vgl. Jarrett, 2005, und Issing, 2005).

12. 2001 kamen die wichtigsten gebietsfremden Anleihegläubiger im Euroraum aus Japan (33%), dem Vereinigten Königreich (28%), den Vereinigten Staaten (14%) und der Schweiz (11%), wobei die übrigen 14% auf die restlichen Länder entfielen. Neuere Daten liegen nicht vor, Stromdaten lassen allerdings darauf schließen, dass die meisten Kapitalzuflüsse in den vergangenen vier Jahren aus dem Vereinigten Königreich, den Vereinigten Staaten sowie Offshore-Finanzzentren kamen.
13. Die Vereinigten Staaten und Asien spielen im Güterhandel des Euroraums eine in etwa gleich große Rolle. 2003 entfielen 17% der Güterexporte des Euroraums auf die Vereinigten Staaten und 19% auf Asien (davon 2,7% auf China und 3% auf Japan).
14. Einige Untersuchungen über den weltweiten Korrekturprozess kommen zu dem Schluss, dass eine Änderung des chinesischen Wechselkurses keinen nennenswerten Effekt auf die globalen Ungleichgewichte hätte (z.B. McKibbin und Stoeckel, 2003). Es käme zu einer Verlangsamung der Konjunktur in China, dessen Exporte und Importe jedoch parallel zueinander fallen würden, weil die Preiseffekte durch die Einkommenseffekte ausgeglichen würden, womit das Ungleichgewicht zwischen Ersparnis und Investitionen und mithin der Leistungsbilanzüberschuss so gut wie unverändert blieben. Diese These impliziert jedoch, dass in China heute kein Ungleichgewicht besteht. Falls dem so ist, lässt sich schwer erklären, warum die chinesische Zentralbank die Bildung von Devisenreserven so aggressiv vorantreiben muss, um ihren Wechselkurs niedrig zu halten.
15. Die wichtigsten Transmissionskanäle sind: *a)* der Handel, bei dem die Transmission vom Ausmaß der Übergreifeffekte der Importpreise abhängig ist, *b)* die Risikoprämien bei den Zinssätzen, *c)* die Nettovermögenseffekte, insofern ein stärkerer Euro das Vermögen der privaten Haushalte erhöht, *d)* die Vermögenspreise, insofern die Forderungen und Verbindlichkeiten der Unternehmen in unterschiedlichen Währungen denominiert sind, *e)* die Vorleistungsgüter, insofern sich das relative Preisniveau der verschiedenen Sektoren verändert, *f)* die Erwartungen, insofern sich vorausschauende Wirtschaftssubjekte bereits im Voraus auf langfristige relative Preisänderungen einstellen, sowie *g)* die Kreditvergabe bzw. die Liquidität, da sich jede Veränderung der Auslandsnachfrage nach liquiden Aktiva im Finanz- und Unternehmenssektor niederschlägt. In Modellen wie INTERLINK werden nur der erste Kanal sowie Teile des zweiten berücksichtigt.
16. Erceg et al. (2006) zeigen auf, dass die Zusammensetzung des Handels starke Auswirkungen auf die Szenarien der Leistungsbilanzkorrektur haben kann. Im US-Handel nehmen Investitions- und Gebrauchsgüter einen großen Platz ein, während viele Modelle, die zur Simulation von Leistungsbilanzkorrekturen eingesetzt werden, von einer einzigen aggregierten Messgröße der realen Wirtschaftstätigkeit ausgehen, wie der inländischen Absorption. In dem von den Autoren verwendeten dynamisch-stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodell (DSGE-Modell) offener Volkswirtschaften können Schocks bei den Auslandsinvestitionen einen starken Effekt auf den Handelsbilanzsaldo der Vereinigten Staaten ohne nennenswerte Wechselkursänderungen haben.
17. Die EZB weist darauf hin, dass sich die Produktionslücke schwer messen lässt, das Gleiche gilt aber auch für die Geldmenge. Hier stellt sich die konzeptuelle Frage, welche Komponenten in ein Geldmengenaggregat aufgenommen und wie sie kombiniert werden sollten. Auch sind die Aggregate um Portfolioumschichtungen bereinigt, jedoch ist deren Identifikation und Berücksichtigung in Echtzeit genauso schwer, wie es die Schätzung der Produktionslücke ist.
18. Vgl. beispielsweise Neumann und Greiber (2004), Bruggemann et al. (2005) sowie Assenmacher-Wesche und Gerlach (2006).
19. Genauer gesagt ist die Korrelation zwischen Geldmenge und Inflation nur für Konjunkturperioden von zehn oder mehr Jahren hoch.
20. Vgl. Boone und van den Noord (2006); Dreger und Walters (2006); Gerlach und Svensson (2003); Carstensen (2004); Kugler und Kaufmann (2005); sowie Greiber und Lemke (2005).
21. Mishkin (2006) behauptet, dass die deutsche und die schweizerische Geldpolitik, indem sie die Geldmengenziele so lange deutlich verfehlte, wie die Inflation zielkonform zu verlaufen schien, in der Praxis eher eine Inflationssteuerung als eine Friedmannsche Geldmengensteuerung betrieben, so dass sich ihre Politik am besten als eine hybride Inflationssteuerung beschreiben ließe (S. 500).
22. Borio und Lowe (2002) zeigen auf, dass Spekulationsblasen mit lang anhaltenden Kreditbooms korreliert sind. Konkret hätte die Hälfte der Finanzkrisen drei Jahre im Voraus vorhergesagt werden können, weil das Verhältnis Kreditaufnahme/Einkommen und die realen Vermögenswertpreise gleichzeitig um 4 Prozentpunkte bzw. 40% von ihren Trendwerten abwichen und so ein Frühwarnsignal aussendeten. Die Fehl-

- alarmquote wäre hierbei nur gering gewesen. Bei alleiniger Betrachtung des Verhältnisses Kreditaufnahme/Einkommen ist die Fehlalarmquote hingegen höher, was das weiter unten vorgebrachte Argument erhärtet, die Zentralbanken sollten mit ihrer Reaktion warten, bis die Vermögenswertpreise in Bewegung geraten. Im Euroraum betrug die Differenz zwischen dem Verhältnis Kreditaufnahme/Einkommen und dessen Trendwert Ende 2005 rund $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt, womit sie weit unter der 4%-Marke lag. Adalid und Detken (2006) zeigen, dass eine Konjunkturverlangsamung oder Rezession im Anschluss an einen Vermögenspreisboom wahrscheinlich stärker ausfallen wird, wenn das M3-Wachstum (nicht jedoch das Kreditwachstum) während des Booms überhöht ist. Diese Interpretation steht allerdings nicht im Einklang mit der Beobachtung, dass sich ein übermäßiges Kreditwachstum nicht auf das Ausmaß der Konjunkturverlangsamung nach dem Boom auswirkt – was Fragen in Bezug auf den Transmissionsmechanismus aufwirft.
23. Das M3-Modell hat die HVPI-Inflation im Zeitraum 2002-2004 relativ gut vorausgesagt, was in gewisser Weise beunruhigend ist. Denn die Ölpreise und die administrativ geregelten Preise, die nicht von den Geldmengenaggregaten des Euroraums abhängig sind, spielten in diesem Zeitraum eindeutig eine große Rolle, was die Vermutung nahe legt, dass zumindest ein Teil der guten Prognoseleistung dieses Modells dem Zufall zu verdanken war.

Literaturverzeichnis

- Adalid, R. und C. Detken (2006), "Excessive Liquidity and Asset Price Boom/Bust Cycles", Arbeitsdokument für die dritte jährliche DG-ECFIN-Forschungskonferenz, Europäische Kommission, 7.-8. September.
- Angelini, P., S. Siviero und D. Terlizzese (2004), "Monetary Policy as a Sheep Dog?", Arbeitsdokument für einen EZB-Workshop am 13./14. Dezember 2004, Frankfurt.
- Assenmacher-Wesche, K. und S. Gerlach (2006), "Interpreting Euro Area Inflation at High and Low Frequencies", *BIS Working Papers*, No. 195.
- BIZ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich) (2001), "Recent Economic and Financial Market Developments", Exposé für die Plenartagung der Gouverneure am Montag, den 9. Juli 2001.
- Boone, L. und P. van den Noord (2007), "Wealth Effects on Money Demand in the Euro Area", *Empirical Economics*, erscheint demnächst.
- Borio, C. und P. Lowe (2002), "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", *BIS Working Paper*, No. 114.
- Borio, C. und P. Lowe (2004), "Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back From the Wilderness?", *BIS Working Paper*, No. 157.
- Bruggeman, A., G. Camba-Méndez, B. Fischer und J. Sousa (2005), "Structural Filters for Monetary Analysis: The Inflationary Movements of Money in the Euro Area," *ECB Working Paper*, No. 470.
- Calza, A. und J. Sousa (2003), "Why Has Broad Money Demand Been More Stable in the Euro Area Than in Other Economies? A Literature Review", Kapitel 9 der *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*, Europäische Zentralbank, Frankfurt.
- Carstensen, K. (2004), "Is European Money Demand Still Stable?", Institut für Weltwirtschaft, *Kieler Arbeitspapiere*, No. 1179.
- Cournède, B., A. Janovskaia und P. van den Noord (2005), "Sources of Inflation Persistence in the Euro Area", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 435, Paris.
- De Grauwe, P. und A. Senegas (2003), "Monetary Policy in EMU when Transmission is Asymmetric and Uncertain", *CESifo Working Papers*, No. 891, München.
- De Grauwe, P. und C. Costa Storti (2005), "Is Monetary Policy in the Eurozone Less Effective Than in the US?", *CESifo Working Papers*, No. 1606.
- Dickens, W. et al. (2006), "The Interaction of Labor Markets and Inflation: Micro Evidence from the International Wage Flexibility Project", unveröffentlichtes Manuskript.

- Dreger, C. und J. Wolters (2006), "Investigating M3 Money Demand in the Euro Area – New Evidence Based on Standard Models", Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, *Diskussionspapier*, No. 561, Berlin.
- Drew, A., M. Kennedy und T. Sløk (2004), "Differences in Resilience Between the Euro Area and US Economies", *OECD Economics Department Working Paper*, No. 382, Paris.
- Europäische Kommission (2005), *Quarterly Report on the Euro Area*, 2005/III.
- Europäische Kommission (2006), "The Contribution of Wage Developments to Labour Market Performance", *European Economy*, Special Report No. 1, Brüssel.
- Eijffinger, S. und P. Geraats (2005), "How Transparent are Central Banks?", www.econ.cam.ac.uk/faculty/geraats/tpindex.pdf.
- Erceg, C., L. Guerrieri und C. Gust (2006), "Trade Adjustment and the Composition of Trade", unveröffentlicht, Board of Governors des Federal Reserve System.
- Estevão, M. (2005), "Product Market Regulation and the Benefits of Wage Moderation," *IMF Working Paper*, Washington.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2003), *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*, Frankfurt.
- EZB (2004), *Die Geldpolitik der EZB*, Frankfurt.
- EZB (2006a), "Messung der Inflationserwartung im Euro-Währungsgebiet", *Monthly Bulletin*, Juli.
- EZB (2006b), "Erklärungsfaktoren für das kräftige M1-Wachstum", *Monthly Bulletin*, April.
- EZB (2006c), "The Accumulation of Foreign Reserves", *Occasional Paper*, No. 43, Frankfurt.
- Faruqee, H., D. Laxton, D. Muir und P. Pesenti (2005), "Smooth Landing or Crash? Model-Based Scenarios of Global Current Account Rebalancing", *NBER Working Paper*, No. 11583.
- Gagnon, J.E. (2005), "Currency Crashes and Bond Yields in Industrial Countries", *International Finance Discussion Papers*, No. 837, Board of Governors des Federal Reserve System, Washington.
- Gerlach, S., und L.O.E. Svensson (2003), "Money and Inflation in the Euro Area: a Case for Monetary Indicators?", *Journal of Monetary Economics*, No. 50.
- Gregoriadis, N., C. Semencescu und P. Villieu (2006), "Monetary Policy and Inflation Divergences in a Heterogeneous Monetary Union", LEO, Université d'Orléans.
- Greiber, C. und W. Lemke (2005), "Money Demand and Macroeconomic Uncertainty", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, No. 26/05.
- Gross, D. (2004). "Even Drug Dealers are Giving Up on the Dollar", www.slate.com, 28. Dezember.
- Gros, D. und C. Hefeker (2002), "One Size must Fit all: National Divergences in a Monetary Union", *German Economy Review*, Vol. 3 (3).
- Gruber, J. und S. Kamin (2005), "Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances", *International Finance Discussion Papers*, No. 846, November.
- Hofmann, B. (2006), "Do Monetary Indicators (still) Predict Euro Area Inflation?", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, No. 18.
- Issing, O. (2002), "Monetary Policy in a Changing Environment", Beitrag zu dem unter Federführung der Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, veranstalteten Symposium "Rethinking Stabilisation Policy", 30. August 2002.
- Issing, O. (2005), "Addressing Global Imbalances: The Role of Macroeconomic Policy", Rede am 4. November 2005, www.ecb.int.
- Issing, O. (2006), "The Watchers Conference: Theory and Practice of Monetary Policy", Rede bei der von der EZB und dem Center for Financial Studies veranstalteten Konferenz, Frankfurt, 5. Mai.
- IWF (Internationaler Währungsfonds) (2005a), "Global Imbalances: A Saving and Investment Perspective", Kapitel II des *World Economic Outlook*, September, Washington.
- IWF (2005b), "Globalization and External Imbalances", Kapitel III des *World Economic Outlook*, April, Washington.

- IWF (2005c), "House Prices and Monetary Policy in the Euro Area", Kapitel 3 des *Article IV Review of the Euro Area: Selected Issues*, Washington.
- IWF (2006), "Measures of Underlying Inflation In The Euro Area: Assessment and Role for Informing Monetary Policy", Kapitel 1 des *Article IV Review of the Euro Area: Selected Issues*, Washington.
- Jarrett, P. (2005), "Coping with the Inevitable Adjustment in the US Current Account", *OECD Economics Department Working Paper*, No. 467, Paris.
- Kugler, P. und S. Kaufmann (2005), "Does Money Matter for Inflation in the Euro Area?", unveröffentlicht, WWZ/Universität Basel und Schweizerische Nationalbank.
- Lucas, R. E. (1990), "Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries?", *American Economic Review: Papers and Proceedings*, Vol. 80.
- Masuch, K., S. Nicoletti-Altimari, H. Pill und M. Rostagno (2003), "The Role of Money in Monetary Policy Making", Kapitel 8 der *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*, Europäische Zentralbank, Frankfurt.
- McKibbin, W. und A. Stoeckel (2003), "What if China Revalues its Currency?", www.economicsscenarios.com.
- Mishkin, F. S. (2006), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, siebte überarbeitete Ausgabe, Addison-Wesley.
- Neumann, M. J. M. und C. Greiber (2004), "Inflation and Core Money Growth in the Euro Area", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, No. 36/2004.
- OECD (2005a), „Szenarien einer harten Landung des Dollar: Kalibrierung und Simulation“, Anhang I.2 des *OECD-Wirtschaftsausblick 77*, Juni, Paris.
- OECD (2005b), "Jüngste Entwicklungen bei den Wohnimmobilienpreisen: Die Rolle der wirtschaftlichen Fundamentaldaten", Kapitel III des *OECD-Wirtschaftsausblick 78*, Dezember, Paris.
- OECD (2006), *OECD-Wirtschaftsausblick 79*, Juni, Paris.
- Posen, A. (2003), "It Takes More Than a Bubble to Become Japan", in *Asset Prices and Monetary Policy*, A. Richards (Hrsg.), Reserve Bank of Australia.
- Posen, A. (2006), "Why Central Banks Should Not Burst Bubbles", *International Finance*, Vol. 9.
- Rae, D. und B. Bellone (2007), "The Robustness of Low-Frequency Estimates of the Link between Money and Prices", OECD, erscheint demnächst.
- Roubini, N. (2006), "Why Central Banks Should Burst Bubbles", *International Finance*, Vol. 9.
- Trichet, J.-C (2005), "Asset Price Bubbles and Monetary Policy", Mas Lecture, Singapur, 8. Juni 2005.

ANHANG 2.A1

Gesamt- und Kerninflation: Was folgt worauf?

Ein Ölpreisschock bewirkt zunächst einen Anstieg der Gesamtinflationsrate, während die meisten Messgrößen der Kerninflation unverändert bleiben. Wenn sich dann eine Lücke zwischen Gesamt- und Kerninflation bildet, stellt sich die Frage, ob die Gesamtinflation tendenziell in Richtung Kerninflation zurückgehen wird oder ob sich die Kerninflationsrate vielmehr erhöhen und auf die Gesamtinflationsrate zubewegen wird, möglicherweise infolge von Erwartungs- oder Indexierungseffekten. In diesem Anhang wird der Zusammenhang zwischen der Gesamtinflation und verschiedenen Messgrößen der Kerninflation in den letzten zehn Jahren untersucht.

Einfache Gleichungen werden für die Gesamt- und die Kerninflation zusammen geschätzt. Diese Gleichungen sind insofern symmetrisch, als beide die gleiche Form aufweisen und in beide die verzögerte Differenz zwischen Gesamt- und Kerninflation einbezogen wurde, um Rückkopplungseffekte zwischen den beiden Größen zu erfassen. Nachstehend sind die Gleichungen beschrieben. Die Inflation ist definiert als die vierteljährliche logarithmische Veränderung des entsprechenden Preisindex. Die Inflationsrate ist durch π dargestellt, und die hochgestellten Indizes h , c , e und oil stehen für *Gesamt*-, *Kern*-, *erwartete* und *Ölpreis*inflation. Die Ölpreisinflation ist definiert als die Veränderung des Logarithmus der realen Ölpreise in Euro. *Gap* bezieht sich auf die Produktionslücke:

$$\pi_t^h = \pi_t^e + \beta^h (\pi_t^h - \pi_t^c)_{t-1} + \gamma^h \pi_t^{oil} + \delta^h gap_t$$

$$\pi_t^c = \pi_t^e + \beta^c (\pi_t^h - \pi_t^c)_{t-3} + \gamma^c \pi_t^{oil} + \delta^c gap_t$$

Bei der erwarteten Inflation wird unterstellt, dass sie voraus- und rückschauende Elemente enthält. Konkret handelt es sich um den gewichteten Durchschnitt des mittelfristigen Preisstabilitätsziels der EZB (das mit 2% angesetzt ist) und der Lags der tatsächlichen Inflation:

$$\pi_t^e = \alpha(2/400) + (1 - \alpha) [\phi \pi_{t-1}^{h \text{ or } c} + (1 - \phi) \pi_{t-2}^{h \text{ or } c}]$$

Die Schlüsselparameter sind β^h und β^c , die sich auf die Differenz zwischen Gesamt- und Kerninflation beziehen. Wenn die Kerninflation die Gesamtinflation anzieht (d.h. wenn die Gesamtinflation sich nach einem Schock wie einer Ölpreishaussage wieder in Richtung der Kerninflation bewegt), müsste β^h negativ sein. Steigt die Kerninflation, um sich der Gesamtinflation anzunähern, müsste β^c positiv sein. Die leicht unterschiedliche Lag-Struktur (eine vierteljährliche Verzögerung in dem einen Fall gegenüber einer dreivierteljährlichen Verzögerung im anderen Fall) wird empirisch bestimmt. Die Ölpreise werden als exogen¹ behandelt, während die Einfuhrpreise ohne Rohstoffe in dieser Stichprobe tendenziell nicht signifikant waren.

Die Gleichungen wurden mit Hilfe einer zweistufigen Kleinst-Quadrate-Methode von 1996q1 bis 2006q1 zusammen geschätzt. Verzögerte Variablen werden als Instrumente verwendet. Der Zeitraum ist auf Grund mangelnder Daten relativ kurz, weshalb die Ergebnisse nicht als voll ausgearbeitete Modelle des Inflationsprozesses betrachtet werden können. Sie sollten vielmehr als einfacher Test der Rückkopplungseffekte zwischen Gesamt- und Kerninflation gesehen werden.

Dreizehn Messgrößen der Kerninflation wurden getrennt getestet (vgl. Catte und Sløk, 2005). Die Parameterschätzungen sind in Tabelle 2.A1.1 dargestellt. Auf der 5%-Ebene signifikante Schätzungen sind durch Fettdruck hervorgehoben. Die wichtigsten Ergebnisse lauten:

- Der Rückkopplungs- bzw. Gleichgewichtskorrekturkoeffizient β^h ist in allen Fällen hoch, in allen Fällen negativ und in allen außer einem Fall statistisch signifikant. Das bedeutet, dass die Gesamtinflation stark dazu tendiert, sich wieder in Richtung der Kerninflation zu bewegen, d.h. die Kerninflation zieht die Gesamtinflation an.
- Die auf Ausschlussmethoden basierenden Messgrößen der Kerninflation (HVPI ohne Energie- und diverse andere Komponenten) üben die schwächste Anziehungskraft auf die Gesamtinflation aus. Sie liefern mithin keine besonders guten Anhaltspunkte für die künftige Entwicklung der Gesamtinflation.
- Die Gesamtinflation hat einen kleinen positiven Rückkopplungseffekt auf die Kerninflation (β^c), der mit einer Verzögerung von etwa drei Quartalen zum Tragen kommt. Ein Schock in der Gesamtinflation überträgt sich somit in gewissem Umfang auf die Kerninflation. Den Parameterschätzungen zufolge führt ein 1%iger Anstieg der Gesamtinflation ein Dreivierteljahr später zu einer Erhöhung der Kerninflation um 0,05-0,25% (andere Lags wurden ebenfalls getestet, und bei einer Verzögerung um neun Monate waren die Ergebnisse am signifikantesten).
- Die Ölpreise haben einen direkten Effekt auf die Gesamtinflation, im Allgemeinen jedoch nicht auf die Kerninflation. Die Hauptausnahme sind die getrimmten Mittelwerte, bei denen an jedem Ende der Verteilung ein relativ kleiner Teil der Daten entfernt wird.
- Die Produktionslücke hat einen starken und statistisch signifikanten Effekt auf alle Messgrößen der Kerninflation. Ihr Effekt auf die Gesamtinflation liegt etwa in der gleichen Größenordnung, ist aber in der Regel statistisch nicht signifikant. Veränderungen der Produktionslücke (die als retardierende Effekte angesehen werden können und in einer kurzen Stichprobe als recht geeignete Ersatzvariablen für die BIP-Wachstumsrate dienen können, da das Potenzialwachstum gleichmäßig verläuft) hatten als zusätzliche Erklärungsvariablen bei Berücksichtigung der Produktionslücke keinen signifikanten Effekt.

Tabelle 2.A1.1 Parameterschätzungen der Gesamt- und Kerninflationsgleichungen

	Gesamtinflation					Kerninflation				
	2%-Ziel	Verzögerte Inflation	Lücke Gesamt-/Kerninflation	Reale Ölpreise	Produktionslücke	2%-Ziel	Verzögerte Inflation	Lücke Gesamt-/Kerninflation	Reale Ölpreise	Produktionslücke
	α^h	φ^h	β^h	γ^h	δ^h	α^c	φ^c	β^c	γ^c	δ^c
Ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel	0.54	0.55	-0.37	0.99	0.19	0.17	0.31	0.10	-0.07	0.14
Ohne Nahrungsmittel, Energie, Alkohol und Tabak	0.55	0.48	-0.31	0.98	0.19	0.16	0.24	0.08	-0.08	0.15
Gewichteter Medianwert	0.32	0.81	-0.80	0.98	0.14	0.21	0.35	0.16	0.03	0.12
Getrimmter Mittelwert: 2%	0.56	0.56	-1.04	0.94	0.16	0.52	0.24	0.13	0.65	0.16
Getrimmter Mittelwert: 5%	0.51	0.63	-0.69	0.96	0.15	0.25	0.26	0.23	0.38	0.14
Getrimmter Mittelwert: 10%	0.47	0.70	-0.65	0.94	0.14	0.18	0.18	0.18	0.20	0.14
Getrimmter Mittelwert: 15%	0.42	0.76	-0.71	0.97	0.12	0.16	0.18	0.17	0.15	0.14
Getrimmter Mittelwert: 25%	0.36	0.81	-0.79	0.98	0.13	0.17	0.27	0.16	0.10	0.13
Gekappter Mittelwert nach dem Huber-Verfahren	0.41	0.76	-0.65	0.97	0.12	0.18	0.27	0.11	0.03	0.13
Volatilitätsgewichteter Mittelwert: 1	0.52	0.61	-0.39	1.03	0.12	0.12	0.61	0.07	0.06	0.13
Volatilitätsgewichteter Mittelwert: 2	0.50	0.62	-0.43	1.02	0.13	0.14	0.40	0.10	0.05	0.14
Doppelgewichteter Mittelwert: 1	0.43	0.80	-0.69	1.02	0.11	0.17	0.47	0.16	0.05	0.14
Doppelgewichteter Mittelwert: 2	0.43	0.76	-0.71	1.00	0.14	0.18	0.29	0.21	0.10	0.14

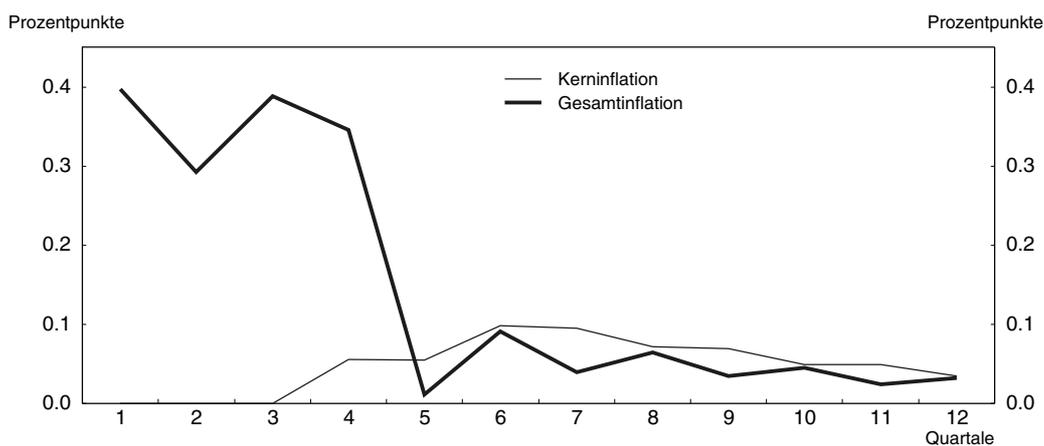
Anmerkung: Auf der 5%-Ebene signifikante Parameter sind durch **Fettdruck** hervorgehoben. Die Gleichungen wurden zusammen mit Hilfe einer zweistufigen Kleinst-Quadrate-Methode vom 1. Quartal 1996 bis zum 1. Quartal 2006 geschätzt.

- Das Inflationsziel der EZB (sowie implizit die Glaubwürdigkeit der großen kontinentaleuropäischen Zentralbanken bei der Inflationsbekämpfung vor Einführung des Euro) scheint zur Verankerung der Inflationserwartungen beizutragen. Die erwartete Gesamtinflation entspricht in etwa einem 50/50 gewichteten Durchschnittswert der vergangenen Inflation und des mittelfristigen Ziels von 2%. Die Kerninflation ist offenbar weniger fest verankert, möglicherweise weil von der Öffentlichkeit in erster Linie die Gesamtinflation wahrgenommen wird, wohl aber auch weil einige Messgrößen der Kerninflation niedrigere Mittelwerte aufweisen als die Gesamtinflationsrate².

Diese Ergebnisse decken sich im Großen und Ganzen mit den Schlussfolgerungen von Catte und Sløk (2005) sowie Stavrez (2006). Die Europäische Kommission (2006) vergleicht drei Messgrößen der Kerninflation, wobei allerdings in drei Punkten anders vorgegangen wird als bei den OECD-Berechnungen: Bei der Gleichung handelt es sich um eine weniger vollständige Variante der hier verwendeten Gleichung (sie enthält nur den Term Produktionslücke ohne Ölpreiseffekte und berücksichtigt Rückkopplungseffekte nur in einer Richtung); sie wird für eine kürzere Stichprobe geschätzt (ab 1999) und arbeitet mit einer 12-Monats-Veränderungsrate. Die Schätzung kommt zu dem Schluss, dass ein gewichteter Medianwert eine stärkere Vorhersagekraft hat als der VPI ohne Energieprodukte.

Zur Verdeutlichung der dynamischen Reaktion des Systems ist in Abbildung 2.A1.1 der Inflationseffekt eines 50%igen Anstiegs der Ölpreise dargestellt. Die Gesamtinflation steigt sofort um rd. 0,4 Prozentpunkte³, sinkt aber nach einem Jahr wieder in die Nähe des Ausgangsniveaus. Die Kerninflation⁴ erreicht etwa anderthalb Jahre nach dem Schock mit rd. 0,1 Prozentpunkten über dem Ausgangsniveau ihren Höchststand und gibt dann allmählich wieder nach.

Abbildung 2.A1.1 **Effekt eines 50%igen Anstiegs der Ölpreise auf die Inflationsrate**
Soforteffekte und deren Abnahme im Zeitverlauf



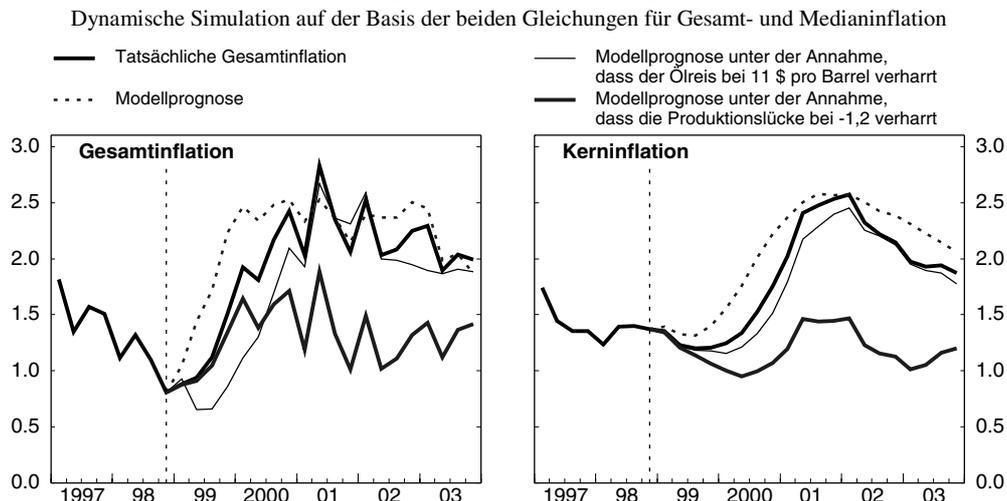
Quelle: OECD-Berechnungen.

Zusammenfassend ist ein in beide Richtungen gehender Rückkopplungseffekt festzustellen, allerdings übt die Kerninflation eine rund viermal stärkere und deutlich rascher zum Tragen kommende Anziehungskraft auf die Gesamtinflation aus als umgekehrt.

Was geschah um die Jahrtausendwende?

Ein Grund dafür, dass einige Beobachter die Überlegung anstellen, ob die Gesamtinflation nicht doch der Kerninflation vorausgeht, ist, dass genau dies um die Jahrtausendwende der Fall zu sein schien. Das hier vorgestellte Modell hilft diesen Zeitraum besser zu beleuchten. Der erste wichtige Faktor ist, dass die gebräuchlichste Messgröße zur Beobachtung der Kerninflation (der HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) eine der letzten war, die eine Veränderung anzeigte; andere Indikatoren, z.B. der Medianwert, reagierten weitaus früher. Dies deckt sich mit

den vorstehenden Ergebnissen, denen zufolge diese Messgröße weniger gut abschneidet als die anderen. Grundsätzlicher ist jedoch festzustellen, dass das niedrige Niveau der Gesamtinflation im Jahr 1998 z.T. dem Rückgang der Ölpreise zuzuschreiben war: Im Jahresverlauf sank der Weltmarktpreis für Rohöl auf unter 11 \$ pro Barrel. Im Jahr 2000 lag er wieder bei 30 \$. Die anziehenden Ölpreise hätten die Gesamtinflation nun eigentlich früher und stärker in die Höhe treiben müssen als die Kerninflation. Doch während die Ölpreise stiegen, belebte sich gleichzeitig auch die Konjunktur im Euroraum. Unter dem Einfluss eines starken BIP-Wachstums verwandelte sich die negative in eine stark positive Produktionslücke. Dadurch erhöhten sich Kern- und Gesamtinflation. Alles in allem war es der Wirtschaftsaufschwung, der die Kerninflation im Jahr 2000 steigen ließ. Da dies aber ein Jahr nach dem Anziehen der Ölpreise geschah, sah es so aus, als sei der Ölpreisschock der Auslöser gewesen. Die relativen Effekte der Ölpreise und der Produktionslücke auf die Inflation sind aus Abbildung 2.A1.2 ersichtlich, wo eine dynamische Simulation des Systems von Gesamt-/Kerninflation dargestellt ist. Sie zeigt, dass der Anstieg der Kern- und der Gesamtinflation allenfalls langsamer war als im Modell vorausgesagt. Der Anstieg der Kerninflation erklärt sich hauptsächlich aus der Produktionslücke (was sich an der Differenz zwischen den beiden Zeilen „Modellprognose“ und „Modellprognose unter der Annahme, dass die Produktionslücke bei -1,2 verharrt“ ablesen lässt), wobei die Ölpreise 2001 ebenfalls einen kleinen Beitrag leisteten, während der Anstieg der Gesamtinflation größtenteils auf die Ölpreishausse zurückzuführen war. Wäre die Kerninflation tatsächlich der Gesamtinflation gefolgt, hätten die Modellwerte hinter den effektiven Werten zurückbleiben müssen, wohingegen offenbar das Gegenteil der Fall war.

Abbildung 2.A1.2 **Inflationsprognosen**

Quelle: OECD-Berechnungen.

Anmerkungen

1. Es ist denkbar, dass sich die Inflationserwartungen auf die Ölpreise auswirken (vgl. Trehan, 2005), diese Frage dürfte sich allerdings eher für die Vereinigten Staaten stellen als für den Euroraum.
2. Die Durchschnittswerte der meisten Messgrößen der Kerninflation liegen seit 1996 jährlich um mindestens 0,1% unter denen der Gesamtinflationsrate. Die größten Unterschiede sind bei den volatilitätsgewichteten Mittelwerten (mit durchschnittlich 0,3-0,4% weniger als bei der Gesamtrate) sowie den doppelgewichteten Mittelwerten (mit 0,2-0,3% weniger) festzustellen.
3. Dieser Effekt ist im Vergleich zu den überschlägigen Schätzungen des OECD-Interlink-Modells etwas geringer und bleibt auch etwas hinter dem Wert zurück, den man bei mechanischer Anwendung der VPI-Gewichtungen für Verkehrskraftstoffe und Schmiermittel unter der Annahme erhält, dass der Ölpreisanstieg eine 1:1-Erhöhung der Preise für Raffinerieprodukte nach sich zieht. In beiden Fällen gelangt man zu einem näher bei 0,6 oder 0,7 Prozentpunkten liegenden Effekt (OECD, 2004). Der hier geringere Wert könnte dadurch bedingt sein, dass eine 1:1-Weitergabe des Preiseffekts nicht wahrscheinlich ist oder dass die Gleichungen für den Zeitraum ab Mitte der neunziger Jahre geschätzt wurden, wo sich Ölschocks offenbar weniger stark in den Verbraucherpreisen niederschlugen als in der Vergangenheit. Wie dem auch sei, hier geht es nicht um die genaue Größenordnung, sondern vielmehr um den relativen Verlauf von Kern- und Gesamtinflation.
4. Beim hier verwendeten Modell handelt es sich um das der Medianinflationsrate.

Literaturverzeichnis

- Catte, P. und T. Sløk (2005), "Assessing the Value of Indicators of Underlying Inflation for Monetary Policy", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 461.
- Europäische Kommission (2006), "What Constitutes a Good Measure of Core Inflation?", Kasten 1 des *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 5, No. 2, Brüssel.
- OECD (2004), "Kanäle für die Wirkung von Ölpreiseffekten auf die Wirtschaft", Kasten IV.3 des *OECD-Wirtschaftsausblicks 76*, Paris.
- Stavrez, E. (2006), "Measures of Underlying Inflation in the Euro Area: Assessment and Role for Informing Monetary Policy", *IMF Working Paper*, No. 06/197.
- Trehan, B. (2005), "Oil Price Shocks and Inflation", *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, www.frbsf.org/publications/economics/letter/2005/el2005-28.html.

ANHANG 2.A2

Ist die Geldmenge ein sinnvoller Indikator?

Die Inflation ist insofern ein monetäres Phänomen, als sie nur dann anhalten kann, wenn sie von Geldmengenwachstum flankiert wird. Wie die EZB jedoch unterstreicht (EZB, 2003), müssen zwei Bedingungen erfüllt sein, damit die Geldmengenaggregate eine nützliche Rolle in der laufenden Geldpolitik spielen können. Erstens muss die Geldmenge Vorlaufeigenschaften für die künftige Entwicklung des Preisniveaus besitzen. Zweitens muss der Zusammenhang zwischen Geldmenge, gesamtwirtschaftlicher Produktion und Preisen stabil sein – oder zumindest vorhersagbar. Natürlich gelten diese Bedingungen für *alle* Indikatoren, denen das Augenmerk der Zentralbank gilt. Um ihre Sonderstellung zu rechtfertigen, muss die Geldmenge folglich bessere Ergebnisse liefern als andere den geldpolitischen Entscheidungsträgern zur Verfügung stehende Indikatoren. Die EZB hat der Geldmenge in der Tat vor allem deshalb eine herausragende Rolle zugewiesen, weil sie überzeugt ist, dass sich aus ihrem Wachstum besser längerfristige Rückschlüsse auf die Inflationsentwicklung ziehen lassen als aus anderen Indikatoren.

In diesem Anhang wird der Informationsgehalt verschiedener monetärer Indikatoren untersucht, wobei insbesondere auf die Frage eingegangen wird, ob sich die Situation seit Anfang dieses Jahrzehnts geändert hat. Es werden im Wesentlichen Out-of-Sample-Prognosetests durchgeführt, um festzustellen, inwieweit es anhand verschiedener Indikatoren möglich ist, künftige Preisentwicklungen vorauszusagen. Im Mittelpunkt steht dabei die am HVPI gemessene jährliche Inflationsrate. Als erster Schritt wird ein Grundmodell geschätzt, in dem die Gesamtinflationsrate auf eigene verzögerte Werte regressiert wird. Dabei werden auch Veränderungen der Ölpreise berücksichtigt, weil diese in den vergangenen Jahren starken Einfluss auf die Gesamtinflationsrate hatten. Bei Ausklammerung der Ölpreise könnte eingewandt werden, dass die Testergebnisse verzerrt und unzuverlässig sind, weil sich – insbesondere in diesem Jahrzehnt – derjenige Indikator als am aussagekräftigsten erweisen würde, der am stärksten mit den Ölpreisen korreliert ist, auch wenn diese Korrelation zufälliger Art wäre¹. Anders gesagt unterstellen wir mit der Einbeziehung der Ölpreise indirekt, dass sie im Verhältnis zu den verschiedenen anderen Indikatorvariablen des Euroraums exogen sind. Dies dürfte für die meisten unten stehenden Indikatorvariablen, einschließlich der Geldmengenaggregate, eine berechnete Annahme sein. Hinter der Entwicklung der Ölpreise und der Geldmengenaggregate des Euroraums könnte zwar ein gemeinsamer globaler Faktor gestanden haben, der Euroraum hätte jedoch in der Lage sein müssen, sich, wenn auch nicht völlig, so doch teilweise, dagegen abzuschirmen, da er einen frei schwankenden Wechselkurs hat; jedenfalls dürfte ein gemeinsamer Faktor höchstens für einen kleinen Teil der simultanen Bewegungen der beiden Variablen verantwortlich sein. Die Annahme einer schwachen Exogenität scheint daher plausibel. Die hier durchgeführte Prüfung ähnelt der von Nicoletti-Altimari (2001) insofern, als es sich um einen groben Test handelt, bei dem die Vorhersagekraft verschiedener Indikatoren für Werte außerhalb der Schätzperiode (*out-of-sample*) beurteilt wird. Gewisse technische Einzelheiten unterscheiden sich jedoch: Nicoletti-Altimari wählt als Stichprobenzeitraum 1992-2000, er verwendet weniger Variablen, stellt keinen Zusammenhang mit den Ölpreisen her, untersucht statt der annualisierten die durchschnittlichen Inflationsraten über einen bestimmten Zeitraum und schätzt die optimale Lag-Struktur für jeden Zeitraum und jeden Indikator. Beide Ansätze sollten als Tests der *Mindestanforderung* für die Zweckmäßigkeit einer Indikatorvariablen

verstanden werden, nämlich ihrer Vorhersagekraft in einem bivariaten Modell. Ein umfassenderer, aber auch wesentlich schwierigerer Test bestünde darin, verschiedene zusätzliche Indikatoren in ein voll spezifiziertes Strukturmodell der Inflation einzubeziehen und ihre marginale Vorhersagekraft zu prüfen.

Das Grundmodell für eine Prognose über n -Quartale lautet:

$$\Delta_4 \log p_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta_4 \log p_{t-n} + \alpha_2 \Delta_4 \log p_{t-(n+4)} + \alpha_3 \Delta_4 \log p_{t-(n+8)} \\ + \beta_0 \Delta_4 \log poil_t + \beta_1 \Delta_4 \log poil_{t-4} + \beta_2 \Delta_4 \log poil_{t-8}$$

wobei p_t das am HVPI gemessene Preisniveau ist und $poil_t$ der Ölpreis in Inlandswährung.

Diese Gleichung wird mit Quartalsdaten ab 1980 geschätzt. Zur Echtzeitsimulation der Art von Prognoseproblemen, mit denen politische Entscheidungsträger konfrontiert sind, werden eine Serie von rollierenden Regressionen geschätzt und rollierende Out-of-Sample-Prognosen durchgeführt. Anschließend wird die Gleichung um einige Indikatorvariablen, wie das Geldmengenwachstum, erweitert und die rollierende Prognose wiederholt (d.h. das Modell wird bis zu einem bestimmten Punkt geschätzt, und es werden Prognosen über den Stichprobenzeitraum hinaus erstellt; anschließend wird der Stichprobenzeitraum um ein weiteres Quartal verlängert und der Test wiederholt). Diese Vorgehensweise weicht von einem wirklichen Echtzeittest in vielerlei Hinsicht ab, insbesondere was die Herstellung eines Zusammenhangs mit den Ölpreisen betrifft. Diese werden einbezogen, um den Beitrag zu isolieren, den die Geldmenge zur Verringerung des Prognosefehlers leistet, ohne dass es zu Verwechslungen mit den unvermeidlichen (und großen) Prognosefehlern kommt, die bei der Vorhersage der Ölpreise auftreten. Die geschätzte Gleichung für eine Prognose über n -Quartale lautet dann:

$$\Delta_4 \log p_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta_4 \log p_{t-n} + \alpha_2 \Delta_4 \log p_{t-(n+4)} + \alpha_2 \Delta_4 \log p_{t-(n+8)} \\ + \beta_0 \Delta_4 \log poil_t + \beta_1 \Delta_4 \log poil_{t-4} + \beta_2 \Delta_4 \log poil_{t-8} \\ + \gamma_0 Z_{t-n} + \gamma_1 Z_{t-(n+4)} + \gamma_2 Z_{t-(n+8)}$$

wobei Z_t der getestete Indikator ist².

Um zu untersuchen, ob sich die Vorhersagekraft der verschiedenen Indikatoren im Zeitverlauf verändert, wird der Prognosehorizont in zwei Hälften unterteilt: 1995-2000 und 2000-2005. Nachstehend sind die geprüften Indikatorvariablen beschrieben:

- Monetäre Indikatoren:
 - * Wachstumsraten von M1, M2, M3 sowie der von der EZB geschätzten Geldmenge M3, bereinigt um Portfolioumschichtungen, die sich nicht auf die Inflation auswirken dürften.
 - * Zuwachsraten der Ausleihungen an den privaten Sektor.
 - * Liquiditätsüberschuss: Differenz zwischen den tatsächlichen M3-Salden und deren Gleichgewichtsniveau, approximiert mit den Residualgrößen einer einfachen langfristigen Geldnachfragegleichung, in der das reale M3-Aggregat von der realen gesamtwirtschaftlichen Produktion sowie den kurz- und langfristigen Zinssätzen abhängt.
 - * P^* : Der Indikator P^* stützt sich auf die Quantitätsgleichung ($MV=PY$) und ist definiert als das langfristige Gleichgewichtspreisniveau, das aus dem Bargeldumlauf resultieren würde, wenn die gesamtwirtschaftliche Produktion dem Produktionspotenzial entspräche und die Umlaufgeschwindigkeit auf ihrem langfristigen Gleichgewichtsniveau läge ($P^*=MV^*/Y^*$). Er wird ähnlich berechnet wie der Liquiditätsüberschuss, nur dass das Gleichgewichtsniveau durch Substitution mit den langfristigen bzw. potenziellen Niveaus von Produktion und Umlaufgeschwindigkeit und nicht mit deren tatsächlichen Niveaus ermittelt wird.
- Produktionslücken- oder Kapazitätsindikatoren:

- * Produktionslücke (laut *OECD-Wirtschaftsausblick 79*).
- * Produktionslücke in Echtzeit: Schätzung und Prognose der Produktionslücke in der jeweiligen Periode. Wenn die Gleichung z.B. bis September 2001 geschätzt wird, stützen sich die Prognosen auf die im *OECD-Wirtschaftsausblick 70* geschätzte Produktionslücke.
- * Arbeitslosigkeitslücke: Arbeitslosenquote abzüglich NAIRU. Es wird die letzte NAIRU-Schätzung verwendet, weil keine Echtzeitschätzungen vorliegen (solche Schätzungen könnten allerdings im Prinzip aus der Kalman-Filter-Schätzung abgeleitet werden, die zur Berechnung der NAIRU verwendet wird).
- * Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe.
- Sonstige Indikatoren:
 - * BIP-Wachstum, Echtzeit- und abschließende Schätzung.
 - * Wachstum von Industrieproduktion und Aktienkurse.
 - * OECD-Vorausindikator.
 - * Neigung der Zinsertragskurve.

Die wichtigsten Ergebnisse sind in Tabelle 2.A2.1 zusammengefasst, der die mittleren absoluten Prognosefehler der verschiedenen Modelle zu entnehmen sind. Das univariate Grundmodell wies im Zeitraum 1995-2000 beispielsweise einen durchschnittlichen Prognosefehler über 1 Jahr von 0,87 Prozentpunkten auf. Modelle, die besser abschneiden als das Grundmodell, sind durch Fettdruck gekennzeichnet³. Betrachtet man zunächst den Zeitraum 1995-2000, fallen verschiedene interessante Aspekte auf. Erstens enthalten mehrere monetäre Indikatoren insofern nützliche Informationen, als sie den Inflationsprognosefehler verringern. Die Wachstumsrate von M2 führt zu einer leichten Verbesserung der Prognosen auf kürzere Sicht, während M1 und vor allem M3 bei längeren Zeithorizonten bessere Ergebnisse liefern. Der Indikator P^* schneidet ebenfalls gut ab, das Kreditwachstum hat jedoch interessanterweise nur eine geringe Vorhersagekraft. Einige andere Indikatoren erweisen sich in etwa als genauso leistungsfähig wie die monetären Aggregate. Indikatoren der jeweiligen konjunkturellen Lage, wie das BIP-Wachstum, die Industrieproduktion und der OECD-Vorausindikator, sind in der Regel aussagekräftiger über kürzere Prognosehorizonte. Alles in allem bestätigen die Ergebnisse für den Zeitraum 1995-2000 die Ansicht, wonach monetäre Aggregate nützliche Informationen über längere Prognosehorizonte liefern.

Im Zeitraum 2000-2005 stellt sich die Situation etwas anders dar. Die Vorhersagekraft der weiter gefassten Geldmengenaggregate nimmt deutlich ab, nur P^* liefert bei längeren Prognosehorizonten nützliche Informationen. Zudem schneiden andere Indikatoren tendenziell besser ab als die monetären Aggregate. Die Echtzeitschätzungen von Produktionslücke und BIP-Wachstum waren als Indikatoren mindestens genauso nützlich wie das Geldmengenwachstum, und bei Verwendung des BIP-Wachstums (Endschätzung), der Industrieproduktion und des OECD-Vorausindikators waren die Prognosefehler selbst über einen Zeithorizont von drei bis vier Jahren deutlich niedriger. Insgesamt ist die relative Prognoseleistung der Geldmengenaggregate seit 2000 also wesentlich weniger beeindruckend, als sie es in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre war⁴.

Die Wiederholung des Tests unter Verwendung der Kerninflation (HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) liefert qualitativ vergleichbare Ergebnisse: Die Geldmengenaggregate schneiden im Zeitraum 1995-2000 recht gut ab – wenn auch nicht deutlich besser als andere Indikatoren –, erweisen sich hingegen in der zweiten Hälfte der Stichprobe als sehr unzureichend. Im Zeitraum 2000-2005 besitzen sie über sämtliche Prognosehorizonte so gut wie keine Vorhersagekraft, während die Prognosefehler bei anderen Indikatoren selbst über längere Zeithorizonte deutlich niedriger sind.

Tabelle 2.A2.1 **Inflationsprognosefehler**
Mittlerer absoluter Out-of-Sample-Prognosefehler, in Prozentpunkten

	1995-2000				2000-2005			
	Prognosezeitraum:				Prognosezeitraum:			
	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	4 Jahre	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	4 Jahre
Basismodell	0.87	1.66	1.39	1.56	0.45	0.73	1.01	0.80
Monetäre Indikatoren								
M1	1.48	1.32	0.86	1.44	0.61	0.71	0.69	1.26
M2	0.48	0.96	1.41	3.82	0.52	0.76	0.86	0.87
M3	0.93	1.23	0.79	0.61	0.52	1.00	1.28	1.33
M3 bereinigt um Portfolio- umschichtungen	..	..	..	..	0.54	0.95	1.27	1.41
Kreditmenge	0.94	1.82	2.31	2.07	0.40	0.90	1.65	2.07
Liquiditätsüberschuss	0.96	1.06	0.90	1.12	1.05	0.81	0.95	0.80
P*	0.83	0.90	0.76	0.56	1.12	1.00	0.92	0.75
Produktionslückenindikatoren								
Produktionslücke	0.62	1.33	1.91	1.59	0.40	0.29	0.48	0.39
Produktionslücke in Echtzeit	1.07	1.41	1.28	1.65	0.47	0.66	0.93	0.75
Arbeitslosigkeitslücke	0.94	1.32	1.54	1.42	0.36	0.28	0.46	0.55
Kapazitätsauslastung	1.40	2.94	1.98	3.18	0.50	1.06	1.51	2.00
Andere Indikatoren								
BIP-Wachstum	0.93	0.89	0.68	0.64	0.52	0.47	0.64	0.55
BIP-Wachstum: Echtzeitschätzung	0.93	0.92	1.10	1.47	0.52	0.52	0.89	0.80
Industrieproduktion	0.72	1.58	1.61	2.08	0.49	0.38	0.59	0.40
OECD-Vorausindikator	0.76	1.53	1.46	1.70	0.47	0.37	0.60	0.40
Geschäftsklima	1.70	2.54	1.52	1.68	0.50	0.91	1.31	1.45
Aktienpreise	0.93	1.84	1.43	1.79	0.47	0.77	0.95	0.82
Neigung der Zinsertragskurve	1.37	2.53	2.70	2.87	0.50	0.70	0.86	0.32

Anmerkung: Modelle, die besser abschneiden als das Basismodell, sind durch **Fettdruck** hervorgehoben.

Abschließende Bemerkungen

Dieser Anhang lieferte einige Belege dafür, dass die monetären Indikatoren unter Berücksichtigung der Ölpreise *a)* im Zeitraum 1995-2000 wohl eine recht gute Vorhersagekraft besaßen, *b)* seit dem Jahr 2000 aber, zumindest bislang, einen Großteil ihrer Vorhersagekraft eingebüßt zu haben scheinen. Dabei darf allerdings nicht vergessen werden, dass diese Ergebnisse alles andere als endgültig sind, da sie aus einem einzigen für zwei spezifische Zeiträume durchgeführten Test stammen. Andere statistische Methoden können selbstverständlich andere Ergebnisse liefern. Durch Veränderung der Lag-Strukturen oder Beseitigung der Konstante könnten sich die Ergebnisse beispielsweise ändern. Außerdem sind die Ergebnisse möglicherweise nur Ausdruck einer *vorübergehenden* Abnahme der Relevanz der Geldmengenaggregate, die bedingt sein könnte durch einen strukturellen Bruch in den wirtschaftlichen Zusammenhängen infolge der Euro-Einführung oder anderer Ereignisse. Eine „Rückkehr zur Normalität“ ist denkbar, doch wird es einige Zeit dauern, bis die geldpolitischen Entscheidungsträger mit Sicherheit sagen können, ob sich bei den Prognosen wieder die herkömmlichen Relationen durchgesetzt haben.

Anmerkungen

1. In einer neueren Untersuchung führt Hofmann (2006) einen ähnlichen Test durch, nur dass er die Energiepreise unberücksichtigt lässt. Das könnte mit erklären, warum das um Portfolioumschichtungen bereinigte M3-Aggregat bei ihm als Indikator etwas besser abschneidet, obwohl sich seine grundlegenden Ergebnisse insofern weitgehend mit den Schlussfolgerungen dieses Anhangs decken, als er ebenfalls eine gewisse Abnahme der Vorhersagekraft in diesem Jahrzehnt feststellt. Hofmann zufolge bedarf es daher einer breit fundierten monetären Analyse, um den Informationsgehalt von Geldmengenentwicklungen herauszufiltern.
2. Mit dieser Formulierung wird implizit eine perfekte Vorhersage der Ölpreise unterstellt bzw. werden, was gleichbedeutend ist, von den Energiepreisen ausgehende Prognosefehler ausgeschlossen, damit sich die Aufmerksamkeit auf die anderen Vorhersagefehler konzentrieren kann, denen hier das Hauptaugenmerk gilt. Bei Wiederholung des Tests ohne Ölpreise liefern die Gleichungen, die monetäre Indikatoren enthalten, sehr unbefriedigende Ergebnisse. Zu beachten ist dabei, dass eine Konstante einbezogen wurde und die Koeffizienten der zeitverzögerten abhängigen Variablen sich nicht unbedingt zu 1 addieren müssen, weil es sich um eine einfache bivariate Prognosegleichung handelt und nicht um ein Strukturmodell der Inflation.
3. Die Unterschiede in Bezug auf die Prognosegenauigkeit wurden anhand des Diebold-Mariano-Tests geprüft. Auf Grund der geringen Zahl unabhängiger Beobachtungen hatte dieser Test bei herkömmlichen Signifikanzniveaus im Allgemeinen aber nur eine geringe Diskriminierungskraft.
4. Durch den Vergleich der durchschnittlichen anstelle der absoluten Fehler kann das Ausmaß des Prognose-Bias abgeschätzt werden. Die (hier nicht wiedergegebenen) Ergebnisse dieses Vergleichs zeigen, dass die Verwendung der Geldmengenaggregate im Zeitraum 1995-2000 in der Regel zu einem geringeren Prognose-Bias führte, dass sie im Zeitraum 2000-2005 bei einem Zeithorizont von zwei Jahren oder mehr aber wesentlich verzerrtere (überzeichnete) Prognosen lieferte als die anderen Indikatoren.

Literaturverzeichnis

- EZB (2003), *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*, Frankfurt.
- Hofmann, B. (2006), "Do Monetary Indicators (still) Predict Euro Area Inflation?", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, No. 18.
- Nicoletti-Altimari, S. (2001), "Does Money Lead Inflation in the Euro Area?", *EZB, Working Paper*, No. 63.

Kapitel 3

Die Fiskalpolitik wieder auf Kurs bringen*

Die fiskalpolitischen Ergebnisse im Euroraum sind uneinheitlich: Mehrere Länder weisen umfangreiche Defizite und hohe Schuldenstände auf, während es anderen gelungen ist, sich eine solide öffentliche Finanzposition zu bewahren. Im vorliegenden Kapitel wird die Haushaltslage analysiert und eine Bestandsaufnahme des überarbeiteten Stabilitäts- und Wachstumspakts vorgenommen. Es wird die Frage erörtert, wie die Fiskalpolitik zur Verbesserung der Ergebnisse reformiert werden kann. Besonders hervorgehoben wird die dringliche Notwendigkeit, die von der günstigen konjunkturellen Lage gebotene Chance zur Einführung von Veränderungen – in erster Linie Ausgabenkürzungen – zu nutzen, die die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen vor allem in den hoch verschuldeten Ländern wiederherstellen würden. Eine wesentliche Voraussetzung für die Erzielung besserer Haushaltsergebnisse im Euroraum besteht darin, dass die Mitgliedstaaten sich die EU-Ziele – Erreichung eines ausgeglichenen Haushalts und Eindämmung der Verschuldung – als nationale Priorität zu eigen machen. Die nationalen mittelfristigen Haushaltsrahmen und die Überwachung durch die EU können bei der Förderung von Fortschritten in diese Richtung eine hilfreiche Rolle spielen.

* Stichtag für die Informationen in diesem Kapitel war der 29. November 2006.

Seit 1999 hat sich die euroraumweite Haushaltsposition nicht verbessert

Eine solide Fiskalpolitik zeichnet sich durch eine starke Fokussierung auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen aus. Außerdem sollte sie zur Stabilisierung der Wirtschaft beitragen und die Effizienz der Besteuerung sowie der Ausgabenprogramme gewährleisten. Im Euroraum insgesamt ist der Schuldenstand im Verhältnis zum BIP praktisch unverändert, und das Haushaltsdefizit hat sich seit der Einführung der Gemeinschaftswährung im Jahr 1999 ausgeweitet, wobei die Haushaltspolitik überwiegend prozyklisch ausgerichtet war. Während einige Länder des Euroraums mit der Reform der öffentlichen Finanzen große Schritte auf dem Weg zu mehr Nachhaltigkeit, besserer Qualität und einer stärker antizyklisch ausgerichteten Politik gemacht haben, ist für andere noch Spielraum vorhanden, um diesem Beispiel zu folgen.

Die Tragfähigkeit ist nicht gewährleistet

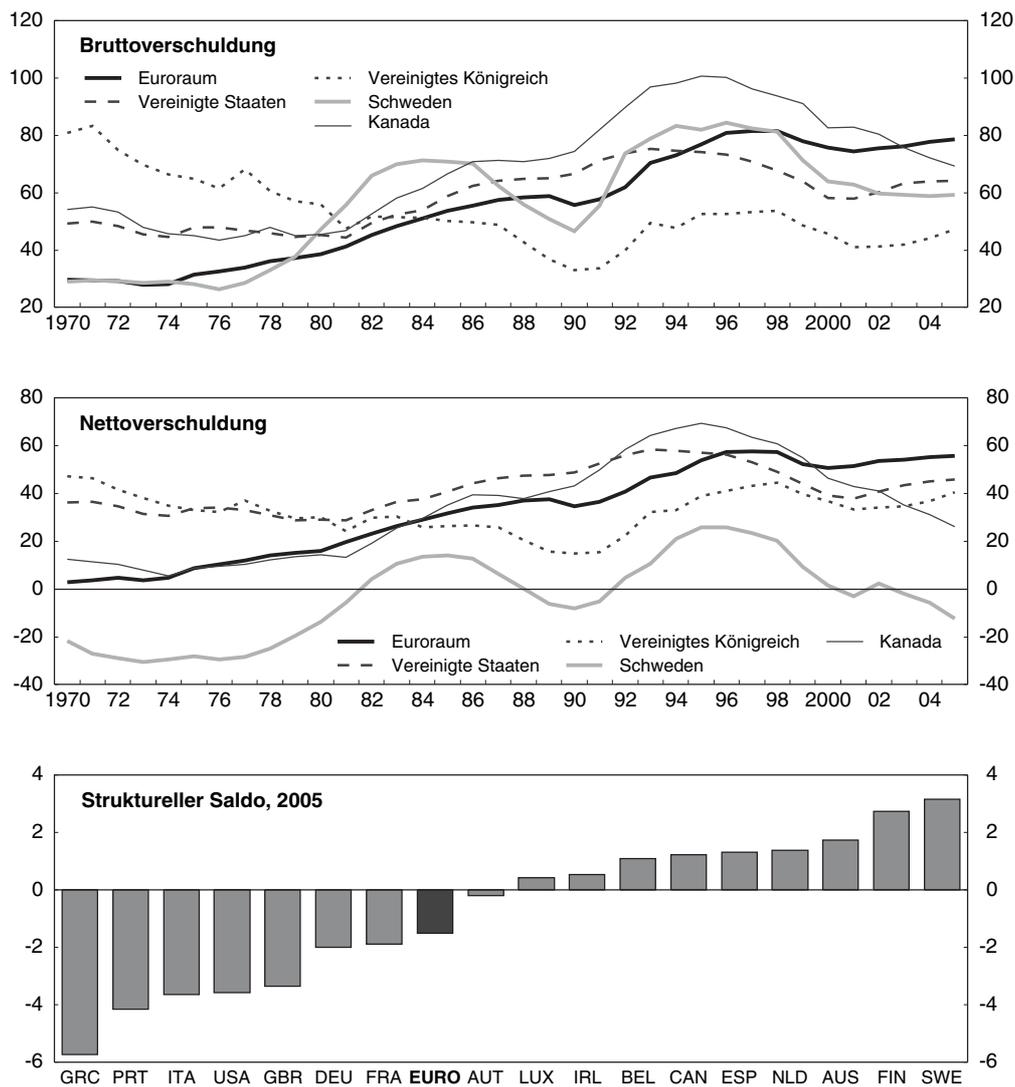
Die derzeitigen politischen Rahmenbedingungen reichen nicht aus, um im Euroraum einen deutlichen Rückgang der Staatsverschuldung gegenüber dem nach Jahrzehnten der Schuldenakkumulation erreichten hohen Niveau herbeizuführen (Abb. 3.1). Aus den Projektionen auf der Basis der Politikorientierungen vom Frühjahr 2006 geht hervor, dass die Schuldenquote trotz eines geringfügigen Rückgangs in den kommenden Jahren 2010 noch immer 72% betragen wird (Tabelle 3.1). Entsprechend dürfte die Staatsverschuldung nach Abzug der vom Staat gehaltenen Finanzaktiva im Verhältnis zum BIP auf hohem Niveau verharren (48% im Jahr 2010).

Auch wenn dies kein Trost ist, so steht der Euroraum mit seinem derzeit und voraussichtlich auch auf mittlere Sicht hohen Schuldenniveau nicht alleine da. Im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten – letztere von fast ebenso hohen Niveaus ausgehend – dürfte die Staatsverschuldung weiter steigen. Es gibt aber auch OECD-Länder, wie Australien, Dänemark, Kanada, Neuseeland und Schweden, die sehr viel besser abschneiden. Sie haben die Schuldenquote rasch reduziert und fast oder bereits eine positive Vermögensposition erreicht. Diese am besten abschneidenden Länder setzen zur Senkung der Schuldenquote nicht allein beim nominalen BIP-Wachstum an, sondern reduzieren gleichzeitig auch ihren Schuldenstand in nominaler Rechnung. Innerhalb des Euroraums könnte die Schuldenentwicklung zwischen den Mitgliedsländern deutlich abweichen. Die bereits besorgniserregende Nettostaatsverschuldung in Italien und Portugal wird sich voraussichtlich weiter verschlechtern, während sich die Situation in Belgien und Spanien solange verbessern dürfte, wie diese Länder eine solide Haushaltsposition aufrechterhalten.

In den kommenden Jahrzehnten werden die öffentlichen Finanzen erheblich unter Druck geraten. Mit der Bevölkerungsalterung werden die staatlichen Ausgaben für Renten, Gesundheitsversorgung und Langzeitpflege der älteren Bevölkerung drastisch in die Höhe schnellen. Zusätzlich werden auch nichtdemographische Faktoren die Gesundheits- und Langzeitpflegekosten weiter erhöhen: Hierunter fallen die immer größere Zahl behandelbarer Pathologien und die steigenden relativen Preise für Gesundheitsleistungen und Langzeitpflege (OECD, 2006a). Tabelle 3.2 enthält eine Gegenüberstellung des vom Ausschuss für Wirtschaftspolitik der EU (2006) und von der OECD (2006a) projizierten Ausgabenanstiegs. Die Projektionen weichen erheblich voneinander ab: Der geschätzte Anstieg der Gesundheits- und Langzeitpflegekosten im Euroraum reicht von 2% des BIP laut EU-Projektion bis zu etwa 6% laut OECD-Projektion. Zurückzuführen ist der Unterschied hauptsächlich auf die Tatsache, dass den Referenzszenarien in den EU-Projektionen für die nichtdemographischen Effekte andere Arbeitshypothesen zu Grunde liegen, wie die wachsende Inanspruchnahme medizinischer Leistungen mit steigendem Einkommen und der rückläufige Anteil an informeller Langzeitpflege, der sich aus der höheren Erwerbsbeteiligung ergibt.

Die derzeitigen haushaltspolitischen Orientierungen sind unter Annahme sonst gleicher Bedingungen insofern nicht tragfähig, als der langfristige Ausgabendruck die Staatsverschuldung in

Abbildung 3.1 **Fiskalindikatoren**
In Prozent des BIP



Quelle: OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank.

fast allen Ländern des Euroraums explosionsartig steigen lässt. Unter Annahme unveränderter haushaltspolitischer Orientierungen würde die Schuldenquote im Euroraum nach den in Tabelle 3.2 dargelegten Ausgabenprojektionen für Gesundheitsversorgung, Langzeitpflege und Renten (erste, dritte und fünfte Spalte) bis 2025 auf 93% des BIP und bis 2050 auf 255% des BIP steigen¹. Dieser euroraumweite Durchschnitt verdeckt die Tatsache, dass einige Länder sich noch größeren Herausforderungen gegenübersehen: Bei unveränderten politischen Rahmenbedingungen dürfte die Staatsschuldenquote in Italien bis 2050 auf 365% und in Portugal auf 489% steigen. Obwohl verschiedene Reformen die langfristigen Aussichten für die öffentlichen Finanzen im Euroraum (so z.B. die Rentenreformen in Frankreich, Deutschland und Italien) verbessert haben, muss in den meisten Ländern des Euroraums zur Gewährleistung der finanziellen Tragfähigkeit noch wesentlich mehr getan werden. Österreich bildet eine Ausnahme, da dort die Rentenreform tiefgreifend genug war, um die Staatsfinanzen trotz der angekündigten umfassenden Erhöhungen bei den öffentlichen Gesundheitsausgaben fast auf einen stabilen Pfad zu führen.

Tabelle 3.1 Die Schuldenquote dürfte im Euroraum mittelfristig hoch bleiben

	Bruttoverschuldung					Nettoverschuldung				
	2005	2010	Veränderung	Beitrag zu den Veränderungen gegenüber dem nominalen		2005	2010	Veränderung	Beitrag zu den Veränderungen gegenüber dem nominalen	
				Schuldenstand	BIP				Schuldenstand	BIP
Euroraum	79	72	-7	8	-15	52	48	-5	5	-10
Österreich	70	66	-3	10	-13	42	41	-1	7	-8
Belgien	95	79	-16	1	-17	81	66	-15	0	-15
Finnland	48	42	-6	3	-9	-57	-66	-9	-19	11
Frankreich	76	72	-5	9	-14	44	42	-2	6	-8
Deutschland	71	67	-4	7	-11	51	49	-2	6	-8
Griechenland	124	108	-16	17	-33	90	78	-13	12	-24
Irland	32	27	-5	4	-10	7	0	-7	-5	-2
Italien	120	120	-1	18	-19	95	96	1	16	-15
Luxemburg	6	6	0	2	-2	6	6	0	2	-2
Niederlande	61	51	-11	1	-11	36	27	-9	-3	-6
Portugal	73	75	3	14	-12	45	50	6	13	-7
Spanien	50	35	-15	-2	-13	30	17	-13	-6	-8
Australien	17	8	-9	-4	-5	-2	-8	-7	-7	0
Kanada	71	57	-14	0	-14	30	20	-11	-5	-6
Dänemark	41	28	-13	-5	-8	9	-3	-11	-10	-2
Japan	173	178	5	22	-18	86	97	10	19	-9
Neuseeland	28	21	-7	-2	-5	-1	-9	-8	-8	0
Schweden	59	40	-20	-7	-13	-13	-22	-9	-12	3
Ver. Königreich	47	51	4	14	-10	40	45	5	14	-8
Ver. Staaten	62	63	1	15	-14	43	46	3	13	-10

Anmerkung: Beim Schuldenstand handelt es sich um Bruttoverbindlichkeiten, gemessen zu Marktpreisen.

Quelle: OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank und *Medium-Term Baseline*, Online-Datenbank sowie OECD-Berechnungen.

Die Fiskalpolitik war bisher prozyklisch

Die Fiskalpolitik hat nicht zur Stabilisierung des Konjunkturzyklus im Euroraum beigetragen. Als die Wirtschaft zu Beginn des Jahrzehnts über der Potenzialrate operierte, behinderte die Fiskalpolitik mehrerer Länder das volle Wirksamwerden der automatischen Stabilisatoren, als sie konjunkturbedingte Steuereinnahmen zur Finanzierung von Steuersenkungen und Ausgabenerhöhungen verwendeten (Cotis, 2004). Das *konjunkturbereinigte* Defizit weitete sich daher in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren aus, was die Wirtschaft zusätzlich stimulierte (Abb. 3.2). So näherten sich die Schuldenstände einiger Länder nach dem Konjunkturabschwung der Defizitgrenze oder überstiegen diesen Wert. Einige Länder ignorierten die 3%-Grenze, während andere den finanzpolitischen Kurs prozyklisch strafften. Diese Entwicklungen stehen im Gegensatz zu denen in den Vereinigten Staaten, wo Kursänderungen in der Fiskalpolitik seit 1999 antizyklisch und im Großen und Ganzen stabilisierend wirkten (Abb. 3.2). Systematischere Untersuchungen unter Verwendung von längeren Zeitreihen bekräftigen die Beobachtung, dass die Fiskalpolitik in den Ländern des Euroraums eher prozyklisch und in den meisten anderen OECD-Ländern eher antizyklisch operiert (OECD, 2006b, und Europäische Kommission, 2006b).

Die Qualität der öffentlichen Finanzen kann verbessert werden

Ein effizientes Ausgabenmanagement ist ein zentraler Bestimmungsfaktor für die Gesamtqualität der öffentlichen Finanzen. Da die aus öffentlichen Mitteln finanzierte Konsum- und Investitions-

Tabelle 3.2 **Projizierte Veränderungen bei den öffentlichen Ausgaben für Gesundheit, Langzeitpflege und Renten**

	2005-2050, in Prozentpunkten des BIP				
	Gesundheit		Langzeitpflege		Renten
	OECD	EU	OECD	EU	
Euroraum	3.7	1.5	2.2	0.7	3.1
Österreich	3.8	1.5	2.0	0.9	-1.0
Belgien	3.3	1.4	1.9	0.9	5.1
Finnland	3.6	1.4	2.4	1.8	3.3
Frankreich	3.5	1.8	1.7	..	2.1
Deutschland	3.6	1.1	1.9	1.0	2.0
Griechenland	3.9	1.7	2.7	..	10.3
Irland	4.0	2.0	3.8	0.6	6.5
Italien	3.8	1.3	2.9	0.7	1.1
Luxemburg	3.7	1.2	3.1	0.6	7.4
Niederlande	3.8	1.3	2.0	0.6	3.8
Portugal	4.2	0.5	2.0	..	9.3
Spanien	4.1	2.2	2.4	0.3	7.0
Vergleichsländer					
Australien	4.2	..	2.0	..	1.7
Kanada	4.1	..	2.1	..	1.7
Dänemark	3.5	0.9	1.5	1.1	3.2
Japan	4.3	..	2.2	..	0.6
Neuseeland	4.2	..	2.0	..	5.9
Schweden	3.2	1.0	1.1	1.7	0.8
Ver. Königreich	3.6	1.9	1.9	0.8	1.7
Ver. Staaten	3.4	..	1.7	..	1.8

Anmerkung: Die OECD-Projektionen des Kostenanstiegs für Gesundheit und Langzeitpflege sind unter der Annahme sonst unveränderter Politiken und struktureller Entwicklungen erstellt worden. Die entsprechenden Hypothesen sind in OECD (2006a) unter der Überschrift „Cost-pressure Scenario“ detailliert dargelegt. Die Projektionen der gesetzlichen Rentenausgaben sind EU, Ausschuss für Wirtschaftspolitik (2006) für die EU-Länder, OECD (2005a) für Japan, Kanada, die Schweiz und die Vereinigten Staaten sowie Dang et al. (2001) für Australien und Neuseeland entnommen.

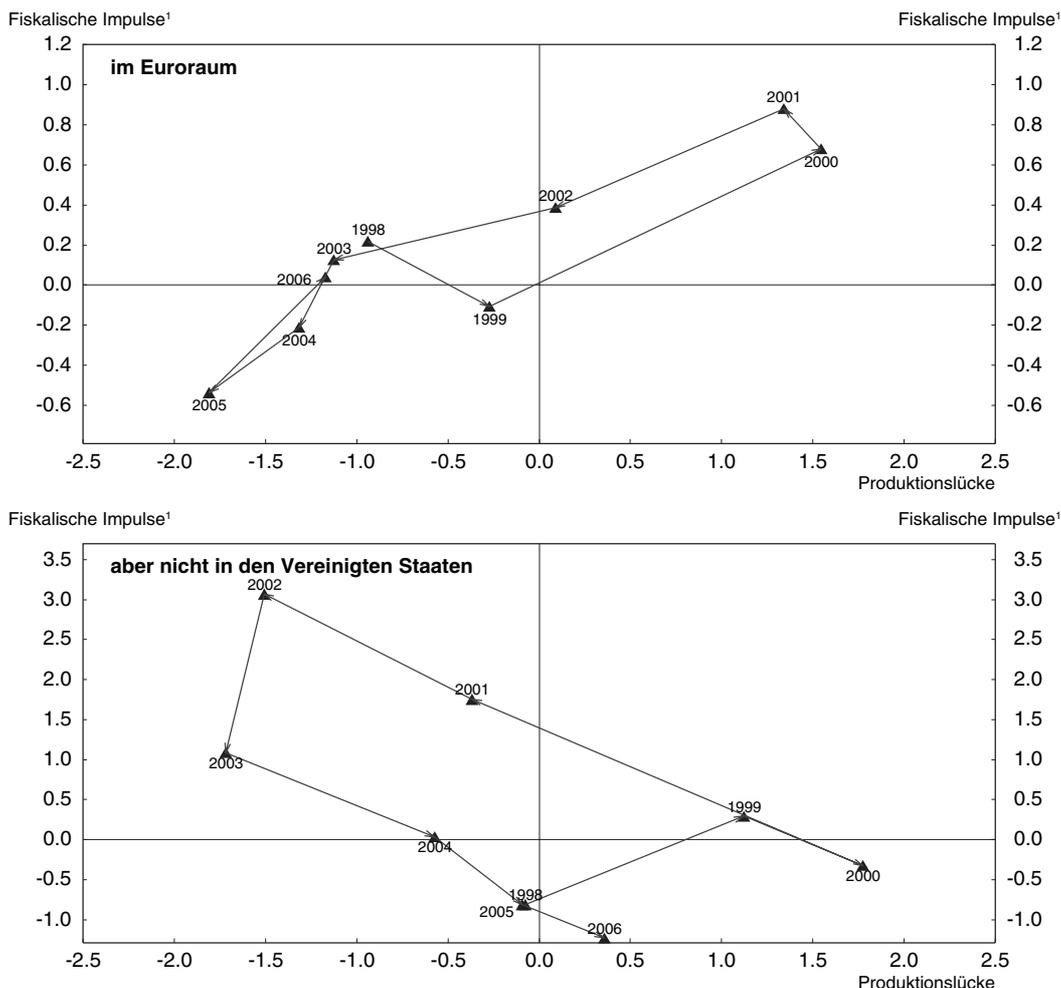
Quelle: OECD (2006a), „Projecting OECD Health and Long-term Care Expenditures : What Are the Main Drivers“?, *OECD Economics Department Working Papers*, Nr. 477, Paris; OECD (2005a), „Ageing and Pension System Reform: Implications for Financial Markets and Economic Policies“, *Financial Market Trends*, November 2005 Supplement, Paris; EU, Ausschuss für Wirtschaftspolitik (2006), *Impact of Ageing Populations on Public Spending*, Europäische Kommission, Brüssel, sowie Dang et al. (2001), „Fiscal Implications of Ageing: Projections of Age-Related Spending“, *OECD Economics Department Working Papers*, Nr. 305, Paris.

tätigkeit nicht das Ergebnis individueller Einzelentscheidungen ist, weicht sie grundlegend von ihrem privatwirtschaftlichen Gegenstück ab. Der Beitrag der Staatsfinanzen zum sozialen Wohlergehen ist nicht automatisch, sondern hängt davon ab, ob die Finanzbehörden in der Lage sind, folgenden drei Kriterien zu genügen:

- Die öffentlichen Mittel müssen den Bereichen zugeführt werden, die für die Gesellschaft die höchsten Erträge abwerfen.
- Sie müssen ein gutes Kosten-Nutzen-Verhältnis der Ausgabenprogramme garantieren.
- Sie müssen der übermäßigen Steuerbelastung voll Rechnung tragen.

Wenngleich die Verantwortung für die Qualität der Ausgaben den Kern des Mandats der nationalen Regierungen berührt, können die in der Lissabon-Strategie dargelegten gemeinsamen Wirtschaftsziele nur erreicht werden, wenn auch dieser Dimension der Finanzpolitik EU-weit mit Erfolg Rechnung getragen wird. In Anerkennung dieser Notwendigkeit haben sich die zuständigen

Abbildung 3.2 Die Fiskalpolitik war prozyklisch

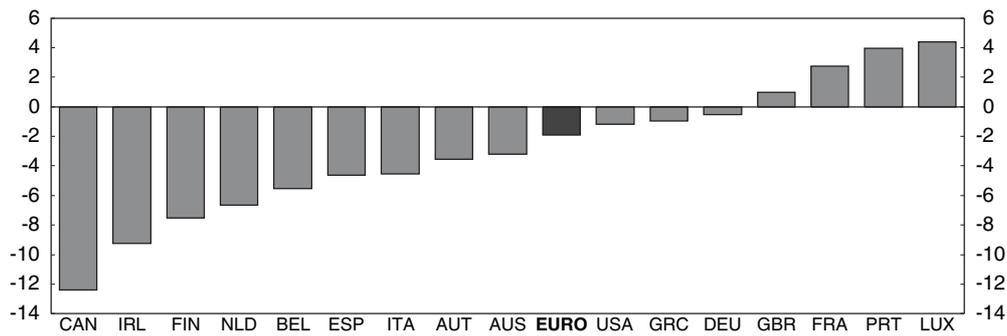


1. Veränderungen im konjunkturbereinigten Primärdefizit gegenüber dem Vorjahr.
 Quelle: OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank.

europäischen Stellen darum bemüht, die Überwachung der Qualität der öffentlichen Ausgaben stärker in den EU-Rahmen für die wirtschaftspolitische Koordinierung (Europäische Kommission, 2004) zu integrieren. Im Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) ist ferner vorgesehen, dass die Kommission der Europäischen Gemeinschaften eine Beurteilung der Qualität der öffentlichen Finanzen vornimmt, da diese zu den „sonstigen einschlägigen Faktoren“ zählt, die bei der Entscheidung darüber zu berücksichtigen sind, ob ein öffentliches Defizit, das den Referenzwert von 3% des BIP vorübergehend und geringfügig überschreitet, übermäßig ist oder nicht. Vor diesem Hintergrund ist es bezeichnend, dass neun der zwölf Mitgliedsländer die „Nachhaltigkeit und Qualität der öffentlichen Finanzen“ zu einer ihrer nationalen Prioritäten erklärt haben.

Die mit dem Maastricht-Vertrag von 1992 eingerichtete Wirtschafts- und Währungsunion hat eine deutliche Senkung der Zinssätze bewirkt und mithin Möglichkeiten zur Kürzung bzw. anderweitiger Verwendung öffentlicher Ausgaben geschaffen. So ist der Betrag der Zinszahlungen auf ausstehende Schulden zwischen 1991 und 2006 von 5% des BIP auf 3% gesunken. Verwendet wurden die Einsparungen größtenteils zur Verringerung der Staatsschuldenquote von 49% auf 47% (konjunkturbereinigt). Hinter diesem durchschnittlichen Rückgang verbergen sich zwei wichtige Ausnahmen: In Frankreich und Portugal ist die Staatsschuldenquote um etwa 4 Prozentpunkte gestiegen (Abb. 3.3).

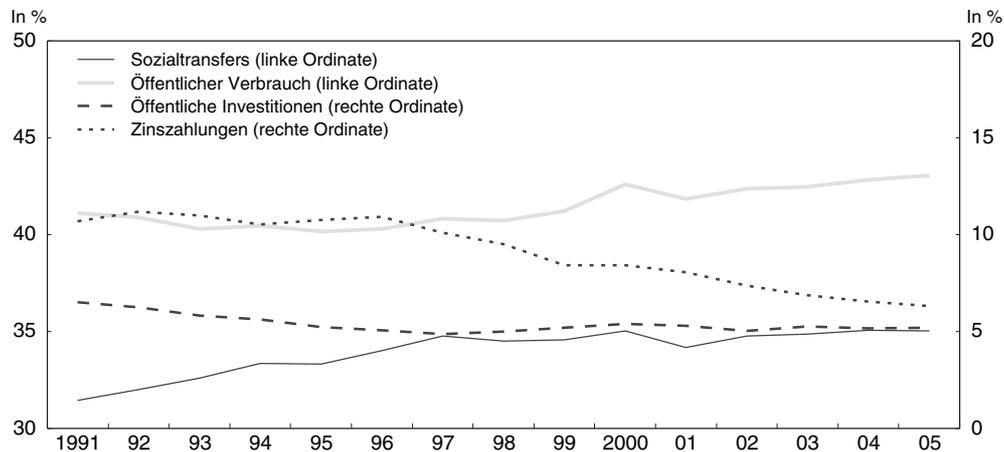
Abbildung 3.3 **Die Ausgabenquote¹ ist in vielen Ländern gesunken**
1991-2006, Prozentpunkte des potenziellen BIP



1. Der BIP-Anteil der öffentlichen Ausgaben wird konjunkturbereinigt als Anteil der konjunkturbereinigten laufenden Ausgaben und Nettokapitalaufwendungen des Sektors Staat am potenziellen BIP berechnet. Vgl. Girouard und André (2005) wegen näherer Einzelheiten zur Methode, die den konjunkturellen Anpassungen zu Grunde liegt.

Quelle: OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank; N. Girouard und C. André (2005), "Measuring Cyclically-Adjusted Budget Balances for OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, Nr. 434, Paris.

Abbildung 3.4 **Konsum- und Transferzahlungen machen einen wachsenden Anteil der öffentlichen Ausgaben aus**



Quelle: OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank.

Der Staatsverbrauch und die Sozialtransfers machen einen wachsenden Anteil der öffentlichen Ausgaben aus, obgleich sie wohl kaum die produktivsten Ausgabenkategorien darstellen (OECD, 2003). Der Anteil der Transferzahlungen im Rahmen der Sozialversicherung an den Staatsausgaben stieg in den vergangenen zehn Jahren um 5 Prozentpunkte. Und in den letzten Jahren hat sich der Anteil des Staatsverbrauchs an den Staatsausgaben stetig erhöht (Abb. 3.4).

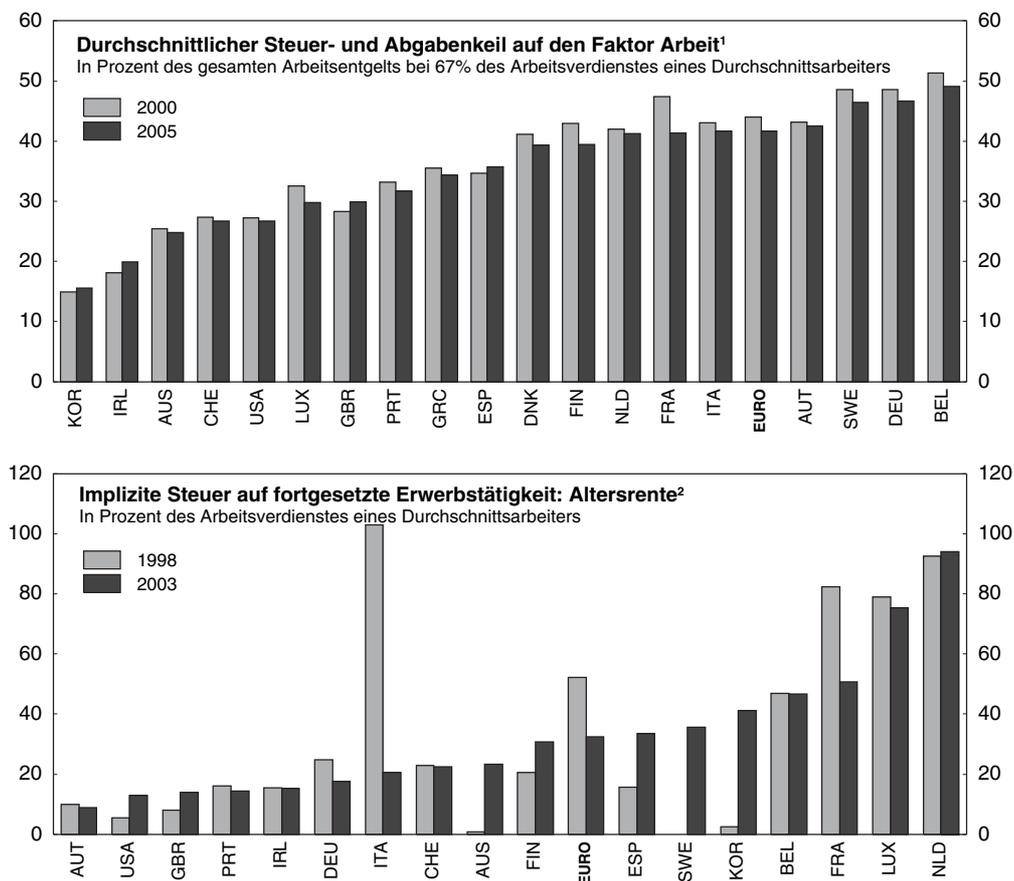
Im Vorfeld der Euro-Einführung zwischen 1992 und 1998 erfolgte die Ausgabenkontrolle z.T. über Kürzungen bei den öffentlichen Investitionen, die seither nicht wieder zurückgenommen wurden: Der Anteil der investiven Ausgaben an den Staatsausgaben ist niedrig geblieben. Seit Anfang des Jahrzehnts belaufen sich die öffentlichen Bruttoinvestitionen auf 5% des geschätzten öffentlichen Kapitalstocks, was im Großen und Ganzen dem Mindestniveau entspricht, das zum Ausgleich für einen Wertverlust notwendig ist². Folglich wird unter Annahme der derzeitigen politischen Orientierungen der öffentliche Kapitalstock im Verhältnis zum BIP langsam zurückgehen. Sollte dieser derzeitige Trend von Dauer sein, hätte er zur Folge, dass das öffentliche Kapital letztlich auf ein ineffizient niedriges Niveau sinkt – und dies um so stärker, wenn die zur Wiederherstellung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen notwendigen Ausgabenbeschränkungen weitere Kürzungen bei den Investitionen und daher einen rascheren Rückgang des öffentlichen Kapitalstocks im Verhältnis zum BIP nach sich ziehen würden.

Demgegenüber sind die staatlichen Investitionen in Humankapital aufrechterhalten worden. Der BIP-Anteil der öffentlichen Bildungsausgaben blieb zwischen 1993 und 2002 (dem letzten Jahr, für das Daten verfügbar sind) mit etwas über 5% stabil. Die jungen Alterskohorten sind im selben Zeitraum geschrumpft, was zur Folge hat, dass die realen öffentlichen Bildungsausgaben je Schüler zwischen 1993 und 2002 um 17% gestiegen sind. Nach der allgemeinen Rechnungslegung blieb der BIP-Anteil der öffentlichen Humankapitalinvestitionen in den Ländern des Euroraums über die Bildungsausgaben konstant, konzentriert sich aber nunmehr stärker auf weniger Personen.

Auf der Einnahmeseite wurde eine geringfügige Verlagerung in Richtung auf weniger verzerrende Finanzierungsquellen beobachtet. Der Anteil der Sozialversicherungsbeiträge an den Staatseinnahmen ist in den Ländern des Euroraums seit Unterzeichnung des Maastricht-Vertrags um über 2 Prozentpunkte gesunken. Zwischen Lohnsummensteuern und Mindestlöhnen kann es zu negativen Interaktionen kommen, da Mindestlöhne die Kosten für unqualifizierte Arbeitskräfte erhöhen (OECD, 2001). Bei einer schwachen Verknüpfung zwischen Sozialversicherungsbeiträgen und Leistungsansprüchen können die lohnabhängigen Sozialversicherungsbeiträge auch das Arbeitsangebot und die Humankapitalinvestitionen reduzieren (Leibfritz et al., 1997).

Die Regierungen haben die effektiven Steuersätze auf den Faktor Arbeit gesenkt, vor allem für gering qualifizierte und ältere Arbeitskräfte (Abb. 3.5). Dank der Anstrengungen zur Förderung der gering qualifizierten Beschäftigung durch die Senkung der Arbeitskosten konnte der durch-

Abbildung 3.5 Die Steuern und Abgaben auf den Faktor Arbeit sind gesenkt worden



1. Gemessen als die Differenz zwischen dem vom Arbeitgeber insgesamt gezahlten Arbeitsentgelt und dem Nettoverdienst der Arbeitnehmer, als Quotient des gesamten Arbeitsentgelts. Der Wert umfasst daher sowohl die Arbeitgeber- als auch die Arbeitnehmerbeiträge zur Sozialversicherung.
 2. Für 60-Jährige in der gesetzlichen Rentenversicherung.
 Quelle: OECD, *Economic Policy Reforms: Going for Growth*, 2006 (Eine deutsche Kurzzusammenfassung des Berichts ist unter dem Titel: „Wirtschaftspolitische Reformen: Das Wachstum fördern“ erschienen), und *Taxing Wages*, Online-Datenbank.

schnittliche Steuer- und Abgabenkeil auf den Faktor Arbeit im gesamten Euroraum reduziert werden. In den meisten Ländern des Euroraums gehen für potenzielle Leistungsempfänger von der gesetzlichen Rentenversicherung und Frühverrentungsprogrammen Negativanreize aus, in einem Beschäftigungsverhältnis zu verbleiben, wenn sie das für den entsprechenden Leistungsanspruch maßgebliche Alter einmal erreicht haben und drücken so die Erwerbsquoten älterer Arbeitskräfte (OECD, 2005b). Vor allem in Frankreich und Italien sind erhebliche Fortschritte bei der Senkung der impliziten Steuer auf eine Fortsetzung der Erwerbstätigkeit erzielt worden, der sich ältere Arbeitskräfte gegenübersehen.

Seit 1992 ist gleichzeitig der Anteil der indirekten Steuern an den Gesamteinnahmen des Staats von etwa einem Viertel auf ein Drittel gestiegen. Verbrauchsteuern, die den Löwenanteil der indirekten Steuern ausmachen, bieten eine Reihe von Vorteilen: *a)* Sie wirken auf Spar- und Investitionsentscheidungen verhältnismäßig neutral, *b)* sie begünstigen weder Importe noch lokal erstellte Güter und haben daher keinen Einfluss auf die externe Wettbewerbsfähigkeit und *c)* sie behandeln Arbeits-, Transfer- und Kapitaleinkommen gleich und schaffen daher weniger Negativanreize zur Aufnahme einer Beschäftigung als Steuern auf den Faktor Arbeit (Joumard, 2001, und Bernardi, 2003). Allerdings können auch verteilungspolitische Effekte entstehen, da die Einkommensteuern in den meisten Ländern progressiv sind, während die Verbrauchsteuer auf jedes Produkt für alle dieselbe ist. Eine Neuaustarierung zu Gunsten der Verbrauchsteuern könnte daher zur Folge haben, dass ein Teil der Steuerlast in der Einkommensverteilung nach unten verlagert wird, selbst wenn die niedrigeren Mehrwertsteuersätze auf Grundbedarfsgüter diesen Effekt abschwächen. Unter Verwendung der Modell- und Parameterschätzungen in Leibfritz et al. (1997) dürfte die im Zeitraum 1992-2005 erfolgte Verschiebung der Steuerlast vom Faktor Arbeit auf indirekte Steuern im Euroraum einen Anstieg der Erwerbsquote um 0,6% und des BIP um 0,7% zur Folge gehabt haben.

Es bedarf politischer Kursänderungen

Die Ergebnisse vieler Mitgliedsländer stehen nicht im Einklang mit den Zielsetzungen für den Euroraum insgesamt

Während die Arbeitsteilung in der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) den zuständigen nationalen Stellen den Großteil der Verantwortung für die Fiskalpolitik überträgt, haben die Bestimmungen des Maastricht-Vertrags und des Stabilitäts- und Wachstumspakts ein gewisses Maß an multilateraler Kontrolle eingeführt. Die im Rahmen des Maastricht-Vertrags aufgestellten Haushaltsregeln sehen u.a. vor, dass die Regierungen übermäßige Defizite vermeiden sollen. Nach dem Stabilitäts- und Wachstumspakt sind die Mitgliedsländer darüber hinaus verpflichtet, einen nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt anzustreben. Der überarbeitete SWP sieht vor, dass die entsprechenden mittelfristigen Ziele im Licht der Aussichten bezüglich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen differenziert werden können.

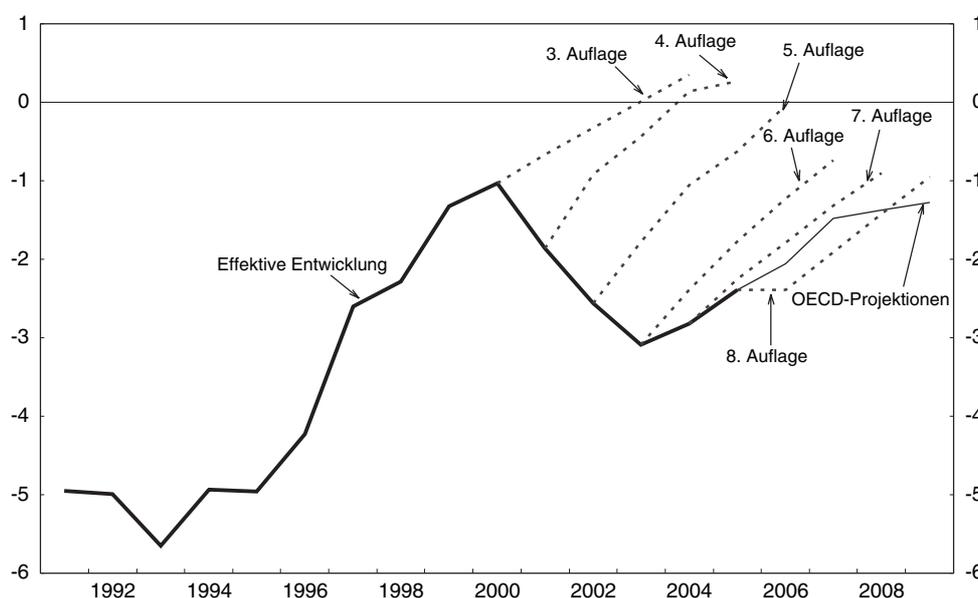
Die drei Hauptbeweggründe für die Einführung von Haushaltsregeln für den Euroraum als Ganzes stellen sich folgendermaßen dar:

- Ein zentrales Ziel ist die Gewährleistung tragfähiger öffentlicher Schuldenstände. Mit den Regeln sollen Situationen vermieden werden, in denen in einem oder mehreren Ländern Ausfallrisiken entstehen, da diese auf die übrigen Länder des Euroraums übergreifen und letztlich andere Mitgliedsländer und die EZB unter Druck setzen können, Hilfestellung zu leisten oder die Verschuldung über inflationäre Maßnahmen abzubauen. Die Finanzmärkte preisen die Ausfall- und Inflationsrisiken in die Anleiherenditen ein und halten die Regierungen mit diesen Maßnahmen zu Disziplin an, doch wird z.T. die Auffassung vertreten, dass die Finanzmärkte zu wenig unternehmen und zu spät agieren (Europäische Kommission, 2004). Die Beurteilung der Tragfähigkeit der Finanzposition ist ein Kernelement der EU-weiten haushaltspolitischen Überwachung.
- Eine multilaterale Überwachung wurde als notwendig betrachtet, da der Eintritt in die Währungsunion die Defizitverzerrungen auf nationaler Ebene verstärken kann. Beim Abgleiten eines Landes ins Defizit, schlägt sich dies in einer Währungsunion bei den Zinssätzen und beim Wechselkurs nicht so stark nieder wie in einem Land mit autonom gesteuerter Geldpolitik.

- Ein weiteres wichtiges Ziel ist die Gewährleistung eines kohärenten Policy-Mix zwischen Fiskal- und Geldpolitik. Richtschnur ist dabei, die konjunkturelle Rolle der Fiskalpolitik in normalen Zeiten auf das Wirken automatischer Stabilisatoren zu beschränken. Die Bedeutung dieses Ziels der „fiskalischen Neutralität“ wurde 2003 erneut bekräftigt, als sich die Länder des Euroraums dazu verpflichteten, ihre konjunkturbereinigten Haushaltssalden in den Jahren nach Erreichen des mittelfristigen Ziels auf diesem Niveau zu halten (sofern sie keinen großen asymmetrischen Schocks ausgesetzt sind).

In den meisten Fällen haben die nationalen Haushaltsergebnisse die wichtigsten Zielsetzungen für den Euroraum – ausgeglichene Haushalte und Schuldenabbau in Ländern mit hohem Schuldenstand – verfehlt. Die in den Stabilitätsprogrammen enthaltenen Haushaltspläne, die alljährlich der Kommission übermittelt werden, stellten immer wieder die mittelfristige Haushaltskonsolidierung in Aussicht – ohne diese jemals zu erreichen (Abb. 3.6). Das Defizit des Sektors Staat für den Euroraum insgesamt liegt seit 1999 bei -2%, so dass der Umfang an ausstehenden Staatsschulden seit 2001 gestiegen ist.

Abbildung 3.6 **Erreichung eines ausgeglichenen Haushalts: gute Vorsätze Jahr für Jahr¹**
Gesamtstaatliche Finanzierungssalden im Euroraum in Prozent des BIP²



1. Die verschiedenen Auflagen der Stabilitätsprogramme wurden für die folgenden Zeiträume herausgegeben: 3. Auflage 2000/2001, 4. Auflage 2001/2002, 5. Auflage 2002/2003, 6. Auflage 2003/2004, 7. Auflage 2004/2005, 8. Auflage 2005/2006.
 2. Ohne Erlöse aus der Veräußerung der UMTS-Lizenzen.
- Quelle: Europäische Kommission/Eurostat und OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank.

Es sind wenig Belege dafür vorhanden, dass der überarbeitete Pakt von den Ländern besser angenommen wird

Nach den Durchsetzungsschwierigkeiten in mehreren Mitgliedsländern nahm der Rat der Finanzminister im März 2005 eine umfassende Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts in Angriff. Wie im Einzelnen im vorangegangenen *Wirtschaftsbericht* dargelegt wurde, entwickelten sich die ursprünglich größten Befürworter des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu den lautstärksten Gegnern, was den Rat im November 2003 dazu veranlasste, die Defizitverfahren gegen Frankreich und Deutschland „vorerst auszusetzen“. Angesichts der Notwendigkeit, die unterschiedlichen Reaktionen auf den Umsetzungsstillstand miteinander zu vereinbaren, zielte die Reform gleichzeitig auch darauf ab, den Schwerpunkt der Maßnahmen stärker auf langfristige Tragfähigkeit und mehr ökonomische Beurteilungen innerhalb des regelgebundenen Rahmens zu legen. Es wurden drei große Veränderungen vorgenommen:

- Die Mechanismen der gegenseitigen Prüfung für Länder, die sich nicht in einem Defizitverfahren befinden (die „präventive Komponente“ des Stabilitäts- und Wachstumspakts), sind weiter präzisiert worden. Statt der ursprünglichen, einheitlich angewendeten Norm eines „nahezu ausgeglichenen oder überschüssigen Haushalts“, lassen sich die mittelfristigen Ziele nun nach Schuldenstand und Trendentwicklung bei den Wachstumsaussichten differenzieren. So kann das mittelfristige Ziel in einer Bandbreite von -1% des BIP für Länder mit geringer Verschuldung und hohem Trendwachstum bis zu einem ausgeglichenen oder überschüssigen Haushalt für Länder mit hoher Verschuldung und niedrigem Trendwachstum reichen.
- Im Bereich der Feststellung übermäßiger Defizite ist der Ermessensspielraum erweitert worden, um die Identifikation mit dem Pakt zu erhöhen und seine effektive Durchsetzung zu gewährleisten. Der Rat kann nun neue Gründe vorbringen, um von der Einleitung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit Abstand zu nehmen, wenn dieses 3% überschritten hat. Allerdings hält die Reform des SWP an der Bestimmung fest, dass der Rat Defizite von über 3% des BIP nur dann als nicht übermäßig einstufen kann, wenn der Referenzwert nur geringfügig und voraussichtlich nur vorübergehend überschritten wird. Zu den neuen Gründen zählen: *a)* ein über einen längeren Zeitraum unter der Potenzialrate liegendes Wachstum, *b)* die Umsetzung von Strukturreformen, *c)* das Niveau der Ausgaben zur Förderung von Forschung, Entwicklung und Innovation, *d)* zuvor erfolgte Haushaltskonsolidierung in Zeiten günstiger Konjunktur, *e)* die Finanzierbarkeit der Schuldenlast, *f)* das Niveau der öffentlichen Investitionen, *g)* die Lage der öffentlichen Finanzen insgesamt und *h)* das Niveau der Finanzbeiträge zur Stärkung der internationalen Solidarität und Verwirklichung europäischer Politikziele.
- Die Möglichkeit einer Fristverlängerung für die Befolgung der Auflagen ist eingeführt worden. Mit den neuen Regelungen kann der Rat unter bestimmten Bedingungen entscheiden, einen Verfahrensschritt zu wiederholen, bevor er zum nächsten übergeht.

Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts hat mehreren Ländern des Euroraums mehr Zeit zur Korrektur ihres übermäßigen Defizits eingeräumt. Die durch die Reform eingeführte Flexibilität ist genutzt worden, um die Fristen für Deutschland, Italien und Portugal, drei der fünf Länder des Euroraums mit einem übermäßigen Defizit Mitte 2006, zu verlängern. Allerdings muss die strukturelle Anpassung stärker ausfallen als zuvor und von Dauer sein. So schließt insbesondere die Beurteilung der Größenordnung struktureller Anpassungen einmalige Maßnahmen aus. Seit der Reform können Länder in vier aufeinanderfolgenden Jahren ein übermäßiges Defizit von über 3% aufweisen und dennoch die Bestimmungen einhalten. Eingestellt wird ein Defizitverfahren aber nur, wenn die Korrektur des übermäßigen Defizits vom Rat als dauerhaft und tragfähig beurteilt wird.

Die erhöhte Flexibilität der korrektiven Komponente ermöglichte es dem Rat, die Pattsituation zu überwinden, in die er nach der gescheiterten formellen Inverzugsetzung von Frankreich im November 2003 geraten war. Der Rat folgte einer neuen Empfehlung der Kommission und setzte Deutschland mit der Maßgabe in Verzug, Maßnahmen zur Korrektur seines übermäßigen Defizits bis zum 13. März 2006 zu ergreifen – zweieinhalb Jahre nach der ursprünglichen Kommissionsempfehlung und mit verlängerter Frist (2007 statt 2006). Während der Pakt (bei Durchsetzung) in seiner ursprünglichen Form Deutschland dazu verpflichtet hätte, sein übermäßiges Defizit bereits im Jahr 2006 abzubauen, räumt der Rat Deutschland unter den neuen Bestimmungen die Möglichkeit ein, die Korrektur erst 2007 zu erreichen³. Allerdings hat sich der Haushaltssaldo über Erwarten rasch verbessert und dürfte laut Schätzungen im *OECD-Wirtschaftsausblick 80* bereits 2006 die 3%-Marke unterschreiten.

Die im Rahmen des überarbeiteten Stabilitäts- und Wachstumspakts Ende 2005 vorgelegten Stabilitätsprogramme könnten als nicht ambitioniert genug empfunden werden. Die zu Grunde gelegten Wachstumsannahmen sind indessen realistischer, was den unterstellten Mangel an Ehrgeiz z.T. erklären könnte. Der Haushaltssaldo dürfte sich 2006 nur um 0,2% des BIP verbessern, was zur Folge hat, dass 82% der für den Zeitraum 2006-2008 vorgesehenen Konsolidierungsbemühungen auf die beiden letzten Jahre verlagert werden. Das Ausmaß dieses *Backloadings* hat sich im Vergleich zu dem vorherigen Bündel von Stabilitätsprogrammen erhöht, das einen geringeren Anteil der Korrekturanstrengungen (71%) für die beiden letzten Jahre des Dreijahreszeitraums vorsah.

Demgegenüber bleiben die längerfristig konzipierten Maßnahmen ambitionierter (Tabelle 3.3 und 3.4). Im Rahmen ihrer mittelfristigen Ziele streben die meisten Länder einen Haushaltsüberschuss oder -ausgleich an. Das entsprechende mittelfristige Ziel für den Euroraum ist ein ausgeglichener Haushalt (einschließlich Zinszahlungen), mit anderen Worten eine Finanzposition, die den Schuldenstand in nominaler Rechnung stabilisieren und mithin die Schuldenquote schrittweise herunterdrücken würde. Die Schaffung eines ausgeglichenen Haushalts für den Euroraum stellt selbst am mittelfristigen Horizont ein anspruchsvolles Ziel dar: Unter Annahme sonst gleicher Bedingungen lauten die Projektionen im *OECD-Wirtschaftsausblick 80* auf einen konjunkturbereinigten Haushaltssaldo im Euroraum von -1,1% im Jahr 2010. Offen bleibt, ob diese ehrgeizigen Haushaltskonsolidierungsziele auch wirklich eingehalten werden oder ob sich der in Abbildung 3.6 skizzierte Verlauf wiederholen wird.

Der reformierte Stabilitäts- und Wachstumspakt gibt den Ländern hinreichend Zeit für die Erreichung ihrer mittelfristigen Ziele. Einige Länder haben die Ziele bereits erfüllt (Belgien, Finnland, Irland, die Niederlande und Spanien) bzw. planen die Erreichung innerhalb des Programmzeitraums (Luxemburg). Den Aktualisierungen der Stabilitätsprogramme von 2005 ist zu entnehmen, dass andere wiederum die Erreichung erst nach Abschluss des Programms vorsehen (Deutschland, Frankreich, Griechenland, Italien, Österreich und Portugal). Allgemein gilt der Grundsatz, dass Länder ohne übermäßiges Defizit, die ihre Zielvorgaben noch nicht erreicht haben, eine Verbesserung des konjunkturbereinigten Haushaltssaldos um ½% des BIP oder mehr als Richtwert anstreben sollten. Im Wortlaut des überarbeiteten Stabilitäts- und Wachstumspakts heißt es außerdem, dass das empfohlene Maß an Fortschritten auf dem Weg zur Erreichung der mittelfristigen Ziele in „Zeiten ungünstiger Konjunktur“, definiert als Konjunkturflaute, geringer ausfallen kann⁴. Da die Echtzeitschätzungen der Produktionslücken generell auf einen stärkeren Kapazitätsüberhang hindeuten, als zu Beginn eines Konjunkturaufschwungs im Allgemeinen der Fall ist (Cotis et al, 2005), bergen die Bestimmungen für Zeiten ungünstiger Konjunktur die Gefahr, dass einige Länder zu stark dazu ermutigt werden, mit der Reduzierung ihrer strukturellen Defizite um jährlich ½% oder mehr erst noch zu warten.

Tabelle 3.3 **Stellung der Euroländer hinsichtlich des reformierten SWP**

A. Länder, die sich nicht im Verfahren bei einem übermäßigen Defizit befinden				
	Haushaltssaldo ¹		Konvergenz gegen die mittelfristigen Ziele (MTO)	
	2005	MTO	Stellungnahme der Kommission zu den Fortschritten auf dem Weg zur Erreichung der MTO	Empfehlungen der Kommission
Österreich	-1.6	0	Im Einklang mit dem SWP	Genauere Spezifizierung der Maßnahmen für 2007 und 2008
Belgien	0.0	0.7	Im Großen und Ganzen angemessen, der Haushaltssaldo wird sich 2006 aber voraussichtlich verschlechtern	Beschleunigung der Anpassungsbemühungen im Jahr 2006 Begrenzung des Rückgriffs auf Einmalmaßnahmen
Finnland	2.5	1.5	Bietet eine Sicherheitsmarge	
Irland	1.1	0	Ein gutes Beispiel für die Ergreifung von Maßnahmen im Einklang mit dem SWP	Umsetzung von Maßnahmen zur Bewältigung der langfristigen Haushaltseffekte der Bevölkerungsalterung
Luxemburg	-1.0	-0.8	Die Maßnahmen zur Erreichung des Ziels müssen spezifiziert werden	Beschleunigung der Anpassungsbemühungen im Jahr 2006 Festlegung von Maßnahmen für 2007 und 2008 Bewältigung des alterungsbedingten Drucks
Niederlande	-0.3	-0.5 bis 1	Im Einklang mit dem SWP trotz des Rückgangs auf -1,5% in 2006	Aufrechterhaltung einer starken Haushaltsposition im Jahr 2006 und danach
Spanien	1.1	0	Übersteigt die mittelfristigen Ziele um ein Vielfaches Ergreifung von Maßnahmen im Einklang mit dem SWP	Umsetzung der geplanten Maßnahmen zur Bewältigung der langfristigen Auswirkungen der Bevölkerungsalterung

1. Finanzierungsbedarf des Sektors Staat in Prozent des BIP, nach der Definition der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen.
Quelle: OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections* - Online-Datenbank; Europäische Kommission (2006), Nationale Stabilitätsprogramme, Ende 2005, und entsprechende Berichte der Europäischen Kommission und Stellungnahmen des Rats.

Tabelle 3.3 (Forts.) Stellung der Euroländer hinsichtlich des reformierten SWP

		B. Länder, die sich im Verfahren bei einem übermäßigen Defizit (VÜD) befinden				
Einleitung des VÜD		Haushaltssaldo ¹			Direktempfehlungen der Kommission	Stellungnahme des Rats
		2005	Zielvorgabe 2009	MTO		
Frankreich	Juni 2003	-2.9	-1.0	0	Für 2006 scheinen zusätzliche Maßnahmen notwendig zu sein Umsetzung der notwendigen Maßnahmen zur Konvergenz gegen die MTO nach Abschluss des Defizitverfahrens Verstärkung des Rahmens für Ausgabenbegrenzungen	Gewährleistung der notwendigen strukturellen Anpassungen zur Senkung des Defizits auf unter 3% im Jahr 2006 Gewährleistung der geplanten Haushaltskonsolidierung in Richtung MTO und Verbesserung der langfristigen Tragfähigkeit Stärkung der Ausgabenregeln für Untersektoren der öffentlichen Verwaltung
Deutschland	Januar 2003	-3.2	-1.5	0	Es bedarf weiterer Reformen der sozialen Sicherungssysteme, um die Kosten der Bevölkerungsalterung zu bewältigen Senkung des strukturellen Haushaltssaldos um ½% jährlich nach Abschluss des Defizitverfahrens Rigorose Umsetzung der geplanten Ausgabenbegrenzungen Umsetzung von Plänen zur Stärkung der Haushaltsinstitutionen auf allen Verwaltungsebenen	Gewährleistung, dass sich der strukturelle Haushaltssaldo 2006 und 2007 insgesamt um mind. 1 Prozentpunkt verbessert, um das Defizit spätestens bis 2007 auf unter 3% herabzusetzen Verringerung des strukturellen Saldos um 1% jährlich nach Abschluss des Defizitverfahrens Umsetzung von Plänen zur Stärkung der Haushaltsinstitutionen auf allen Verwaltungsebenen
Griechenland	Juli 2004	-5.1		0	Fortsetzung der strukturellen Anpassung zur Erreichung der MTO Gewährleistung, dass die Schuldenquote in einem zufriedenstellenden Tempo verringert wird Kontrolle der öffentlichen Rentenausgaben Umsetzung verabschiedeter Rentenreformen Verbesserung der öffentlichen Finanzstatistiken	Umsetzung dauerhafter Maßnahmen, die zu einer Korrektur des übermäßigen Defizits bis spätestens 2006 führen Fortsetzung des Abbaus des konjunkturberinigten Defizits Richtung MTO Feststellung und Kontrolle anderer Faktoren als den Nettofinanzierungsbedarf, die zu Änderungen des Schuldenstands beitragen Kontrolle der öffentlichen Rentenausgaben Verbesserung der Ermittlung und Verarbeitung von Haushaltsdaten des Sektors Staat
Italien	Juli 2005	-4.3	-1.5	0	Erreichung der 2006 und 2007 notwendigen strukturellen Konsolidierung Formulierung der Haushaltsmaßnahmen zur Unterstützung der Anpassungen über das Jahr 2007 hinaus Stärkung der Anpassung auf dem Weg zu einem ausgeglichenen Haushalt Gewährleistung eines rascheren Rückgangs der Schuldenquote Verbesserung des Haushaltsprozesses	Erreichung der im Programm für 2006 und 2007 vorgesehenen strukturellen Anstrengungen Formulierung der Maßnahmen, die den Anpassungspfad 2007 und darüber hinaus stützen werden Gewährleistung, dass die Schuldenquote gegen den Referenzwert sinkt Verbesserung des Haushaltsprozesses durch eine Steigerung der Transparenz und effiziente Umsetzung der Mechanismen zur Beobachtung, Kontrolle und Meldung der Ausgaben
Portugal	Sept. 2005	-6	-1.5	-0.5	Verabschiedung und rigorose Umsetzung der im Programm geplanten strukturellen Maßnahmen Ausgabenkontrolle und Verbesserung des Haushaltsprozesses Verbesserung der langfristigen Tragfähigkeit Lenkung der Schuldenquote auf einen soliden Abwärtspfad	Schaffung von Sicherheitsmargen zur Bewältigung der Folgen eines möglicherweise in den Projektionen zurückbleibenden Wirtschaftswachstums auf den Haushalt Entschlossene Durchsetzung der geplanten Maßnahmen zur Ausgabenkontrolle Verbesserung der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzpositionen Rückführung der Bruttoverschuldung des Sektors Staat auf einen soliden Abwärtspfad

1. Nettofinanzierungsbedarf des Sektors Staat in Prozent des BIP, nach der Definition der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen.

Quelle: OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections* - Online-Datenbank; Europäische Kommission (2006), Nationale Stabilitätsprogramme, Ende 2005, und entsprechende Berichte der Europäischen Kommission und Stellungnahmen des Rats.

Tabelle 3.4 Geplantes Tempo der Fortschritte bei der Erreichung der mittelfristigen Ziele für die öffentlichen Finanzen

	Jahresdurchschnittliche Veränderungen im Struktursaldo			Nachrichtlich: Schuldenquote in 2005 ¹
	Im gesamten Zeitraum bis zur Erreichung der MTO	Im VÜD	Außerhalb (oder nach Abschluss) des VÜD	
Österreich	0.6	..	0.6	63
Belgien	0.2	..	0.2	93
Frankreich	0.7	0.5	0.8	67
Deutschland	0.5	0.6	0.4	68
Griechenland	0.8	1.1	0.7	107
Italien	0.7	0.9	0.6	107
Portugal	1.0	1.1	0.6	64
Durchschnitt	0.6	0.8	0.5	..

1. Der Schuldenstand bezieht sich auf Bruttoverbindlichkeiten des Sektors Staat, gemessen anhand des nominalen Werts gemäß der Maastricht-Definition.

Quelle: Stabilitätsprogramme, Ende 2005, und Europäische Kommission (2006), „Public Finances in EMU 2006“, European Economy, Vol. 2006, No. 3, Brüssel, für die ersten drei Spalten; OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections* – Online-Datenbank für die Schuldenquote.

Die Beispiele Deutschlands, Italiens, Griechenlands und Portugals veranschaulichen, wie weit entfernt der mittelfristige Horizont gemäß dem überarbeiteten Stabilitäts- und Wachstumspakt liegen kann. In den Ende 2005/Anfang 2006 herausgegebenen Stabilitätsprogrammen aller vier Länder wird für 2009 ein Defizit von 1½% des BIP oder sogar darüber angestrebt, was mit der Erreichung der mittelfristigen Ziele im Jahr 2012 im Einklang steht. Nach Auffassung der OECD sollten die Mitgliedsländer ihre Haushalte rascher konsolidieren, um die Schuldenquoten schneller zu senken.

Mit der Reform des Pakts 2005 wurden länderspezifische mittelfristige Ziele eingeführt, die sich derzeit an Schuldenstand und Potenzialwachstum orientieren. Der Rahmen sieht vor, dass Länder mit hohem Schuldenstand und niedrigem Potenzialwachstum als mittelfristiges Ziel einen ausgeglichenen Haushalt oder einen Überschuss definieren müssen, was sich aus der Notwendigkeit eines raschen Abbaus der Schuldenquote erklärt. Die Analyse der jüngsten Runde der Stabilitätsprogramme veranschaulicht, dass die Mitgliedsländer ihre mittelfristigen Ziele in der Tat entlang dieser Grundsätze aufgestellt haben. Unter Annahme sonst gleicher Bedingungen müssen Länder mit höherem Schuldenstand mittelfristige Ziele erreichen oder aufrechterhalten, die sich im Allgemeinen am oberen Ende des Spektrums der mittelfristig erwünschten Ergebnisse ansiedeln. Auch wenn Länder mit hohem Schuldenstand generell zu den Ländern zählen, die sich ehrgeizigere Ziele gesetzt haben, ist das geplante Tempo für die Anpassung an diese neuen Richtwerte nicht rascher als in anderen Ländern (Tabelle 3.4). Im Durchschnitt streben die Länder, die sich in einem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit (VÜD) befinden, eine Verbesserung ihres strukturellen Haushaltssaldos um mehr (konkret 0,7% des BIP) als den Richtwert von ½% an. Vernünftigerweise haben die Länder, die die 3%-Grenze am stärksten überschritten haben, die größten Verbesserungen angekündigt. Länder, die sich nicht im VÜD befinden, planen einen Abbau ihres Defizits in einer Größenordnung von durchschnittlich ½% des BIP jährlich.

In allen Aspekten des Pakts schafft die Reform von 2005 innerhalb des regelgebundenen Systems mehr ökonomischen Ermessensspielraum. So wird damit gerechnet, dass die Abkehr von der strikten Beachtung der Regeln zu Gunsten einer stärkeren Ad-hoc-Überwachung die EU-Behörden befähigen dürfte, Entscheidungen zu treffen, die den länderspezifischen Umständen besser Rechnung tragen, was letztlich wahrscheinlich zu einer stärkeren nationalen Identifikation mit den Regeln und deren besserer Einhaltung führen wird. Im Gegensatz zum Regelautomatismus leiden Ermessensentscheidungen unter der bekannten Schwäche der zeitlichen Inkonsistenz optimaler Entscheidungen (Kyland und Prescott, 1977). In einem stärker diskretionär orientierten haushaltspolitischen Rahmen ist die Wahrscheinlichkeit, dass Sanktionen verhängt werden, gering, da sie ex

post nicht optimal sind. Dies hat u.a. zur Folge, dass die Regierungen sich u.U. schwächeren Anreizen zur Konsolidierung ihrer Haushaltspositionen gegenübersehen als in einem System mit mechanischer Sanktionsverhängung. Alles in allem sind die Chancen einer besseren Einhaltung bei schwächeren Anreizen größer: Die Nettoauswirkungen dieser beiden Effekte sind ex ante unklar. Auf jeden Fall kann die Kursänderung in Richtung mehr Flexibilität und Ermessensspielraum nur dann von Nutzen sein, wenn sie mit wirksameren Durchsetzungsmaßnahmen gekoppelt ist (Calmfors, 2005; Deubner, 2006; Morris et al., 2006).

Es wird sich erst im Laufe der Zeit herausstellen, ob der Kurswechsel in Richtung mehr Flexibilität und Ermessensspielraum die Anreize zur Erfüllung der Bestimmungen gestärkt oder geschwächt und die Mitgliedsländer dazu veranlasst hat, sich die für den Euroraum gesetzten Ziele zu eigen zu machen. Dem *OECD-Wirtschaftsausblick 80* zufolge dürften die Haushaltsdefizite Deutschlands und Frankreichs 2007 unter 3% des BIP liegen. Die z.T. strukturell bedingte Verbesserung der Lage in Deutschland ist ermutigend, wenngleich sie nicht einzig und allein der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts zugeschrieben werden kann. Von der Verbesserung der Lage in Frankreich gehen weniger deutliche Signale aus, da der projizierte Defizitrückgang größtenteils dem Konjunkturaufschwung zu verdanken ist. Im *OECD-Wirtschaftsausblick 80* lauten die Projektionen auf einen im Großen und Ganzen stabilen strukturellen Haushaltssaldo von -1,9% des BIP im Jahr 2005 und -1,8% in 2008, womit die Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts – eine Verbesserung um 0,5% jährlich als Richtwert – weit verfehlt wurden⁵. So wird Portugal trotz der vorhandenen Pläne zur Intensivierung der Konsolidierung voraussichtlich ein Defizit aufweisen, dass den Referenzwert von 3% deutlich überschreitet, und auch in Italien wird das Defizit 2007 und 2008 gemäß den Projektionen des *OECD-Wirtschaftsausblicks 80* im Umfeld der 3%-Marke verharren⁶. Insgesamt wird damit gerechnet, dass sich das konjunkturbereinigte Primärdefizit im Euroraum zwischen 2004 und 2007 um nahezu 1 Prozentpunkt verringern dürfte, was zu etwa gleichen Anteilen höheren Einnahmen und niedrigeren Ausgaben zu verdanken ist. Das würde den Schluss nahe legen, dass die Konsolidierungsanstrengung nicht sehr ambitioniert ist, deutet gleichzeitig aber auch auf erhebliche Verbesserungen gegenüber den Vorjahren hin, in denen der finanzpolitische Kurs mehr oder minder neutral war.

Was muss getan werden?

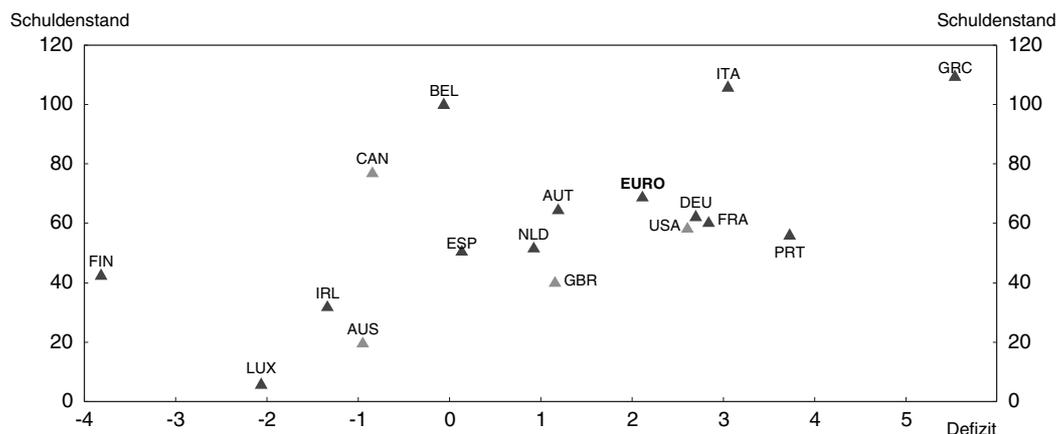
Die Tragfähigkeit muss wiederhergestellt werden ...

Die Wiederherstellung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sollte auf europäischer und nationaler Ebene die oberste Priorität der Finanzbehörden darstellen, was u.a. zur Folge hat, dass die auf Gemeinschaftsebene unternommenen Anstrengungen zur Förderung der Haushaltskonsolidierung sich auf Länder konzentrieren sollten, die ein hohes Haushaltsdefizit aufweisen bzw. in denen die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in Zukunft durch die Bevölkerungsalterung gefährdet ist. Abgesehen von Belgien haben Länder mit hoher Staatsverschuldung im Allgemeinen auch größere Defizite (Abb. 3.7). Verfahrenstechnisch bedeutet dies, dass der Druck auf Länder mit hohem und nicht rasch abnehmendem Defizit verstärkt werden müsste. Letztlich bedarf es auch einer stärkeren Sensibilisierung der Öffentlichkeit für die mangelnde Zukunftsfähigkeit der öffentlichen Finanzen.

Die Wiederherstellung der Tragfähigkeit wird in den meisten Ländern große Anpassungen erfordern. Unter Zugrundelegung der derzeitigen Politik würde eine Senkung der Staatsschuldenquote auf 60% des BIP bis zum Jahr 2050 bei gleichzeitiger Finanzierung des langfristigen Kostendrucks voraussetzen, dass in den kommenden zehn Jahren im Euroraum die Primärsaldo einen strukturellen Überschuss von durchschnittlich 4,3% aufweist (Tabelle 3.5). Dies steht in starkem Kontrast zur derzeitigen Situation, in der der strukturelle Überschuss der Primärsaldo bei 1% des euroraumweiten BIP liegt. Besonders große Überschüsse sind in Ländern mit hohem Schuldenstand, wie Belgien, Griechenland und Italien erforderlich. Große Überschüsse sind auch in Ländern notwendig, die zwar einer geringeren Schuldenbelastung, aber einem großen Kostendruck ausgesetzt sind (wie z.B. Irland und Spanien). Österreich bietet ein ermutigendes Gegenbeispiel: Nach der Pensionsreform 2003-2004 muss die Regierung kaum weitere haushaltspolitische Anpassungen vornehmen, um den Schuldenstand wieder auf einen tragfähigen Pfad zu bringen.

Abbildung 3.7 **Mit Ausnahme Belgiens weisen Länder mit hohem Schuldenstand in der Regel größere Defizite auf**

In Prozent des BIP, 2000-2005



Quelle: OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*, Online-Datenbank.

... durch Einführung mittelfristiger nationaler Haushaltsrahmen ...

Mehrjährige Haushaltsrahmen sollten auf nationaler Ebene eine größere Rolle spielen. Die Aufstellung von Jahresbudgets verträgt sich nicht sehr gut mit der im Stabilitäts- und Wachstumspakt ebenso wie aus Vernunftgründen erhobenen Forderung, die Konvergenz gegen die mittelfristigen Ziele durch rechtzeitige Planung zu gewährleisten. Stabilitätsprogrammen wohnt häufig das Problem inne, dass ein erheblicher Teil der Konsolidierungsanstrengungen, die für Zeithorizonte über das kommende Jahr hinaus definiert sind, unzureichend spezifiziert ist. Die Aufstellung eines gut konzipierten mehrjährigen Haushaltsrahmens kann ein sehr wirkungsvolles Instrument sein, um Regierungen bei der Formulierung der Haushaltskonsolidierungsstrategie zu helfen und mithin ihre Glaubwürdigkeit auf mittlere Sicht zu erhöhen. Die Erfahrung lehrt, dass die mittelfristigen Ziele generell besser eingehalten werden, sobald unabhängige Einrichtungen (sogenannte „externe Wachhunde“) die Verantwortung für die Inkenntnissetzung der nationalen zuständigen Stellen und der Öffentlichkeit über die makroökonomischen Aussichten, die Haushaltsprognosen und die fiskalpolitischen Probleme übernehmen (Europäische Kommission, 2006a).

... und Kürzung von Ausgabenposten mit geringerer Priorität anstatt Erhöhung von Steuern ...

Angesichts der Größenordnung der notwendigen Haushaltskonsolidierung ist die Wahl zwischen Ausgabenkürzungen und Einnahmeerhöhung alles andere als neutral. Die den Ergebnissen in Tabelle 3.5 zu Grunde liegenden Berechnungen wurden in einem buchungstechnischen Rahmen angestellt, der budgetären Auswirkungen auf die Wirtschaft nicht Rechnung trägt. Würden derart umfangreiche Anpassungen über Steuererhöhungen vorgenommen, hätten größere Steuerverzerrungen erhebliche Folgen für das Wirtschaftswachstum und letztlich auch den Lebensstandard. Simulationen mit einem allgemeinen Gleichgewichtsmodell ergeben, dass eine rein auf Steuermaßnahmen basierende Haushaltskonsolidierung im Vergleich zu Szenarien, in denen die Steuersätze auf ihrem Niveau von 2005 eingefroren und die Ausgabenprogramme zur Gewährleistung der finanziellen Tragfähigkeit angepasst werden, den Pro-Kopf-Verbrauch bis 2050 erheblich reduziert (vgl. Kasten 3.1). Die Simulationen veranschaulichen ferner den komplementären Charakter von Haushaltskonsolidierung und Strukturreformen: Verschiedene Szenarien einer ausgabenbasierten Haushaltskonsolidierung können auf lange Sicht zu ganz unterschiedlichen Ergebnissen führen. Im Vergleich zum Basisszenario einer rein steuerbasierten Haushaltskonsolidierung lässt ein ausgabenbasiertes Szenario, das auch Anhebungen des Renteneintrittsalters vorsieht, den Pro-Kopf-Konsum bis 2050 um 16% steigen, gegenüber nur 8%, wenn Ausgabeneinschränkungen durch Kürzungen bei den Lohnersatzquoten für Rentner erzielt werden.

Kasten 3.1 Haushaltssanierung ohne gravierende Nachteile

Von einer buchhalterischen Warte aus betrachtet macht es kaum einen Unterschied, ob die Haushaltslage durch Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen verbessert wird. In der Praxis hingegen bieten diese beiden Methoden den Wirtschaftsakteuren nicht dieselben Anreize und können daher zu unterschiedlichen Resultaten führen. Es wurde ein allgemeines Gleichgewichtsmodell entwickelt, um den Effekt verschiedener Methoden der Haushaltskonsolidierung unter Berücksichtigung einer Reihe von Ergebnissen der Besteuerung wirtschaftlicher Tätigkeit zu analysieren. Da die öffentlichen Finanzen in einer Zeit bedeutender demographischer Umwälzungen konsolidiert werden müssen, basiert das Modell auf überlappenden Generationen (*Overlapping-Generations-Modell*) und nicht auf einer ILA-Struktur (ILA = *infinitely lived agent*). Im Kern des Modells stehen private Haushalte, die selbst entscheiden, wie viel sie arbeiten, sparen und konsumieren, um ihr langfristiges Wohlbefinden zu optimieren. Da sich die Steuern und Sozialtransfers, einschließlich der Renten, direkt in ihrem Einkommensniveau und auch in den Erträgen ihrer Arbeit niederschlagen, dürften Änderungen bei den Steuersätzen und den Einkommens-transferprogrammen das Verhalten der privaten Haushalte beeinflussen. Cournède und Gonand (2006) beschreiben die Struktur des Modells und die für die Analyse und Berechnung verwendeten Methoden.

Es sind vier Szenarien der Haushaltskonsolidierung modelliert worden. In allen Szenarien wird unter Haushaltskonsolidierung die Rückzahlung der Schulden bis 2025 zur Sanierung der Haushaltskonten verstanden, bevor die Effekte der Bevölkerungsalterung voll zum Tragen kommen¹. Tabelle 3.6 beschreibt die Szenarien, mit denen die Haushaltskonsolidierung herbeigeführt und aufrechterhalten werden soll. Zur Gewährleistung einer realistischen Analyse wurde in allen vier Szenarien eine gemeinsame Arbeitshypothese aufgestellt: Die Ausgabenerhöhungen in der öffentlichen Gesundheitsversorgung (im Modell endogen projiziert) werden über eine Anhebung der Steuern auf den Faktor Arbeit finanziert.

Tabelle 3.6 Die vier Szenarien

	Unverändertes Renteneintrittsalter	Steigendes Renteneintrittsalter
Steuererhöhungen	SU: Steuererhöhungen und unverändertes Renteneintrittsalter	SS: Steuererhöhungen und steigendes Renteneintrittsalter
Ausgabenkürzungen	AU: Ausgabenkürzungen und unverändertes Renteneintrittsalter	AS: Ausgabenkürzungen und steigendes Renteneintrittsalter

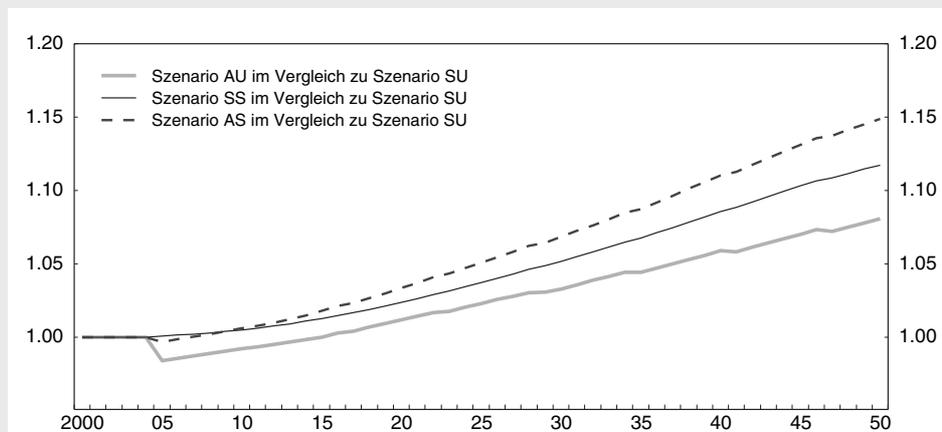
Die Modellergebnisse bestätigen, dass Steuererhöhungen kostspielige wirtschaftliche Konsequenzen haben, was angesichts des Gleichgewichtscharakters des Modells nicht überrascht, dem zufolge Steuern und staatliche Transferleistungen die Arbeits- und Sparanreize reduzieren, ohne dass eine Ad-hoc-Kompensation des positiven Effekts öffentlicher Ausgaben auf das Wachstum unterstellt wurde. Interessanter ist, dass diese Kosten besonders hoch sind. Steuererhöhungen sind im Vergleich zu Ausgabenkürzungen ein sehr viel kostspieligeres Mittel zur Erreichung tragfähiger Finanzpositionen (Abb. 3.8). Am Ende des Simulationszeitraums (AU-Szenario) liegt der Pro-Kopf-Konsum bei Ausgabendisziplin um 8% über dem Niveau, das mit einer rein auf Steuermaßnahmen basierenden Haushaltskonsolidierungsstrategie erreicht wird (SU-Szenario)². Detaillierten Ergebnissen in Cournède und Gonand (2006) zufolge erklärt sich die Differenz hauptsächlich aus der Art und Weise, wie eine steuerbasierte Strategie die Sparneigung, die Kapitalakkumulation, die Kapitalintensität und letztlich auch die Reallöhne dämpft. Steuerbasierte Strategien verstärken auch die steuerinduzierten Verzerrungen im Arbeitsangebot, doch ist die Wirkung dieses Kanals im Endeffekt verhältnismäßig schwach, da sich die Einkommens- und Substitutionseffekte weitgehend aufheben. Diese Ergebnisse lassen auch den Schluss zu, dass rein mechanische oder buchhalterische Maßnahmen zur Herstellung langfristig tragfähiger Finanzpositionen (vgl. beispielsweise EU, Ausschuss für Wirtschaftspolitik, 2006) insofern von unrealistischem Optimismus geprägt sein dürften, als sie künftige drastische Erhöhungen der öffentlichen Ausgaben projizieren, ohne den Effekt zu berücksichtigen, den die Finanzierung dieser Ausgaben auf die Wachstumsrate haben wird.

Die Kopplung von Ausgabenkürzungen mit geeigneten Strukturreformen (in diesem konkreten Fall in Form einer Anhebung des Rentenalters) bietet Vorteile. Im AS-Szenario, in dem die Ausgabendisziplin mit einer schrittweisen Anpassung des Rentenalters an die längere Lebenserwartung einhergeht, liegt der Pro-Kopf-Konsum um 16% über dem Niveau des rein steuerbasierten SU-Szenarios und um 8% höher als im AU-Szenario, das Ausgabenkürzungen ohne Anpassung des Rentenalters vorsieht. Die Simulationen bestätigen die rein intuitive Annahme sowie die empirischen Belege dafür, dass sich Haushaltskonsolidierung und Strukturreform im Großen und Ganzen gegenseitig verstärken (vgl. auch Kasten 3.3).

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Abbildung 3.8 Pro-Kopf-Verbrauch nach verschiedenen Szenarien



Quelle: OECD-Berechnungen.

Zu beachten ist die wichtige Einschränkung, dass die unterschiedlichen Schätzungen auf konservativen Arbeitshypothesen beruhen, die die steuerinduzierten Verzerrungen meistens zu niedrig ansetzen. Alle Steuern im Modell sind proportional, wohingegen ihre systematische Progressivität in den Ländern des Euroraums zur Folge hat, dass sie stärker verzerrend wirken werden. Da ferner davon ausgegangen wird, dass die Multifaktorproduktivität (MFP) exogener Natur ist, bleiben die Effekte höherer Steuersätze auf die Investitionen in Humankapital sowie Forschung und Entwicklung unberücksichtigt, die in der Mehrzahl der Studien als negativ und sehr stark beurteilt werden (Feldstein, 2006). Andererseits trifft die Annahme der exogenen Multifaktorproduktivität nur dann zu, wenn die Ausgabenkürzungen ausschließlich weniger prioritäre Projekte betreffen oder solche mit geringem Einfluss auf die Multifaktorproduktivität. Frühverrentungsprogramme sind ein gutes Beispiel, während Infrastrukturprojekte mit hoher Rendite und auch effiziente Bildungsprogramme zwei Beispiele für Bereiche sind, die von ausgabenbasierten Strategien der Haushaltskonsolidierung weitgehend verschont bleiben sollten. Mit anderen Worten geht das Modell implizit davon aus, dass 1 Euro öffentliche Ausgaben auch 1 Euro Einkommen für die privaten Haushalte „wert“ ist, den sie in Form öffentlicher Dienstleistungen beziehen, obwohl zur Finanzierung dieser Dienstleistung mehr als 1 Euro an Steuereinnahmen notwendig ist, da Steuern verzerrende Wirkungen haben. In Wirklichkeit trägt die kollektive Finanzierung einer Reihe von Sozialprogrammen zum Wohle der Gesellschaft bei – was in der Tat auch der eigentlichen Funktion der öffentlichen Ausgaben entspricht. Das Problem besteht darin, dass die steuerinduzierten Kosten mit der Anhebung der Steuersätze drastisch steigen, während der Grenznutzen öffentlicher Ausgabenprogramme sinkt (die besten Programme werden zuerst umgesetzt). So sollte aus dem Modell der Schluss gezogen werden, dass öffentliche Ausgaben nicht an sich schlecht sind, dass aber Kürzungen bei den weniger prioritären Ausgabenposten im Vergleich zur Alternative der Steuererhöhungen erstaunlich große Einkommensvorteile erbringen können.

1. Aus Gründen der politischen Ökonomie und der intergenerativen Gleichbehandlung spricht sehr viel dafür, in diesem Punkt noch weiter zu gehen und eine Nettovermögensposition aufzubauen, um den mit dem demographischen Wandel einhergehenden Ausgabendruck vorzufinanzieren, wobei angesichts der Schwierigkeiten, das wünschenswerte Niveau dieser Nettovermögensposition zu quantifizieren, das Ziel einer Nullverschuldung eine sinnvolle, wenn auch konservative Hypothese darstellt.
2. Ausgabenkürzungen bedeuten nicht tiefe Einschnitte: Im AU-Szenario steigt die Staatsausgabenquote um 8 Prozentpunkte.

Quelle: Cournède und Gonand (2006).

Tabelle 3.5 Große strukturelle Primärüberschüsse sind zur Stabilisierung der Verschuldung notwendig

Notwendige strukturelle Primärüberschüsse zur Rückführung des Schuldenstands auf 60% des BIP bis 2050¹

	Durchschnitt für den Zeitraum		Nachrichtlich: Schätzungen für 2006
	2006-2015	2016-2025	
	Verhältnis zum potenziellen BIP, in %		
Euroraum	4.3	2.6	1.0
Österreich	2.7	1.6	1.7
Belgien	5.3	2.9	4.5
Finnland	3.7	1.0	2.1
Frankreich	3.8	2.3	0.6
Deutschland	3.8	2.5	0.6
Griechenland	7.7	3.9	0.7
Irland	4.9	2.1	0.4
Italien	5.2	3.7	-0.1
Luxemburg	4.6	1.5	-1.1
Niederlande	3.9	1.7	2.6
Portugal	6.2	3.2	0.3
Spanien	4.6	2.4	2.9
Vergleichsländer			
Australien	2.1	0.4	3.9
Kanada	3.5	1.9	1.9
Dänemark	3.2	1.1	4.2
Japan	6.0	4.3	-3.2
Neuseeland	4.0	1.2	2.7
Schweden	2.5	1.6	2.0
Vereinigtes Königreich	2.5	1.2	-0.8
Vereinigte Staaten	2.9	1.4	-0.3

1. Unter der Annahme, dass der Primärsaldo des Sektors Staat in diesem Zeitraum unter dem Einfluss des langfristigen Kostendrucks mechanisch abnimmt, wird in der Berechnung bestimmt, welches Primärüberschussniveau 2006 notwendig ist, um 2050 eine Schuldenquote von 60% gewährleisten zu können.

Quelle: OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections*- Online-Datenbank und OECD-Berechnungen.

Da der Stabilitäts- und Wachstumspakt allein nur bedingt zur Ausgabendisziplin anhalten kann, sollten die nationalen Finanzbehörden zur Aufstellung mehrjähriger Ausgabenziele übergehen. Der eigentliche Sinn und Zweck der Haushaltskoordinierung in einer Währungsunion – zu verhindern, dass sich die Folgen hoher Schuldenstände und Defizite in der Geldpolitik niederschlagen – rechtfertigt eine Orientierung der Haushaltsregeln für den Euroraum an Defiziten. Die gemeinsame Defizitregel sollte durch mehrjährige Ausgabenplafonds auf Länderebene ergänzt werden, wo diese zahlreiche Vorteile bieten würden (Kasten 3.2). Dennoch könnten Ausgabenobergrenzen konkret nicht als Instrument der Haushaltskoordinierung auf supranationaler Ebene dienen, da der Anteil öffentlicher Ausgaben am Volkseinkommen und dessen Entwicklung im Zeitverlauf z.T. gesellschaftliche Präferenzen widerspiegelt, die innerhalb des Euroraums wohl kaum einheitlich sind. Hinzu kommt, dass die Auswahl der für die Haushaltsdisziplin verantwortlichen Institution besser den nationalen Instanzen überlassen wird, da diese Frage vom jeweiligen Verfassungskontext abhängt (Hallerberg et al., 2006).

... sowie *Hand in Hand mit Strukturreformen* ...

Haushaltskonsolidierung und Strukturreformen ergänzen sich gegenseitig. Viele produktionssteigernde Maßnahmen wirken sich positiv auf den Haushalt aus: Zwei wichtige Beispiele sind Kürzungen bei den Wohlfahrtsleistungen, die die Leistungsempfänger von der Aufnahme einer Beschäftigung abhalten, und die Abschaffung von Frühverrentungsmöglichkeiten. Weitere Maßnahmen zur Förderung des Angebots können den Haushalt kurzfristig belasten, wie z.B. höhere Ausgaben für aktive arbeitsmarktpolitische Maßnahmen. Insgesamt legen die ökonometrischen Analysen aber den Schluss nahe, dass etwaige kurzfristig für den Haushalt entstehende Kosten sehr gering sind und in Anbetracht der budgetären Gewinne rasch aufgewogen werden (Kasten 3.3).

Kasten 3.2 Mehrjährige nationale Ausgabengrenzen würden den SWP sinnvoll ergänzen

Auf nationaler Ebene bieten Ausgabengrenzen zusätzliche Vorteile, die sie zu einer erwünschten Ergänzung der im SWP definierten gemeinsamen Defizitregel machen. Anderson und Minarik (2006) heben hervor, dass mehrjährige Ausgabengrenzen:

- die Defizitobergrenzen innewohnende Gefahr mindern, das Defizit in konjunkturell günstigen Zeiten bis zum Höchstwert steigen zu lassen, was in Abschwungphasen ein übermäßiges Defizit zur Folge haben kann;
- prozyklische Ausgabenauswüchse in konjunkturellen Hochphasen verhindern (vgl. auch Calmfors, 2005);
- das uneingeschränkte Wirksamwerden automatischer Stabilisatoren auf der Einnahmeseite in Aufschwung- wie auch Abschwungphasen ermöglichen (vgl. auch Mills und Quinet, 2001);
- verhindern, unvorhergesehene Kürzungen bei den öffentlichen Ausgaben vornehmen zu müssen – diese Notwendigkeit könnte bei strenger Einhaltung der Defizitregeln entstehen, sobald die Steuereinnahmen hinter den Erwartungen zurückbleiben;
- öffentliche Investitionen problemlos sichern können, indem für diese Ausgabenkategorie getrennte Obergrenzen festgelegt werden;
- Bemühungen um eine Verbesserung der Qualität öffentlicher Ausgaben erleichtern. Erstens schaffen sie direkte Anreize, um aus den in bestehende Programme investierten Mitteln maximalen Nutzen zu ziehen. Zweitens fördern sie Verbesserungen in der Prioritätensetzung;
- implizieren, dass die Rahmenbedingungen, die der Staat privaten Akteuren setzt, stärker vorhersehbar sind als im Fall der Defizitregeln. So liefern Ausgabengrenzen klarere Hinweise auf langfristige Trendentwicklungen in der Steuerentwicklung. Die Reduzierung der Ungewissheit hinsichtlich der künftigen Steuerbelastung verbessert das soziale Wohlergehen, da die privaten Haushalte fundiertere, längerfristige Entscheidungen im Hinblick auf Arbeitsangebot, Spar- und Konsumverhalten treffen können.
- bereits ermutigende Ergebnisse gezeigt haben. Die Erfahrungen mit mehrjährigen Ausgabengrenzen in Finnland, den Niederlanden und Schweden waren weitgehend positiv (vgl. Tanaka, 2005, wegen weiterer Beispiele). Ökonometrische Untersuchungen der Europäischen Kommission (2006a) bestätigen, dass im Durchschnitt das Verhältnis der konjunkturbereinigten Primärausgaben zum BIP nach der Einführung von Ausgabenregeln deutlich zurückgeht.

Quelle: Anderson und Minarik (2006).

Um mögliche Negativanreize von Strukturreformen zu beseitigen, sieht die präventive Komponente des SWP vor, dass die Umsetzung von Strukturreformen unter gewissen Umständen eine vorübergehende Abweichung von den mittelfristigen Zielen bzw. für Mitgliedsländer, die ihre mittelfristigen Ziele noch nicht erreicht haben, vom Anpassungspfad an die mittelfristigen Ziele rechtfertigen kann. Solange die Einhaltung des Referenzwerts von 3% des BIP nicht gefährdet ist und zu erwarten steht, dass die Haushaltsposition innerhalb des Programmzeitraums von vier Jahren zur mittelfristigen Zielvorgabe zurückkehrt, wird der Rat aufgefordert, bei der Beurteilung der mittelfristigen Ziele bzw. des Anpassungspfads große Strukturreformen zu berücksichtigen. Wichtig ist, dass die zuständigen europäischen Stellen ihrer Absicht treu bleiben, nur umfassenden Strukturreformen Rechnung zu tragen, die direkte, langfristige Kosteneinspareffekte nach sich ziehen und die finanzielle Tragfähigkeit langfristig nachweislich verbessern (vgl. Kasten 3.4).

Die Umsetzung grundlegender Rentenreformen war ein wichtiges Motiv, um die Möglichkeit vorübergehender Abweichungen von den mittelfristigen Zielen oder vom Anpassungspfad zu ihrer Erreichung zuzulassen. Derartige Reformen können kurzfristig Haushaltsbelastungen nach sich ziehen, dürften aber langfristig eine Senkung der alterungsbedingten Ausgaben zur Folge haben. Es können auch andere große angebotsseitige Reformen ins Auge gefasst werden, die das Potenzialwachstum erhöhen. Im Korrektivteil des Pakts könnten Strukturreformen den „sonstigen einschlägigen Faktoren“ zugeordnet werden, die eine Überschreitung des Defizit-Referenzwerts von 3% rechtfertigen⁷. Allerdings kann diese Klausel nur geltend gemacht werden, wenn die Überschreitung als geringfügig und von kurzer Dauer betrachtet wird.

Kasten 3.3 Strukturreformen und Haushalt: kleine kurzfristige Nachteile – große langfristige Vorteile

Beeinträchtigen Strukturreformen im Allgemeinen den Haushaltssaldo? Es lassen sich zwei Budgeteffekte von Strukturreformen unterscheiden:

- die Anfangskosten, einschließlich der Entschädigung der voraussichtlichen Reformverlierer;
- die längerfristig positiven Effekte der Strukturreformen auf die Ausgaben über Politikparameter (z.B. Senkung der Leistungssätze) und Feedbackeffekte (wie z.B. die Auswirkungen besserer Wirtschaftsergebnisse auf den Haushalt).

Für Paneldaten aus 21 OECD-Ländern über den Zeitraum 1985-2003 ist eine Fehlerkorrekturgleichung geschätzt worden, um die Existenz kurz- und langfristiger Effekte von Strukturreformen auf den Haushalt zu überprüfen und ihre jeweilige Größenordnung zu bestimmen:

$$\Delta PRI_{it} = -\lambda (PRI_{it-1} - \alpha STR_{it} - \sum_k \gamma_k CON_{it-1}^k - \delta_i) + \beta \Delta STR_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Die Variable PRI_{it} steht für das Niveau der konjunkturbereinigten Primärausgaben in Prozent des BIP im Land i im Jahr t , und ΔPRI_{it} für die Veränderungen gegenüber dem vorangegangenen Zeitraum. STR_{it} entspricht dem Duval (2006) entnommenen globalen Kurs der Strukturpolitik – der mit höherem Wert restriktiver wird. Der Gleichungsterm ΔSTR_{it} steht für die Veränderungen beim Indikator des strukturpolitischen Kurses, der der Erfassung etwaiger vorgelagerter Haushaltseffekte von Strukturreformen dient. δ_i sind länderspezifische Effekte, und ε_{it} ist das normalverteilte Residuum. CON_{it-1} ist schließlich ein Kontrollvariablenvektor. Es wird davon ausgegangen, dass Strukturreformen unter Annahme sonst gleicher Bedingungen kurzfristig höhere Ausgaben nach sich ziehen, daher $\beta < 0$. Ferner wird erwartet, dass Strukturreformen die Größe des öffentlichen Sektors reduzieren und mithin die öffentliche Ausgabenquote längerfristig verringern, daher $\alpha > 0$.*

Das wichtigste Ergebnis von Tabelle 3.7 betrifft den Effekt des Indikators des strukturpolitischen Kurses auf die Primärausgaben. Das Ergebnis entspricht den Erwartungen: Je restriktiver der Kurs, desto höher sind die Primärausgaben. Der langfristige Effekt ist nicht zu unterschätzen: Eine Strukturreform, die eine Reduzierung des Kursindikators um eine Standardabweichung zur Folge hat (was etwa der Hälfte des Unterschieds zwischen z.B. Frankreich und Neuseeland entspricht), verringert den Anteil der Primärausgaben um etwa 4 Prozentpunkte. Gewarnt wird allerdings davor, dass die Gleichung den reinen Effekt der Strukturpolitik auf die öffentlichen Ausgaben in Ländern mit einem günstigen Regulierungsumfeld für Produkt- und Arbeitsmärkte und folglich generell auch einem günstigen Budgetrahmen zu hoch ausweist. Unabhängig davon lautet die Kernaussage, dass sinnvolle strukturpolitische Maßnahmen generell eher weniger als mehr öffentliche Ausgaben nach sich ziehen.

Tabelle 3.7 Geschätzte Fehlerkorrekturgleichung für den Quotienten der Primärausgaben

	Primärausgaben
Fehlerkorrekturkoeffizient (λ)	0.15*** (0.03)
Abhängigenquote (γ_k)	1.1*** (0.04)
Log des Pro-Kopf-Einkommens (γ_k)	7.5*** (0.6)
Grad der Handelsöffnung (γ_k)	-0.12** (0.007)
Schuldenquote (γ_k)	-0.14*** (0.004)
Strukturpolitischer Kurs (α)	1.3*** (0.07)
Veränderungen im strukturpolitischen Kurs (β)	-0.22 (0.17)
Beobachtungen	357

Anmerkung: *, ** und *** stehen für die Signifikanz bei 10%, 5% und 1%. Standardfehler sind in Klammern wiedergegeben.

Die Veränderungen beim Kursindikator spiegeln potenzielle vorgelagerte Haushaltskosten der Strukturreformen wider. Das Vorzeichen in der Ausgabengleichung ist wie erwartet negativ, und der absolute Wert des Koeffizienten ist verhältnismäßig hoch. Eine Lockerung der Regulierungsstrenge um eine Standardabweichung wird mit vorübergehenden Budgetkosten in Höhe von 2/3% des BIP im darauf folgenden Jahr veranschlagt. Trotz seiner wirtschaftlichen Bedeutung ist der Koeffizient aber statistisch nicht signifikant, was den Schluss nahe legt, dass im Vorfeld entstehende Kosten weder in zeitlicher Hinsicht noch im Ländervergleich sehr stabil sind. Wie Hoeller und Giorno (2006) und auch Hauptmeier et al. (2006) in ihren Fallstudien dokumentierten, haben zahlreiche Länder ihre Strukturpolitik erfolgreich zu geringen bzw. Nullkosten für den Haushalt reformiert, ja sogar unmittelbare Ersparnisse erzielt.

* Die Quelle enthält nähere Einzelheiten zum Datenkatalog und zur Schätzmethode wie auch zusätzliche Ergebnisse, insbesondere zu Steuereinnahmen und zum Haushaltssaldo.

Quelle: Van den Noord und Courmède (2006).

Kasten 3.4 Wann könnten Strukturreformen eine vorübergehende Lockerung der fiskalischen Zielvorgaben rechtfertigen?

Die jüngste Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts lässt den Regierungen der EU-Länder mehr Spielraum für zeitweilige Überschreitungen der 3%-Defizitgrenze, wenn nachgewiesen werden kann, dass dies die Umsetzung effektiver, in der Anfangsphase aber kostspieliger Strukturreformen erleichtert. Für die korrekte Anwendung dieses Prinzips sind nach Hoeller und Giorno (2006) mehrere Bedingungen zu erfüllen:

- Die ergriffenen strukturpolitischen Maßnahmen müssen in den Staatshaushalten klar identifiziert und ihre unmittelbaren wie auch mehrjährigen haushaltsbezogenen Kosten-Nutzen-Profile spezifiziert werden. Bisher erfolgt dies nicht auf systematische Art und Weise, wobei das Vereinigte Königreich bei der Umsetzung dieser Forderung wahrscheinlich am weitesten gediehen ist (und selbst hier ist das Bild nicht immer klar).
- Aus den Haushalten muss auch klar hervorgehen, welche fiskalischen Kosten mit dem Ausbleiben von Strukturreformen verbunden sind, d.h. sie müssen eine Darstellung der Haushaltsentwicklung ohne diesbezügliche Maßnahmen enthalten. Diese Form der Transparenz ist für die zuständigen europäischen Stellen notwendig, um ein ausgewogenes Urteil über die Trade-Offs fällen zu können, die sich für die Länder bei Umsetzung verschiedener Optionen ergeben, etwa wenn sie den Gesundheitssektor reformieren, nicht aber die Rentenversicherung, oder bei allen sonstigen Kombinationen von Reformprogrammen. Allerdings erscheinen derartige Kostenberechnungen in den Staatshaushalten nur in seltenen Fällen.
- Schließlich müssen die Haushalte Hinweise auf die weitreichenderen wirtschaftlichen Effekte der Ergreifung bzw. Nichtergreifung von Maßnahmen enthalten, damit die Ex-ante-Wirksamkeit bzw. -Effizienz der vorgeschlagenen Maßnahmen beurteilt werden kann. Allerdings sind Ex-ante-Kosten-Nutzen-Analysen wiederum selten – ganz zu schweigen von Ex-post-Kosten-Nutzen-Analysen. Die Erfahrungen in Ländern, wie Australien und Neuseeland, haben gezeigt, dass die längerfristigen Vorteile sowohl für den Haushalt als auch für die Wirtschaftsleistung im Allgemeinen signifikant sein können. Dennoch lässt sich das Netz der verschiedenen Kräfte im Spiel nur schwer entwirren. Grundsätzlich gehen Strukturreformen und die Einrichtung eines tragfähigen haushaltspolitischen Rahmens Hand in Hand – und können in der Tat als die beiden Seiten einer Medaille bezeichnet werden.

Quelle: Hoeller und Giorno (2006).

In der Vielzahl der Stabilitätsprogramme von 2005 hat kein Land des Euroraums diese Klausel in Anspruch genommen. Auch wenn der Verzicht auf die Nutzung dieser neuen Möglichkeit auf das langsame Tempo der Strukturreformen in diesem Bereich zurückzuführen sein kann, erklärt er sich möglicherweise auch aus dem wachsenden Bewusstsein der Mitgliedsländer, dass Strukturreformen und Haushaltskonsolidierung mehr Synergien bieten als Trade-offs. Außerdem legen Fallstudien den Schluss nahe, dass die Haushaltskonsolidierung eine unabdingbare Voraussetzung für die volle Ausschöpfung der Vorteile von Strukturreformen ist, da sie offenbar demonstrieren, dass es eine Regierung mit den Reformen ernst meint, was das Vertrauen in den gesamten Prozess erhöht (Schuknecht und Tanzi, 2005).

Wird künftig von der Möglichkeit einer Überschreitung der 3%-Defizitgrenze zur Umsetzung von Strukturreformen Gebrauch gemacht, sollten die Anforderungen des SWP hinsichtlich des vorübergehenden Charakters einer derartigen Abweichung streng eingehalten werden. Die Erfahrungen auf internationaler Ebene zeigen, dass sich Strukturreformprogramme häufig über mehrere Jahre, wenn nicht Jahrzehnte erstrecken. Die Zulassung von Defiziten über längere Zeiträume wäre mit der Rückführung der öffentlichen Finanzen auf einen tragfähigen Pfad unvereinbar.

... *die unverzüglich beginnen*

Das Problem bei der Haushaltskonsolidierung besteht darin, dass jeder Entscheidungsträger sich ihrer Notwendigkeit bewusst ist, die Durchsetzung aber lieber dem Nachfolger überlassen würde. Die Haushaltskonsolidierung wird als eine Notwendigkeit betrachtet, die bis zu den nächsten

Wahlen warten kann, da sie als sicherer Weg zum Verlust von Wählerstimmen aufgefasst wird. Der Hauptgrund liegt darin, dass die Vorteile solider öffentlicher Finanzen sich recht gleichmäßig in allen Bereichen der Gesellschaft niederschlagen, während sich die Belastungen durch Ausgabenkürzungen stärker auf bestimmte Untergruppen von Wählern konzentrieren und Steuererhöhungen von einer bereits hohen Basis aus bedeutende negative Auswirkungen auf das Wachstum haben könnten.

Allerdings dürfte eine Reihe von Euroländern den Punkt erreicht haben, an dem der langfristige Horizont nicht mehr so weit entfernt ist und die Kosten für das Ausbleiben von Maßnahmen sehr rasch steigen. Mit anderen Worten dürfte der Glaube, dass es politisch von Vorteil wäre, die Aufgabe der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen der Nachfolgeregierung zu überlassen, unangebracht sein. Kasten 3.5 enthält Schätzungen der optimalen Konsolidierungspfade zur Stabilisierung der Schuldenquote bei null bis 2025 (d.h. kurz bevor der Schock der Bevölkerungsalterung wirklich spürbar wird) mit den geringsten Politikkosten. Im Modell wird veranschaulicht, dass eine Verschiebung um nur zwei Jahre die Politikkosten der Konsolidierung für den Euroraum um 13% erhöhen würde.

Kasten 3.5 Die politische Ökonomie der Haushaltskonsolidierung: Wie hoch sind die Kosten der Untätigkeit?

Die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen zur Vorbereitung der Wirtschaft auf den hauptsächlich durch die Bevölkerungsalterung bedingten langfristigen Kostendruck ist eine weithin anerkannte Notwendigkeit, die diesbezüglichen Fortschritte waren aber bisher uneinheitlich und in vielen Ländern schleppend. Dies wird häufig damit erklärt, dass nach Auffassung vieler politischer Entscheidungsträger die Konsolidierung mit sehr hohen Politikkosten verbunden ist, da der Effekt von Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen rasch spürbar wird, während die mit der wiederhergestellten Tragfähigkeit verbundenen Vorteile u.U. erst später sichtbar werden. Ferner können die politisch Verantwortlichen argumentieren, dass sich Maßnahmen zu geringen Kosten aufschieben lassen, da das Problem ohnehin langfristiger Natur ist. Cournède (2006) stellt diese Betrachtungsweise in Frage, indem er die Politikkosten der Haushaltskonsolidierung modelliert und untersucht, wie sich eine Verschiebung der Konsolidierung um etwa zwei Jahre in den Kosten niederschlägt.

Das Modell beruht auf einer vereinfachten Darstellung der Konsolidierungskosten für die Politikverantwortlichen, unter Berücksichtigung von zwei Kostenquellen: des Primärsaldos und seiner Veränderungen gegenüber dem vorangegangenen Zeitraum.

- Während geringfügige Anpassungen im Primärsaldo für die politischen Entscheidungsinstanzen recht harmlos sind, können große Fluktuationen überproportional hohe Kosten nach sich ziehen. Plötzliche Kursänderungen in der Fiskalpolitik können die Wirtschaft aus dem Gleichgewicht bringen. Außerdem haben große haushaltspolitische Veränderungen generell signifikante Umverteilungseffekte, die für die Politikverantwortlichen wiederum erhebliche Kosten zur Folge haben können (Alesina und Drazen, 1991). Zur unkomplizierten Einbeziehung dieser Nichtlinearität wird eine quadratische Verlustfunktion benutzt.
- Entsprechend sind unausgeglichene Haushalte für die politischen Akteure ebenfalls mit großen Nachteilen verbunden: Defizite lassen den Eindruck eines schlechten Managements entstehen, während Überschüsse in der Regel zur Folge haben, dass die zuständigen Stellen unter politischen Druck geraten, mehr Geld auszugeben und weniger Steuern zu erheben. Die Erwirtschaftung von Überschüssen zur Schuldentilgung ist eine unpopuläre Maßnahme, da die Wählerschaft die Zahlung von Steuern zur Deckung der Kosten früherer Ausgabenprogramme generell nicht schätzt. Die Erwirtschaftung von Primärüberschüssen zur Vorfinanzierung künftiger Ausgabenverpflichtungen dürfte insofern ähnlich unbeliebt sein, als die Steuerzahler nicht unbedingt die Leistungsempfänger sind. Auf Grund des nichtlinearen Charakters all dieser Effekte wird im Modell auch für diese zweite Quelle von Politikkosten eine quadratische Verlustfunktion verwendet.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Bei seinen Aktionen ist der politisch Verantwortliche bestrebt, den Gegenwartswert diskontierter künftiger Politikverluste, die sich aus dem Zwang zur Erreichung einer tragfähigen Haushaltsposition ergeben, zu minimieren. Zur Veranschaulichung wird davon ausgegangen, dass unter Haushaltskonsolidierung die Rückführung der Schulden auf null bis 2025 verstanden wird, um Spielraum für eine Absorption des alterungsbedingten Kostendrucks zu schaffen, bevor dieser in voller Schärfe zum Tragen kommt. Für den Euroraum würde unter Zugrundelegung eines hohen subjektiven Diskontsatzes des politischen Akteurs (6%) eine Verschiebung der Maßnahmen um zwei Jahre die Politikkosten der Konsolidierung in Frankreich, Deutschland und Italien um 13% und mehr erhöhen (Tabelle 3.8). Eine extensive Sensitivitätsanalyse zeigt, dass diese Ergebnisse durch Veränderungen in den Konsolidierungsszenarien und bei den Parameterwerten, insbesondere dem subjektiven Diskontsatz, dem Koeffizienten der Verlustfunktion, dem realen Zinssatz und der realen BIP-Wachstumsrate kaum beeinflusst werden.

Tabelle 3.8 Die Politikkosten einer Verschiebung der Konsolidierung sind in vielen Ländern hoch

In Prozent¹

Euroraum	13	(7/57)	Frankreich	15	(8/54)	Niederlande	5	(2/40)
Australien	13	(1/9)	Deutschland	15	(7/48)	Neuseeland	2	(0/22)
Österreich	8	(3/35)	Griechenland	11	(15/133)	Portugal	16	(12/78)
Belgien	3	(2/75)	Irland	7	(2/23)	Spanien	1	(0/26)
Kanada	8	(3/42)	Italien	19	(27/140)	Schweden	6	(1/24)
Dänemark	0	(0/23)	Japan	24	(67/276)	Ver. Königreich	22	(6/27)
Finnland	4	(1/32)	Luxemburg	17	(3/19)	Ver. Staaten	18	(7/38)

1. Die angegebenen Quotienten zeigen an, um wie viel die möglichen politischen Mindestkosten steigen, wenn die Haushaltskonsolidierung nicht 2007, sondern erst 2009 beginnt. Die entsprechenden Zähler- (die absoluten Verzögerungskosten) und Nennerwerte (Gesamtkosten der Konsolidierung) stehen in Klammern.

Die in Tabelle 3.8 aufgeführten Werte geben für jedes untersuchte Land einzeln die Politikkosten einer Verschiebung der Haushaltskonsolidierung an, diese können aber zwischen den Ländern nicht verglichen werden, da die angegebenen Kosten des Ausbleibens von Maßnahmen in jedem Land in Bezug auf die Gesamtkosten der Konsolidierung im betreffenden Land ausgedrückt sind. Infolgedessen kann ein Land mit insgesamt *niedrigeren absoluten Verzögerungskosten* (z.B. das Vereinigte Königreich) als ein anderes (z.B. Italien) sich *höheren relativen Verzögerungskosten* gegenübersehen (22 gegenüber 19), da die Gesamtkosten der Konsolidierung im Nenner dieses Verhältnisses in diesem Land niedriger sind (27 gegenüber 140). Die Gesamtkosten der Konsolidierung sind eng mit der Schuldenlast und der Größenordnung des langfristigen Kostendrucks verknüpft.

Quelle: Courmède (2006).

Die Reaktionen der Finanzmärkte in Form von Kreditrisikoprämien, die in den oben dargelegten Berechnungen nicht enthalten sind, lassen vermuten, dass die tatsächlichen Kosten des Hinausschiebens der Anpassung sogar noch höher sein können. Die Kreditrisikoprämien sind bisher niedrig geblieben, da die Wahrscheinlichkeit noch immer groß ist, dass die Regierungen ihre Zehnjahresschuldverschreibungen tilgen, obwohl sie eine langfristig nicht tragfähige Haushaltspolitik verfolgen. Die Rating-Agenturen und Finanzmärkte tragen dieser Tatsache mit hohen Kreditratings und verhältnismäßig niedrigen Risikoprämien im Euroraum Rechnung (Tabelle 3.9). Die Spreads sind allerdings nicht gleich null, was darauf hindeutet, dass die Finanzmärkte bereits gewisse Kreditrisiken einpreisen. Das Renditegefälle zwischen italienischen und deutschen Rententiteln veranschaulicht diesen Punkt. Da die Höhe der ausstehenden Schulden der beiden Länder in etwa vergleichbar ist und beide Schuldtitel begeben, die an einem integrierten Markt gehandelt werden, kann die Liquiditätsrisikoprämie mit Sicherheit als fast identisch betrachtet werden. Folglich kann der Spread zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen weitgehend dem Kreditrisiko zugeschrieben werden. Der Renditeabstand legt den Schluss nahe, dass die Märkte mit einer impliziten Ausfallwahrscheinlichkeit für Staatsanleihen operieren, die in Italien über einen

Tabelle 3.9 **Kreditratings und Spreads spiegeln die fiskalischen Bedingungen wider**

	Schulden-	Haushalts-	Langfristiges Kreditrating			Spread gegenüber deutschen Staatsanleihen (Basispunkte)	
	dienst	saldo	S&P	Moody's	Fitch	10 Jahre	30 Jahre
	Im Verhältnis zum BIP, 2005						
Österreich	70	-1.6	AAA	Aaa	AAA	4	4
Belgien	95	0.0	AA+	Aa1	AA	4	6
Finnland	48	2.5	AAA	Aaa	AAA	-3	..
Frankreich	76	-2.9	AAA	Aaa	AAA	2	4
Deutschland	71	-3.2	AAA	Aaa	AAA	..	..
Griechenland	124	-5.1	A	A1	A	26	..
Irland	32	1.1	AAA	Aaa	AAA	-3	..
Italien	120	-4.3	A+	Aa2	AA-	26	37
Luxemburg	6	-1.0	AAA	Aaa	AAA	..	..
Niederlande	61	-0.3	AAA	Aaa	AAA	3	2
Portugal	73	-6.0	AA-	Aa2	AA	16	..
Spanien	50	1.1	AAA	Aaa	AAA	0	6

Anmerkung: Beim Schuldenstand handelt es sich um die ausstehenden Schulden des Sektors Staat, bewertet zu Marktpreisen gemäß der SNA93-Methodik. Stand der Spreads ist der 29. November 2006.

Quelle: OECD (2006), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections* - Online-Datenbank; Vorlage der Europäischen Kommission und Datastream.

Zehnjahreshorizont um 8 Prozentpunkte höher ist als in Deutschland⁸. Dieser Wert ist nicht zu unterschätzen. Eine Aufschiebung des Anpassungsprozesses zur Schaffung solider Staatsfinanzen würde die Risikoprämien in die Höhe treiben und die Kosten für die Wiederherstellung der finanziellen Tragfähigkeit erhöhen – vor allem wenn die Kreditrisikoprämien auf nichtlinearer Weise auf das erhöhte Ausfallrisiko reagieren, wie jüngste Beispiele aus dem Euroraum vermuten lassen (Gómez-Puig, 2006).

Die Entscheidungsträger können noch mehr Gründe für die sofortige Einleitung der Haushaltskonsolidierung finden, wenn sie die gängige Meinung in Frage stellen, dass die Wähler Regierungen kategorisch ablehnen, die Defizite abbauen. Das bedeutet aber nicht, dass eine Haushaltskonsolidierung einfach ist: Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen sind immer mit Politikkosten verbunden, da einige Wähler zumindest kurzfristig Einbußen erleiden. Der Entscheidungsträger muss mehr Politikkapital einsetzen, um die zur Durchsetzung der Veränderungen notwendigen Adressaten zu überzeugen, doch kann es durchaus auch sein, dass die Wählerschaft diese Bemühungen im Großen und Ganzen anerkennt und belohnt. Unter Verwendung der Daten für 23 OECD-Länder über den Zeitraum 1960-2003, in denen 163 Wiederwahlkampagnen erfasst sind, und unter Bereinigung um Wachstums- und Konjunkturreffekte sowie sonstige Faktoren, kommen Brender und Drazen (2006) zu dem Ergebnis, dass eine Defizitauseitung während einer Legislaturperiode die Wahrscheinlichkeit einer Wiederwahl des Amtsinhabers verringert⁹.

Die Möglichkeit, dass von einer glaubwürdigen Haushaltskonsolidierung positive Vertrauenseffekte ausgehen, spricht wiederum dafür, diese nicht zu verschieben. Abgesehen von der politisch schwierigen Entscheidung, Programmausgaben zu kürzen bzw. Steuern zu erhöhen, sind die politisch Verantwortlichen im Allgemeinen besorgt über die Auswirkungen einer Straffung des finanzpolitischen Kurses auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die kurzfristigen Wirtschaftsaussichten. In Anbetracht dieser Besorgnis bietet ein breitbasierter Aufschwung, wie er nun im Gange ist, eine Chance, die es nicht zu verpassen gilt, da die Situation es den Regierungen ermöglicht, gleichzeitig ihre Haushalte zu konsolidieren und den Konjunkturzyklus zu stabilisieren. Da die Ausgangslage durch nicht tragfähige Haushaltspositionen und Ungewissheit unter den privaten Haushalten über die künftige Entwicklung bei Steuern und staatlichen Leistungen gekennzeichnet ist, dürfte die Lancierung eines glaubwürdigen Konsolidierungsprogramms einen sehr viel weniger dämpfenden Effekt auf die Nachfrage haben als dies auf die Vergangenheit bezogene Standardmodelle vermuten lassen. Cotis und Koen (2005) heben hervor, dass vorübergehende

Abweichungen des finanzpolitischen Kurses in Bezug auf eine mittlere Position, die in den meisten Fällen als unverändert aufgefasst wird, zwar einen Standardeffekt auf die kurzfristige Nachfrage ausüben, eine Straffung des Kurses als Ergebnis einer glaubwürdigen Änderung der Finanzpolitik hingegen günstige nichtlineare Auswirkungen auf die Nachfrage haben kann. Empirische Untersuchungen bestätigen die Präsenz derartiger Effekte in einer Reihe von Haushaltskonsolidierungsphasen (vgl. Briotti, 2005, wegen einer jüngsten Untersuchung der verfügbaren Belege).

Schlussbetrachtungen: Eine äußerst schwierige Aufgabe für nationale und EU-Behörden

Da die Finanzpolitik hauptsächlich in den Zuständigkeitsbereich der nationalen Behörden fällt, sind die EU-Institutionen nur begrenzt in der Lage, die dringenden Herausforderungen zu bewältigen, denen sich die Mitgliedsländer des Euroraums gegenübersehen. Der Großteil der Anstrengungen muss auf nationaler Ebene erfolgen. Die Beispiele Belgiens und Irlands in den neunziger Jahren veranschaulichen, dass die Haushaltskonsolidierung in Ländern mit hohem Schuldenstand möglich ist. Für die nationalen Regierungen sollte die oberste Priorität darin bestehen, sich die Ziele eines ausgeglichenen Haushalts und einer Kontrolle des langfristigen Kostendrucks auf die Staatsfinanzen voll zu eigen zu machen. Zur Umsetzung dieser vordringlichen Anliegen sollten die Mitgliedsländer stärker auf mehrjährige Haushaltsrahmen zurückgreifen, um die mit der Aufstellung von Jahreshaushalten verbundenen Effekte prozyklischer Verzerrungen in Grenzen zu halten und die fiskalischen Vorteile von Reformen hervorzuheben, die den Kostendruck reduzieren.

Trotz der zentralen Verantwortung der nationalen Behörden können EU-Institutionen bei der Umsetzung der notwendigen Anpassungen eine hilfreiche Rolle spielen. Vor allem sollte der auf EU-Ebene gesetzte fiskalische Rahmen den Druck auf die nationalen Regierungen aufrechterhalten, den Haushalt zumindest in struktureller Hinsicht auszugleichen. Die Umsetzung des von der EU festgelegten Haushaltsrahmens sollte den Anpassungsprozess in jenen Ländern beschleunigen, in denen die Schuldenquote hoch ist und keinen eindeutigen Abwärtstrend aufweist. Die Schuldendynamik ist derart, dass Länder mit hohem Schuldenstand, sofern sie keine großen Überschüsse im Primärhaushalt aufweisen, sehr stark der Gefahr einer raschen Schuldenexplosion ausgesetzt sind, sobald die Realzinssätze in die Höhe schnellen bzw. sich das Wachstum verlangsamt. Infolgedessen geht von Ländern mit hohem Schuldenstand die Gefahr negativer grenzüberschreitender Übergreifeffekte aus, der auf Gemeinschaftsebene entsprechende Aufmerksamkeit geschenkt werden sollte.

Zwar sind im Vorfeld der Einführung des Euro erhebliche Fortschritte in Richtung ausgeglichener Haushalte erreicht worden, doch kam dieser Elan mit der Abschwächung der Anreize wieder zum Stillstand. Die EU-Institutionen tragen die Verantwortung dafür, die Anreize für die Verfolgung einer soliden Finanzpolitik weiterzuentwickeln. Auch wenn die überarbeiteten Regelungen zusätzlichen ökonomischen Ermessensspielraum schaffen, sollte dieser nur dann in Anspruch genommen werden, wenn dies klar gerechtfertigt ist. Ein wichtiges Problem im Zusammenhang mit den genannten Regelungen besteht darin, dass die Bestimmungen des EG-Vertrags für jeden Verfahrensschritt des VÜD eine qualifizierte Mehrheit im EU-Rat fordern. Genau diese Bestimmung hat es einer Gruppe von Ländern (die eine Sperrminorität bilden) ermöglicht, das VÜD im November 2003 auszusetzen.

In Ländern mit niedrigem Schuldenstand besteht der Hauptbeweggrund für die Haushaltskoordinierung darin, große Schwankungen bei den diskretionären Maßnahmen zu verhindern, die konjunkturelle Entwicklungen verstärken oder das reibungslose Wirksamwerden automatischer Stabilisatoren behindern könnten. Das ist auch eine Zielsetzung des reformierten SWP, in dem jedes Land aufgefordert wird, sein konjunkturbereinigtes Defizit dem Gleichgewicht zu nähern. Die mit der Reform einhergehende Weiterentwicklung des SWP und stärkere Nutzung von Wirtschaftsanalysen könnten einen Beitrag dazu leisten, dass der Überwachungsprozess die Erreichung derartiger Ergebnisse stärker unterstützt. Im Endeffekt dürften aber die den Ländern gebotenen Anreize zur Einhaltung der Anforderungen des SWP stärker durch die Glaubwürdigkeit und Identifikation mit dem Pakt beeinflusst werden. Es bleibt abzuwarten, ob das verbesserte Überwachungsverfahren für ein Umfeld sorgen wird, das zu einer Abkehr von dem seit 1999 zu beobachtenden prozyklischen fiskalischen Verhalten ermutigt.

Der Schwerpunkt der Haushaltspolitik im Euroraum sollte sich von der 3%-Defizitgrenze zum Ziel einer Aufrechterhaltung in struktureller Hinsicht ausgeglichener Haushalte verlagern. Die Erreichung und Bewahrung eines ausgeglichenen Haushalts ist eine Grundvoraussetzung für die Wiederherstellung und angesichts des Alterungsprozesses der Bevölkerung dann auch Wahrung der langfristigen Tragfähigkeit. Die jüngste Entscheidung der europäischen Behörden, das Augenmerk stärker auf den Schuldenstand und die mittelfristigen Aussichten und weniger auf das Defizit im jeweiligen Jahr zu richten, ist ein begrüßenswerter Schritt in die richtige Richtung, auch wenn er in den Haushaltsplänen erst noch voll zum Tragen kommen muss.

Damit die notwendige Haushaltskonsolidierung auch den größten Nutzen bringt, sollte sie in erster Linie über eine Kürzung und qualitative Verbesserung der öffentlichen Ausgaben erreicht werden. Die Verantwortung für die Erfüllung dieses Kriteriums liegt bei den nationalen Behörden. Ausgabenobergrenzen sind in dieser Hinsicht ein effizientes Instrument: Die nationalen Finanzbehörden sollten die europäischen Defizitregeln durch länderspezifische und für mehrere Jahre geltende Ausgabenobergrenzen ersetzen. Diese Grenzwerte sollten hinreichenden Spielraum lassen, damit die Kernfunktionen des Staats und Bereiche, in denen öffentliche Ausgaben für das Wachstum und das soziale Wohlergehen den größten Nutzen bringen (wie Innovationen, Bildung und wissenschaftliche Forschung), gesichert sind, bei gleichzeitiger Konzentration der Kürzungen auf Posten, die nur geringe oder negative Erträge abwerfen (ein Paradebeispiel sind Frühverrentungsprogramme). Während Ausgabenobergrenzen einen direkten Anreiz zur Verbesserung der Kostenwirksamkeit öffentlicher Programme bieten, sollten die nationalen Finanzbehörden diesen Anreiz durch spezifische Bemühungen um eine Optimierung der gesellschaftlichen Erträge öffentlicher Ausgaben ergänzen, da die derzeitigen Regelungen zahlreiche Verbesserungsmöglichkeiten offen lassen (Joumard et al, 2004).

Trotz der zentralen Rolle der nationalen Behörden bei Ausgabenkürzungen und Verbesserungen des Kosten-Nutzen-Verhältnisses öffentlicher Ausgaben können die EU-Institutionen einen Beitrag leisten, indem sie für die Aufrechterhaltung des Reformtempos sorgen. Die verfügbaren Informationen deuten darauf hin, dass die von Strukturreformen erbrachten Langzeiterparnisse die kurzfristigen Kosten überwiegen. Von Natur her sorgen Strukturreformen dafür, dass Einrichtungen, vor allem öffentliche Einrichtungen, mit einem höheren Produktionspotenzial kompatibel sind und dieses gleichzeitig auch fördern: So gibt es Synergien zwischen der Inangriffnahme von Strukturreformen, Ausgabenkürzungen und der Erzielung eines besseren Kosten-Nutzen-Verhältnisses in öffentlichen Ausgabenprogrammen. Vor diesem Hintergrund ist es eine begrüßenswerte Entwicklung, dass die Möglichkeit der Überschreitung der SWP-Zielvorgaben auf Grund von Strukturreformen in den jüngsten Stabilitätsprogrammen nicht genutzt wurde, und dies sollte auch weiterhin der Fall sein. Vorübergehende Überschreitungen der SWP-Zielvorgaben sollten nur unter ganz außergewöhnlichen Umständen gestattet werden, wie beispielsweise der Einführung einer vollständig kapitalgedeckten Säule in der gesetzlichen Rentenversicherung.

Schließlich gibt es keinen Grund, mit der Umsetzung der notwendigen Änderungen zu warten. Eine Verschiebung des Anpassungsprozesses erhöht nur die Gefahr einer Krise und der damit verbundenen stark negativen Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum und das soziale Wohlergehen. Selbst ohne Krise steigen die Politikkosten bei Ausbleiben von Reformen rasch. Je früher der Anpassungsprozess beginnt, desto geringer sind die kurzfristigen negativen Effekte auf die Konjunktur (und mithin eventuell auch auf die Wahlergebnisse). Außerdem sind Anzeichen dafür vorhanden, dass die Wähler eine Haushaltskonsolidierung, die einigermaßen glatt verläuft und so das Wirtschaftswachstum nicht gefährdet, im Allgemeinen eher positiv als negativ beurteilen.

Anmerkungen

1. Der Ausgangspunkt für die Berechnung sind die mittelfristigen haushaltspolitischen Daten aus dem mittelfristigen Referenzszenario im *OECD-Wirtschaftsausblick 79*. Neben den in den Spalten 1, 3 und 5 von Tabelle 3.2 aufgeführten Werten wurde auf Projektionen des Ausgabendrucks für das Jahr 2025 zurückgegriffen, um ein stärker aufgeschlüsseltes Modell der Schuldendynamik zu erhalten.
2. Die Schätzungen des öffentlichen Kapitalstocks stammen aus Kamps (2004).
3. Stellungnahme des Rats Nr. 7370/06 vom 14. März 2006 zum aktualisierten Stabilitätsprogramm Deutschlands, 2005-2009.
4. „Zeiten ungünstiger Konjunktur“ ist der im Rechtstext zur Überarbeitung des Korrektivteils des SWP, namentlich der Verordnung (EG) Nr. 1055/2005, verwendete Begriff. Leitlinien zur Interpretation und Umsetzung des SWP finden sich im Code of Conduct (formelle Stellungnahme des Wirtschafts- und Finanzausschusses der Europäischen Union, die vom Rat der Finanzminister am 11. Oktober 2005 verabschiedet wurde). In den Leitlinien werden die „Zeiten ungünstiger Konjunktur“ explizit definiert. Entsprechend handelt es sich um „Phasen, in denen die Produktion den Potenzialwert unterschreitet (es sei denn, die Produktionslücke ist nur geringfügig negativ und bewegt sich rasch in Richtung positiver Werte) sowie Phasen, in denen die Produktionslücke geringfügig positiv ist, sich aber rasch in Richtung negativer Werte bewegt“.
5. In den Herbstprognosen 2006 der Europäischen Union wird hingegen projiziert, dass die jahresdurchschnittlichen Veränderungen im strukturellen Saldo in Frankreich im Zeitraum 2006-2008 mit den Anforderungen des Vertrags, d.h. 0,5% des BIP als Richtwert, in Einklang stehen.
6. Die Projektionen im *OECD-Wirtschaftsausblick 80* basieren auf angekündigten Maßnahmen und politischen Absichtserklärungen in gut definierten Programmen, Stand: November 2006.
7. Im Rechtstext des überarbeiteten Pakts zählt die „Umsetzung von Maßnahmen im Rahmen der Lissabon-Agenda“ zu den „sonstigen einschlägigen Faktoren“, die bei der Beurteilung der Frage, ob ein Defizit von über 3% übermäßig ist oder nicht, von den zuständigen europäischen Stellen berücksichtigt werden sollen.
8. Die Berechnung geht von einer Wiedereinbringungsquote von 70% bei notleidenden Krediten aus und wurde unter Anwendung der Chan-Lau-Methodik ermittelt (2006).
9. Ein Nachteil dieser Analyse besteht darin, dass die Berücksichtigung des Wirtschaftswachstums den Blick verzerren könnte: Sind mit der Haushaltskonsolidierung Kontraktionseffekte verbunden, dürfte die tatsächliche Wahrscheinlichkeit einer Wiederwahl geringer sein als die nach Berücksichtigung des Wirtschaftswachstums geschätzte Probabilität. Besteht hingegen die Möglichkeit, wie in Giavazzi und Pagano (1990) angeführt, dass die Haushaltskonsolidierung expansiv wirkt, dürfte die Wahrscheinlichkeit einer Wiederwahl sogar noch größer sein, als in Brender und Drazen (2006) geschätzt.

Literaturverzeichnis

- Alesina, A. und A. Drazen (1991), „Why Are Stabilisations Delayed?“, *The American Economic Review*, Vol. 81, No. 5.
- Anderson, B. und J. Minarik (2006), „Design Choices for Fiscal Policy Rules“, GOV/PGC/SBO(2006)4, zur allgemeinen Veröffentlichung freigegebenes Dokument, erhältlich unter www.oecd.org, OECD, Paris.
- Bernardi, L. (2003), „Tax Reforms in Europe: Objectives and Some Critical Issues“, in *Tax Policy: Research Department Public Finance Workshop*, Banca d'Italia, Rom.
- Brender, A. und A. Drazen (2006), „Political Implications of Fiscal Performance in OECD Countries“, in D. Franco (Hrsg.) (2006), *Proceedings of the 8th International Public Finance Workshop*, Banca d'Italia, erscheint demnächst.
- Briotti, M. G. (2005), „Economic Reactions to Public Finance Consolidation: a Survey of the Literature“, *ECB Occasional Paper Series*, No. 38, Frankfurt.
- Calmfors, L. (2005), „What Remains of the Stability Pact and What Next?“, *Swedish Institute for European Policy Studies, Report No. 8*, Stockholm.

- Chan-Lau, J. (2006), "Market-Based Estimation of Default Probabilities and Its Application to Financial Market Surveillance", *IMF Working Paper*, No. 06/104, Washington, April.
- Cotis, J.P. (2004), "Recent Developments in Macro-Economic Analysis: Reviving the Case for Stabilisation Policies", *Économie Internationale*, No. 100.
- Cotis, J.P., J. Elmeskov und A. Mourougane (2005), "Estimates of Potential Output: Benefits and Pitfalls from a Policy Perspective", in L. Reichlin (Hrsg.), *The Euro Area Business Cycle: Stylized Facts and Measurement Issues*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Cotis, J.P. und V. Koen (2005), "The Political Economy of Strong Fiscal Adjustments in Aspiring Euro Area Countries", Arbeitsdokument für eine von der polnischen Zentralbank und der Magyar Nemzeti Bank, Warschau, organisierte Konferenz, 30. Juni bis 1. Juli.
- Cournède B. (2006), "The Political Economy of Delaying Fiscal Consolidation", *OECD Economics Department Working Papers*, Paris, erscheint demnächst.
- Cournède B. und F. Gonand (2006), "Restoring Fiscal Sustainability in the Euro Area: Raise Taxes or Curb Spending?", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 520, Paris.
- Dang, T.T., P. Antolin und H. Oxley (2001), "Fiscal Implications of Ageing: Projections of Age-Related Spending", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 305, Paris.
- Deubner, C. (2006), "A Dynamic Perspective for the Reform of the Stability and Growth Pact", *CEPII Working Paper*, No. 2006/6, Paris.
- Duval, R. (2006), "Fiscal Positions, Fiscal Adjustment and Structural Reforms in Labour and Product Markets", *European Economy Economic Papers*, No. 248.
- Eggertsson, G. (2006), "Fiscal Multipliers and Policy Coordination", *Federal Reserve Bank of New York Staff Papers*, No. 241.
- Europäische Kommission (2004), "Public Finances in EMU 2004", *European Economy*, Vol. 2004, No. 3, Brüssel.
- Europäische Kommission (2006a), "Public Finances in EMU 2006", *European Economy*, Vol. 2006, No. 3, Brüssel.
- Europäische Kommission (2006b), "Economic Forecasts Spring 2006", *European Economy*, Vol. 2006, No. 2, Brüssel.
- EU, Ausschuss für Wirtschaftspolitik (2006), *Impact of Ageing Populations on Public Spending*, Europäische Kommission, Brüssel.
- Feldstein, M. (2006), "The Effects of Taxes on Efficiency and Growth", *NBER Working Paper Series*, 12201.
- Giavazzi, F. und M. Pagano (1990), "Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? A Tale of Two Economies", in O. Blanchard und S. Fischer (Hrsg.). (1990), *National Bureau of Economic Research Macroeconomics Annual*, Cambridge MA.
- Gómez-Puig, M. (2006), "Size Matters for Liquidity: Evidence from EMU Sovereign Yield Spreads", *Economics Letters*, Vol. 90.
- González-Parámo, J. (2006), "The Revised Stability and Growth Pact: Is It Working?", Ansprache bei der 8. Konferenz *The ECB and its Watchers*, Frankfurt, 5. Mai.
- Hallerberg, M., R. Strauch und J. Von Hagen (2006), "The Design of Fiscal Rules and Forms of Governance in European Union Countries", *GESY Discussion Paper*, No. 150, Mannheim.
- Hauptmeier, S., M. Heipertz und L. Schuknecht (2006), "Expenditure Reform in Industrialised Countries: a Case Study Approach", *ECB Working Paper Series*, No. 634, Mai, Frankfurt.
- Hoeller, P. und C. Giorno (2006), "Nothing Ventured, Nothing Gained: the Long-Run Fiscal Reward of Structural Reforms", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 493, Paris.
- Joumard, I. (2001), "Tax Systems in European Union Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 301, Paris.
- Joumard, I., P.M. Kongsrud, Y.-S. Nam und R. Price (2004), "Enhancing the Effectiveness of Public Spending: Experience in OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 380, Paris.

- Kamps, C. (2004), "New Estimates of Government Net Capital Stocks for 22 OECD Countries 1960-2001", *IMF Working Papers*, No. WP/04/67, Washington D.C.
- Kydland, F. und E. Prescott (1977), "Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3.
- Leibfritz, W., J. Thornton und A. Bibbee (1997), "Taxation and Economic Performance", *OECD Economic Department Working Papers*, No. 176, Paris.
- Mills, P. und A. Quinet (2001), "The Case for Spending Rules", in *Fiscal Rules*, Tagungsprotokoll einer Arbeitstagung der Bank von Italien in Perugia, 1.-3. Februar 2001, Banca d'Italia, Rom.
- Morris, R., H. Ongena und L. Schuknecht (2006), "The Reform and Implementation of the Stability and Growth Pact", *ECB Occasional Paper Series*, No. 47, Juni, Frankfurt.
- OECD (2001), "Herausforderungen für die Steuerpolitik in den OECD-Ländern", *OECD-Wirtschaftsausblick 69*, Paris.
- OECD (2003), *Die Quellen wirtschaftlichen Wachstums in den OECD-Ländern*, Paris.
- OECD (2005a), "Ageing and Pension System Reform: Implications for Financial Markets and Economic Policies", *Financial Market Trends*, November 2005 Supplement, Paris.
- OECD (2005b), *Economic Policy Reforms: Going for Growth*, Paris.
- OECD (2006a), "Projecting OECD Health and Long-term Care Expenditures: What Are the Main Drivers?", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 477, Paris.
- OECD (2006b), *OECD-Wirtschaftsausblick 79*, Paris.
- Schuknecht, L. und V. Tanzi (2005), "Reforming Public Expenditure in Industrialised Countries: Are There Trade-Offs?", *ECB Working Paper Series*, No. 435, Frankfurt.
- Tanaka, H. (2005), "Fiscal Rules and Targets in Public Expenditure Management: Enthusiasm in the 1990s and its Aftermath", *Pacific Economic Papers*, No. 349, Asia-Pacific School of Economics and Government, Canberra.
- Van den Noord, P. und B. Cournède (2006), "Short-term Pain for Long-Term Gain: the Impact of Structural Reform on Fiscal Outcomes in EMU", *OECD Economic Department Working Papers*, No. 522, Paris.

Abkürzungen

ADI	Ausländische Direktinvestitionen
APW	Verdienst eines Durchschnittsarbeiters
BIP	Bruttoinlandsprodukt
EWS	Europäisches Währungssystem
EU	Europäische Union
EZB	Europäische Zentralbank
FuE	Forschung und Entwicklung
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IKT	Informations- und Kommunikationstechnologien
KKP	Kaufkraftparitäten
M&A	Fusionen und Übernahmen
MFP	Multifaktorproduktivität
MTO	Mittelfristige Ziele
MwSt.	Mehrwertsteuer
NAIRU	Natürliche Arbeitslosenquote
SWP	Stabilitäts- und Wachstumspakt
VPI	Verbraucherpreisindex
VÜD	Verfahren bei einem übermäßigen Defizit
WKM	Wechselkursmechanismus
WKM II	Wechselkursmechanismus II
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion