

Günter Weinert

Anhaltender Aufschwung in der EWU

Die wirtschaftliche Lage in der Europäischen Währungsunion ist so günstig wie seit langem nicht. Wachstum mit deutlicher Zunahme der Beschäftigung bei Preisstabilität bieten auch gute Voraussetzungen für eine weiterhin günstige Entwicklung. Sie könnte zugleich die Basis für einen längeren kraftvollen Aufschwung sein, dem Wachstum in den USA seit nunmehr zehn Jahren vergleichbar.

Die gemeinsame Geldpolitik in der EWU steht in ihrer Anfangsphase unter einem ungewöhnlich günstigen Konjunkturstern. Der Währungsraum befindet sich in der stärksten Expansion seit zehn Jahren. Das reale Bruttoinlandsprodukt ist seit dem vergangenen Sommer mit einer laufenden Jahresrate von insgesamt rund 3½% gestiegen. Von dem Aufschwung wurde der Arbeitsmarkt deutlicher erfasst als vielfach erwartet. Die Beschäftigung wird zügig ausgeweitet, und die Arbeitslosigkeit ist auf den niedrigsten Stand seit acht Jahren gesunken; von ihr sind aber immer noch 9% der Erwerbspersonen betroffen. Zugleich sind die Preise zwar wieder rascher gestiegen. Mit 2,4% im Vorjahrsvergleich ging die Teuerungsrate für die private Lebenshaltung zuletzt sogar erheblich über den von der Europäischen Zentralbank (EZB) als Preisstabilität definierten Wert von mittelfristig unter 2% hinaus. Doch die Beschleunigung ist auf externe transitorische Faktoren zurückzuführen, vor allem auf den drastisch gestiegenen Ölpreis, aber auch die Abwertung des Euro. Insgesamt befindet sich die EWU in einer wirtschaftlichen Lage, die gute Chancen für einen langen und kräftigen Aufschwung bietet.

Ein Wermutstropfen in dem günstigen Konjunkturprofil ist der deutlich gesunkene Außenwert des Euro. Sein Rückgang ist auch auf die nach wie vor erheblich raschere gesamtwirtschaftliche Expansion und die besonders attraktiven Anlagemöglichkeiten für Kapital in den USA im Vergleich zur EWU zurückzuführen. Darüber hinaus spielt wohl eine Rolle, dass die Konjunktur in der EWU anfälliger für externe Einflüsse erscheint als in den USA. In der Tat war der Konjunkturverlauf im Euro-Raum in den beiden vergangenen Jahren durch die Entwicklung der Nachfrage aus dem Ausland geprägt, obwohl die Warenausfuhr in die übrige Welt mit reichlich 13% in Relation zum Brutto-

inlandsprodukt relativ gering ist. So hatte die Exportschwäche im zweiten Halbjahr 1998, anders als in den USA, eine Konjunkturdelle bewirkt. Analog war die Nachfrage aus der übrigen Welt für den anschließenden Aufschwung in der EWU maßgeblich.

In der ersten Hälfte dieses Jahres übertraf die Ausfuhr – in der Abgrenzung der VGR – den entsprechenden Vorjahresstand um etwa 12%. Sie wurde bei der kräftigen Erholung der Weltkonjunktur und der abwertungsbedingt günstigen Wettbewerbsposition europäischer Anbieter erheblich rascher ausgeweitet als die Einfuhr, so dass der Außenbeitrag deutlich stieg. Dagegen blieben die USA trotz wechselhafter Weltkonjunktur auf einem steilen Expansionspfad. Die Schwankungen der Ausfuhr schlugen, bei einer allerdings etwas geringeren Exportquote, weniger durch. Vor allem aber nahm die Inlandsnachfrage dort bei einem lange Zeit expansiven Kurs der Geldpolitik sehr kräftig zu.

Die Binnennachfrage war auch in der EWU bei einer ebenfalls expansiv ausgerichteten Geldpolitik in der Grundtendenz deutlich aufwärts gerichtet. Dies wurde jedoch durch die Exportschwankungen überdeckt, die das Konjunkturprofil prägten. Die interne Endnachfrage nahm, nach Halbjahren zusammengefasst, stetig mit einer laufenden Jahresrate von 2¾% zu; lediglich von den Lagerdispositionen ging bis zum vergangenen Winterhalbjahr ein leicht dämpfender Effekt aus. Der private Verbrauch stieg zwar zu Beginn dieses Jahres merklich verlangsamt, aber dies wurde durch eine raschere Expansion der Investitionen annähernd aufgewogen. Die Konsumdelle ergab sich insbesondere aus Einbußen beim real verfügbaren Einkommen infolge der ölpreisbedingt stärkeren Teuerung. Zudem fielen Käufe für Ostern in diesem Jahr in das zweite Quartal. Die beschleunigte Zunahme der Investitionen wurde wohl vor allem von einer raschen Ausweitung der Ausrüstungen getragen. Anders als vielfach erwartet, haben forcierte Investitionen im zweiten Halbjahr 1999 zur Vermeidung von EDV-Pro-

Dr. Günter Weinert, 58, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung „Internationale Makroökonomie“ im Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) in Hamburg.

blemen, die im Zusammenhang mit dem Jahrhundertwechsel befürchtet wurden, nicht zu einer Investitionsdelle zu Beginn dieses Jahres geführt. Dagegen blieben die Bauinvestitionen trotz des milden Winters verhalten.

Arbeitsmarkt und Preisentwicklung

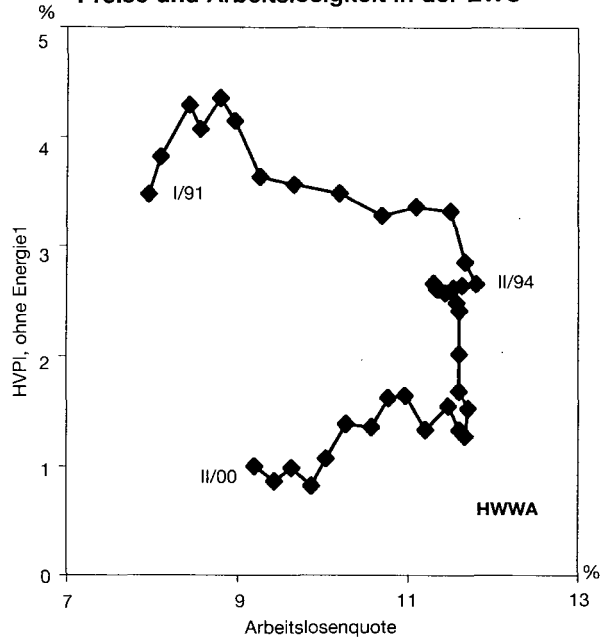
Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich im Zuge der kräftigen Expansion deutlich verbessert. Vieles deutet darauf hin, dass die Beschäftigung infolge verschiedener Deregulierungen auf den Arbeitsmärkten elastischer auf die Produktionsentwicklung reagiert als früher. Der unter diesen Umständen zügige Rückgang der Arbeitslosigkeit (vgl. Schaubild 1) ist allerdings auch auf demografische Einflüsse zurückzuführen. Nach verschiedenen Berechnungen nähert sich die konjunkturelle Arbeitslosigkeit rasch dem strukturellen Sockel. Allerdings ist dieser keine Konstante. Der Test, ob die Sockelarbeitslosigkeit nach dem merklichen Anstieg im Laufe der vergangenen Jahrzehnte nunmehr sinken wird, steht allerdings noch aus. Der seit mehr als zwei Jahren deutliche Rückgang der Arbeitslosigkeit bei Stabilität lässt kaum schon entsprechende Rückschlüsse zu, weil er mit der konjunkturellen Komponente zu erklären ist.

Bemerkenswert ist aber auch, dass die Lohnentwicklung verhalten blieb, wengleich die Arbeitskosten pro Stunde in der Gesamtwirtschaft seit dem Sommer 1999 beschleunigt gestiegen sind. Sie lagen im ersten Quartal um 3 1/2% über dem Vorjahresniveau. Doch auch die Arbeitsproduktivität nahm weiter deutlich zu, so dass sich die Lohnstückkosten nur wenig erhöhten.

Die Beschleunigung des Preisanstiegs war bisher ausschließlich ölpreis- und abwertungsbedingt; die Einfuhrpreise insgesamt waren in den ersten Monaten dieses Jahres um reichlich 20% höher als ein Jahr zuvor. Hatte die Teuerungsrate für die private Lebenshaltung bis zum vergangenen Sommer für einige Zeit bei 1% (harmonisierter Index) gelegen, pendelte sie von der Jahreswende bis zum Mai bei 2%, bevor sie im Juni auf 2,4% emporschnellte (vgl. Schaubild 2). Auch der beschleunigte Anstieg der Erzeugerpreise ist weitgehend auf die Ölpreise und die Abwertung des Euro zurückzuführen.

Die außenwirtschaftlichen Schocks, insbesondere die Schwäche der Weltkonjunktur bis Anfang 1999 und der folgende Aufschwung, haben die Mitgliedsländer der EWU recht unterschiedlich beeinflusst. So war die Ausfuhr aus Deutschland und Italien aufgrund der regionalen und warenmäßigen Struktur besonders

Schaubild 1
Preise und Arbeitslosigkeit in der EWU



1 Harmonisierter Verbraucherindex ohne Energie; Vorjahresvergleich in %.

Quelle: Eurostat; eigene Berechnungen.

stark von den Krisen in einer Reihe von Schwellenländern im Jahre 1998 betroffen. Dies trug dazu bei, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion in den beiden Volkswirtschaften, in denen die Hälfte des Bruttoinlandsprodukts der EWU erstellt wird, lange hinter der Expansion in den anderen neun Mitgliedsländern insgesamt zurück blieb. Die Ausfuhrschwankungen schlugen dort aber auch deshalb weniger stark durch, weil sich diese Länder damals zumeist bereits in einem deutlichen Aufschwung befanden. Mit der Erholung in Italien und Deutschland seit dem vergangenen Sommer haben sich die Unterschiede im gesamtwirtschaftlichen Expansionstempo der Mitgliedsländer deutlich verringert, in der konjunkturellen Position aber sind sie noch erheblich. Eine hohe Auslastung der Kapazitäten und eine niedrige Arbeitslosigkeit haben insbesondere in einigen kleineren Ländern zu einer merklichen Beschleunigung des Lohn- und Preisanstiegs geführt. Im Gegensatz zur Konvergenz der Produktionsentwicklung blieben die Unterschiede in der Preis- und Lohnentwicklung damit erheblich.

Weltwirtschaftlicher Rahmen bleibt insgesamt günstig

Im Prognosezeitraum bis Ende des Jahres 2001 wird sich vor allem in den USA die Expansion ver-

Tabelle 1
Kennzahlen zur Weltkonjunktur

	Reales Bruttoinlandsprodukt (Vorjahresvergleich in %)				Verbraucherpreise ¹ (Vorjahresvergleich in %)				Arbeitslosenquoten ² (Jahresdurchschnitt)			
	1998	1999	2000	2001	1998	1999	2000	2001	1998	1999	2000	2001
Belgien	2,7	2,5	3,5	3,1	0,9	1,1	2,4	1,8	9,3	9,0	8,3	7,7
Deutschland	2,2	1,5	3,0	2,9	0,6	0,6	1,8	1,5	9,4	8,7	8,1	7,2
Finnland	5,6	3,5	5,3	4,5	1,2	1,4	2,9	2,4	11,4	10,2	9,8	9,5
Frankreich	3,2	2,9	3,5	3,2	0,7	0,6	1,7	1,3	11,8	11,3	9,9	9,0
Italien	1,5	1,4	3,0	2,8	2,0	1,7	2,5	2,3	11,9	11,4	10,7	10,3
Irland	8,9	8,7	8,5	7,7	2,2	2,5	5,0	3,5	7,6	5,7	4,4	4,0
Luxemburg	5,0	4,9	5,5	5,2	1,0	1,0	3,1	2,2	2,7	2,3	2,1	2,0
Niederlande	3,7	3,6	4,6	3,0	1,8	2,1	2,4	3,2	4,0	3,3	2,6	2,3
Österreich	2,9	2,1	3,5	3,1	0,8	0,5	2,3	1,8	4,5	3,7	3,2	2,7
Portugal	3,5	3,0	3,5	3,0	2,2	2,2	2,4	2,4	5,2	4,5	4,0	3,8
Spanien	4,0	3,7	4,1	3,7	1,8	2,2	3,2	2,7	18,8	15,9	13,8	12,2
EWU ³	2,8	2,1	3,5	3,2	1,1	1,1	2,3	1,9	10,9	10,0	9,0	8,2
Dänemark	2,5	1,6	2,0	2,2	1,3	2,1	3,2	2,7	5,2	5,2	4,7	4,5
Griechenland	3,7	3,2	3,7	3,5	4,5	2,1	3,0	3,0	10,7	10,4	10,0	9,5
Großbritannien	2,6	2,1	3,1	2,8	1,6	1,4	1,2	2,3	6,3	6,1	5,7	5,5
Schweden	3,0	3,8	4,0	3,05	1,0	0,6	1,5	1,3	8,3	7,2	6,1	5,5
EU ³	2,8	2,3	3,4	3,1	1,2	1,3	2,1	2,0	10,0	9,2	8,4	7,7
Norwegen	2,0	0,9	3,5	3,0	2,3	2,3	3,3	3,0	3,3	3,2	3,0	2,8
Schweiz	2,1	1,7	3,0	2,5	0,0	0,8	1,8	1,5	3,5	2,8	2,1	2,0
Westeuropa ³	2,7	2,3	3,4	3,1	1,2	1,3	2,1	2,0	9,7	9,0	8,1	7,5
USA	4,4	4,2	5,2	3,3	1,6	2,2	3,4	2,8	4,5	4,2	4,1	4,3
Kanada	3,3	4,5	4,8	3,5	1,0	1,7	3,8	2,6	8,3	7,6	6,5	6,2
Japan	-2,6	0,3	1,2	1,4	0,6	-0,3	-0,3	0,6	4,1	4,7	4,8	4,9
Industrielländer ³	2,4	2,7	3,7	2,9	1,3	1,4	2,3	2,1	6,9	6,5	6,1	5,8

¹ Europäische Union: Harmonisierte Verbraucherpreisindizes. ² Arbeitslose in % der Erwerbspersonen, standardisiert. ³ Summe der aufgeführten Länder; Gewichtung nach Bruttoinlandsprodukt, privatem Verbrauch bzw. Zahl der Erwerbspersonen 1999.

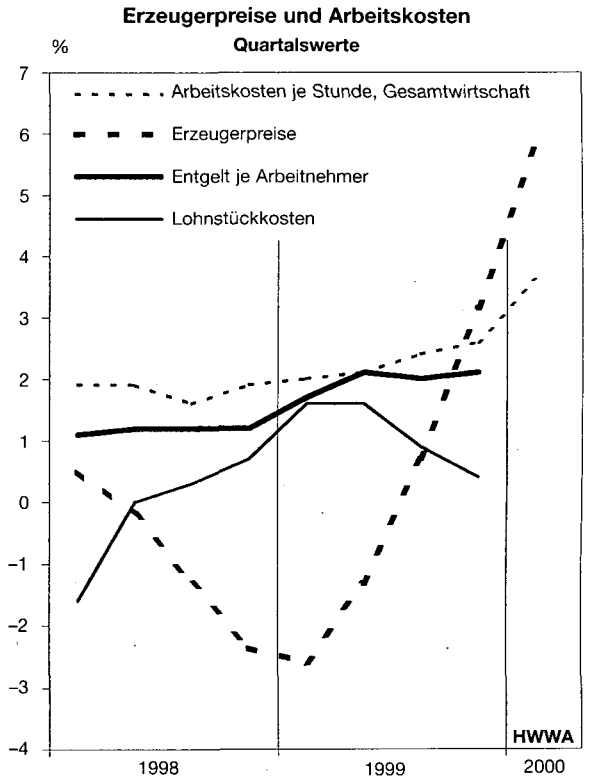
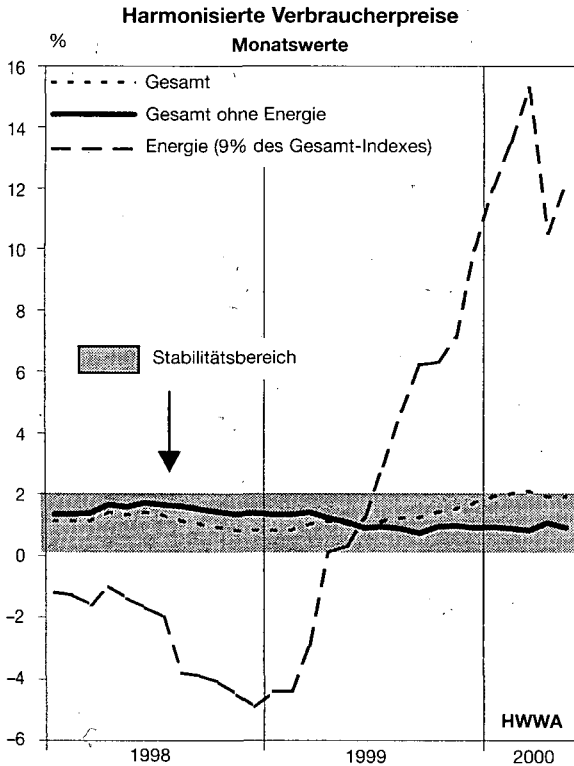
Quellen: Eurostat; OECD; nationale Statistiken; 2000 und 2001: Prognose des HWWA.

langsamen. Damit stellt sich generell, für die übrige Welt wie für die EWU, die Frage, ob die Konjunktur so weit gefestigt ist, dass sie trotz nachlassender Impulse aus den USA aufwärts gerichtet bleibt. Denn diese hatten maßgeblich dazu beigetragen, die wirtschaftlichen Krisen in Südostasien und in Lateinamerika und die wirtschaftliche Flaute in der übrigen Welt zu überwinden.

In den USA, wo sich die lange erwartete „Landung“ immer weiter verzögert hat, dämpfen die seit dem vergangenen Sommer vorgenommenen Zinsanhebungen, ein leichter Rückgang der jahrelang gestiegenen Aktienkurse sowie ein vor allem ölpreisbedingt – und daher vorübergehend – deutlich beschleunigter Anstieg der Verbraucherpreise seit einigen Monaten den privaten Verbrauch merklich. Die Ausrüstungsinvestitionen werden aber nach wie vor sehr kräftig ausgeweitet. Ihre ungebrochene Dynamik, nicht zuletzt die weiterhin starke Expansion der Investitionen in EDV-Anlagen trägt zu einem anhaltend kräftigen Anstieg

von Produktivität und Produktionspotential bei. Zugleich wird die übrige Inlandsnachfrage hierdurch weiter gestärkt. Um einer inflationären Überhitzung entgegen zu wirken, wird die Fed die Leitzinsen weiter merklich anheben. Die Investitionsneigung wird sich unter diesen Umständen allmählich verringern. Der private Verbrauch dürfte hingegen weiter in dem zuletzt verhaltenen Tempo zunehmen. Denn das real verfügbare Einkommen wird bei etwas schwächer wachsender Beschäftigung, aber ölbedingt nachlassendem Preisanstieg in wenig verändertem Tempo steigen. Insgesamt ist eine sanfte Landung der US-Konjunktur weiterhin wahrscheinlich (vgl. Tabelle 1). Damit sinken die Risiken, dass die erheblichen wirtschaftlichen Ungleichgewichte der größten Volkswirtschaft der Welt, die sich nicht zuletzt im Zusammenhang mit einem ungewöhnlichen Aktienboom und einer geringen nationalen Ersparnisbildung in Form eines rasch steigenden Leistungsbilanzdefizits und eines rasanten Anstiegs der internationalen Verschuldung herausgebildet haben, über einen Ausfall von

Schaubild 2
Ausgewählte Kosten und Preise in der EWU¹



¹ Vorjahresvergleich in %.

Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen.

Nachfrage und über Wechselkurseffekte zu weltweit spürbaren Erschütterungen führen.

Für Japan ist bei einer weiter deutlich expansiv ausgerichteten Wirtschaftspolitik mit einer allmählichen konjunkturellen Erholung zu rechnen, auch weil vor einiger Zeit eingeleitete Reformen und Deregulierungen zunehmend positive Wirkungen entfalten. Die sich, wenn auch langsam, bessernden Erwartungen der privaten Unternehmen und Haushalte stützen diese Prognose. Allerdings wird die konjunkturelle Grundtendenz, wie schon in den beiden vergangenen Jahren, durch einen auf die ersten Monate dieses Jahres konzentrierten Nachfragepush der öffentlichen Hand überzeichnet. Während sich die Investitionsneigung festigen dürfte, wird der private Verbrauch bei sich nur allmählich bessernden Beschäftigungs- und Einkommensperspektiven sowie einer – für Japan – hohen Arbeitslosigkeit nur langsam zunehmen. Anregungen werden nach wie vor auch von der Außenwirtschaft kommen, zumal der Außenwert des Yen jüngst wieder merklich gesunken ist. Der Erholungsprozess bleibt allerdings bei anhaltenden Problemen im Finanzsektor störanfällig. Auch deshalb ist eine im nächsten Jahr erneut stark expansive Orientierung in der Finanzpolitik wahrscheinlich.

In den südostasiatischen Ländern, in denen sich die Wirtschaft nach der schweren Wirtschaftskrise von 1997/98 im vergangenen Jahr überraschend stark erholte, wird die Expansion etwas nachlassen. Bei einer gefestigten Inlandsnachfrage, zu der auch eine expansive Finanzpolitik maßgeblich beigetragen hat, und deutlich abnehmenden Überschüssen in den Leistungsbilanzen schwenkt die Wirtschaftspolitik auf einen weniger expansiven Kurs ein. In einigen lateinamerikanischen Ländern wird eine weitere Erholung insbesondere durch den hohen Ölpreis und durch wieder steigende Rohstoffpreise gefördert. Dies gilt auch für Russland. In den anderen osteuropäischen Transformationsländern insgesamt wird die gesamtwirtschaftliche Produktion weiter deutlich steigen. Die Dynamik wird auch hier bei teilweise hohen Leistungsbilanzdefiziten von der außenwirtschaftlichen Seite her begrenzt.

In den westeuropäischen Ländern außerhalb der EWU wird die gesamtwirtschaftliche Expansion ebenfalls etwas nachlassen. Denn bei einer zumeist hohen Auslastung der Kapazitäten und drohenden Spannungen auf dem Arbeitsmarkt ist die Wirtschaftspolitik darum bemüht, die Expansion auf das Ausmaß des Potentialwachstums zu begrenzen. Insbesondere in Großbritannien wird die Geldpolitik dabei einen deut-

Tabelle 2
Anteile an der Warenausfuhr der EWU 1998
 (in %)

Übriges Westeuropa	35,3
Osteuropa	14,9
NAFTA	17,4
dar.: USA	15,2
Lateinamerika	4,7
Ostasien	11,8
dar.: Japan	3,0

Quelle: OECD, eigene Berechnungen.

lichen Bremskurs einschlagen, auch um der beabsichtigten expansiven Ausrichtung der Finanzpolitik zu begegnen; die Regierung plant die öffentlichen Ausgaben deutlich auszuweiten, um die seit Jahren vernachlässigte Infrastruktur zu verbessern.

Insgesamt wird sich die gesamtwirtschaftliche Expansion in der übrigen Welt im Prognosezeitraum zwar leicht verlangsamen, aber sie wird kräftig bleiben. Die Ausfuhr aus der EWU dürfte weiter merklich rascher als das Wachstum der Exportmärkte zunehmen (zur Regionalstruktur der Ausfuhr vgl. Tabelle 2),

weil die Anbieter in den Mitgliedsländern unverändert von der günstigen internationalen Wettbewerbsposition infolge des niedrigen Außenwertes des Euro profitieren. Allerdings werden die Impulse von dieser Seite bei einer – hier unterstellten – Stabilisierung des Euro-Außenwertes ebenfalls allmählich abklingen.

Ein weitgehend unveränderter Euro-Außenwert ist eine technische Annahme. Infolge der hohen Volatilität ist die kurzfristige Wechselkursentwicklung kaum prognostizierbar. Zwar erscheint der Euro von den fundamentalen Faktoren her insbesondere gegenüber dem Dollar unterbewertet. Fundamentalfaktoren, insbesondere die relative Preis- und Zinsentwicklung, bestimmen die langfristige Entwicklung der Wechselkurse. Die Abweichungen von diesem Pfad sind aber stark und können relativ lange dauern. Wie sich Anfang August erneut gezeigt hat, ist vorübergehend auch eine weitere Abwertung nicht auszuschließen. Des weiteren ist für die Prognose angenommen, dass Rohöl etwas billiger wird; der „Zielpreis“ der OPEC beträgt etwa 25 \$ je Barrel. Die Preise für andere Rohstoffe werden sich zwar weiter erhöhen. Der Anstieg

Olaf Korn

Bewertung und Hedging von Terminkontrakten auf Mineralöl

Seit Mitte der achtziger Jahre hat sich ein bedeutender Markt für derivative Instrumente auf Mineralöl, wie Terminkontrakte und Optionen, entwickelt. Diese Instrumente dienen vor allem dem Management von Preisrisiken. Wie problematisch entsprechende Risikomanagementstrategien sein können, zeigt jedoch der Fall der Metallgesellschaft.

Der Konzern wurde durch Termingeschäfte auf Mineralöl in eine schwere Krise gestürzt.

Der Band geht zunächst auf Probleme der Bewertung von Terminkontrakten auf Mineralöl ein. Dabei erfolgt insofern eine Erweiterung bisheriger Ansätze, als Friktionen auf dem Ölmarkt, wie Transaktionskosten und Leerverkaufsbeschränkungen, einbezogen werden. Auf Basis verschiedener Bewertungsmodelle werden anschließend optimale

Hedgestrategien für langfristige Terminlieferverpflichtungen abgeleitet. Eine umfangreiche empirische Untersuchung vergleicht die Hedgequalität der verschiedenen Strategien.

Der Band richtet sich an Experten, die sich mit Fragen des Managements von Preisrisiken beschäftigen.

Der Autor ist wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Finanzierung der Universität Mannheim und war bis Juni 1999 im Forschungsbereich Internationale Finanzmärkte und Finanzmanagement des ZEW tätig.

2000, 188 S., brosch., 64,- DM, 467,- öS, 58,- sFr, ISBN 3-7890-6567-6
 (ZEW Wirtschaftsanalysen – Schriftenreihe des ZEW, Bd. 45)



NOMOS Verlagsgesellschaft • 76520 Baden-Baden

wird aber wohl bei der eher wieder langsameren Zunahme der Rohstoffnachfrage moderat bleiben.

Unter diesen Umständen wird sich der Anstieg der Einfuhrpreise merklich verlangsamen. Damit werden die schwächeren Impulse von Seiten der Weltkonjunktur teilweise durch weniger ungünstige Preiseinflüsse von außen aufgewogen: Der Kostenanstieg für den Unternehmenssektor lässt von dieser Seite her wieder nach, und die Verbesserung der Terms of Trade stärkt das in der EWU verfügbare Einkommen.

Gelockerte Finanzpolitik

Ob die günstige konjunkturelle Lage bei diesen weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen den Anfang eines langen, zu einer nachhaltig geringeren Arbeitslosigkeit führenden Aufschwungs bildet, hängt maßgeblich davon ab, inwieweit sie auch für Reformen auf den Güter- und Faktormärkten und zu einer Verbesserung der Angebots- und Wachstumsbedingungen insbesondere in Ländern mit relativ hoher Abgabenbelastung und Regulierungsdichte genutzt wird. Einen Schritt in diese Richtung machen mehrere Länder mit einer Senkung der Abgabenlast. Insbesondere werden verschiedentlich die direkten Steuern gesenkt. Das gesamtstaatliche Defizit in der EWU sinkt dennoch im nächsten Jahr in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, aber deutlich weniger als durch das Wirken der automatischen Stabilisatoren angelegt ist. Die – um konjunkturelle Einflüsse bereinigte – strukturelle Defizitquote steigt wieder merklich. Insofern verstärkt die Finanzpolitik den Aufschwung.

Einige Mitgliedsländer der EWU, die in einer Defizitposition sind, weichen dabei auch vom projektierten Konsolidierungspfad ab, den sie in den Stabilitätsprogrammen von Ende 1999/Anfang 2000 vorgesehen haben. Dies bedeutet aber keine Aufgabe des Konsolidierungskurses. Da die Konsolidierung auf der Ausgabenseite mit im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt unterdurchschnittlichem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Ausgaben fortgesetzt wird, erscheint es glaubwürdig, dass die Abweichung vom Konsolidierungspfad nur vorübergehend ist. Nennenswerte Zinssteigerungen blieben daher auf den Finanzmärkten aus.

Straffere Geldpolitik

Im Gegensatz zur Finanzpolitik ist die Geldpolitik auf einen etwa konjunkturalneutralen Kurs eingeschwenkt. Die Leitzinsen wurden seit dem vergangenen November um insgesamt $1\frac{3}{4}$ Prozentpunkte angehoben. Mit dem letzten Zinsschritt im Juni von einem halben Punkt ist sie wohl auf einen neutralen Kurs eingeschwenkt. Ausschlaggebend hierfür war

vor allem die längerfristige Perspektive der Preisentwicklung. Aber auch kurzfristige Aspekte spielten eine Rolle, insbesondere Risiken im Zusammenhang mit den Ölpreis- und Abwertungseffekten. Diese laufen bei der erwarteten Ölpreis- und Wechselkursentwicklung aus. Die Teuerungsrate wird von daher allmählich zumindest auf die Rate sinken, die sich ohne Energieprodukte ergibt.

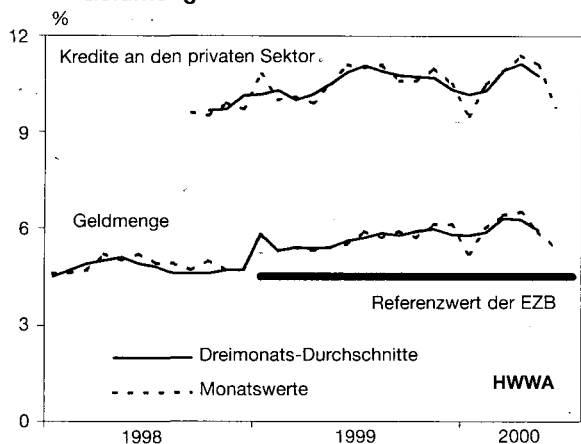
Allerdings besteht grundsätzlich die Gefahr, dass ein transitorischer Teuerungsanstieg stärkere Inflationserwartungen auslöst. Ob über Sekundäreffekte tatsächlich ein inflationärer Prozess entsteht, hängt insbesondere von der konjunkturellen Situation und von der Einschätzung des Stabilitätswillens der Zentralbank durch die wirtschaftlichen Akteure ab. Preisanstöße von außen haben in der Vergangenheit häufig zu höheren Lohnabschlüssen geführt und so eine Preisspirale in Gang gesetzt. Immerhin sind die Arbeitskosten je Stunde seit dem vergangenen Sommer merklich stärker gestiegen; im ersten Quartal waren um $1\frac{1}{2}$ Prozentpunkte höher als ein Jahr zuvor, als der Anstieg noch 2% betragen hatte. Die Lohnpolitik in den großen Mitgliedsländern spricht aber dafür, dass der Lohnanstieg trotz zunehmender Engpässe am Arbeitsmarkt einiger kleinerer Mitgliedsländer insgesamt verhalten bleibt.

Bis zum Ende dieses Jahres wird die Teuerungsrate im Vorjahresvergleich – bei wieder langsamerem laufendem Anstieg – wohl über die 2-Prozent-Marke hinausgehen. Das Stabilitätsvertrauen in die Geldpolitik und wohl auch in eine weiterhin stabilitätsadäquate Lohnentwicklung wurde dadurch jedoch nicht nennenswert beeinträchtigt. Ein Indiz hierfür ist das gegenüber dem vergangenen Herbst unveränderte Niveau der langfristigen Zinsen.

Zu dem anhaltenden Stabilitätsvertrauen hat sicherlich beigetragen, dass die EZB die Zinsschritte von Anfang an auch damit begründete, auf längere Sicht drohenden Überhitzungsgefahren vorzubeugen. Denn bei einer konjunkturellen Dynamik wie seit dem vergangenen Sommer würde das Produktionspotential im Laufe des nächsten Jahres wohl weitgehend ausgeschöpft. Darauf deutet auch die trendmäßige Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts hin (vgl. Schaubild 4). Risiken signalisiert zudem die Entwicklung der Geldmenge. Sie geht in der Abgrenzung M3 seit Beginn der Währungsunion merklich über den von der EZB als stabilitätsgerecht angesehenen, wenn gleich vorsichtig bemessenen Referenzwert von $4\frac{1}{2}$ % hinaus (vgl. Schaubild 3)¹. Bei hoch ausgelasteten Kapazitäten und einer reichlichen Liquiditätsversorgung aber nehmen die Spielräume für Preiserhöhungen zu.

Schaubild 3

Geldmengen und Kredite in der EWU¹



¹ Vorjahresvergleich in %.

Quelle: EZB.

Aus diesen Gründen ist zu erwarten, dass die EZB die Leitzinsen wegen der großen Wirkungsverzögerung weiter mäßig anhebt, um das Expansionstempo mit dem Wachstum des Produktionspotentials in Einklang zu bringen. Mit dem Verhindern einer konjunkturellen Überhitzung leistet die Geldpolitik ihren Beitrag für eine zügige Aufwärtsentwicklung über den Prognosezeitraum hinaus, und damit zugleich für eine nachhaltige Verbesserung der Lage auf dem Arbeitsmarkt.

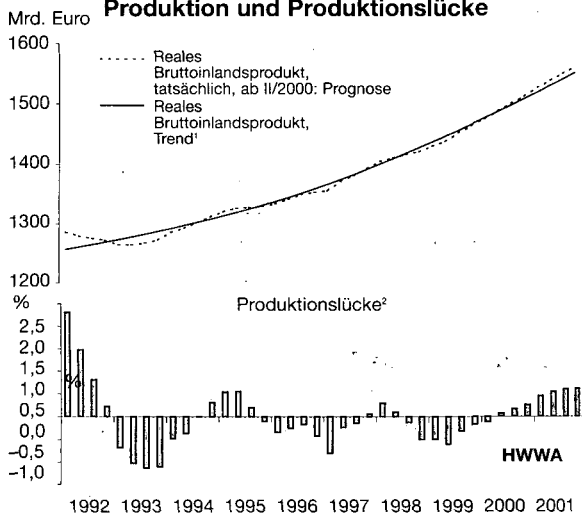
Beschleunigt steigende Binnennachfrage

Bei den absehbaren außenwirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen wird die gesamtwirtschaftliche Produktion in der EWU weiter kräftig expandieren, wenngleich etwas langsamer als bisher. Für einen fortgesetzten Aufschwung sprechen ebenfalls die günstigen Erwartungen insbesondere von Industrie und privaten Haushalten. Die Konjunktur verlangsamt sich nur wenig, weil den nachlassenden Anregungen von seiten der Auslandsnachfrage und den dämpfenden Effekten infolge der Zinsanhebungen eine endogen gefestigte, auch fiskalpolitisch geförderte Binnennachfrage gegenübersteht. Insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen werden weiter deutlich expandieren, weil sich die Ertragsperspektiven der Unternehmen, bei einer anhaltend günstigen internationalen Wettbewerbsposition, zumin-

¹ Die Institute halten eine Expansion von M3 um 5% für angemessen. Vgl. dazu auch: Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 2000, Beurteilung der Wirtschaftslage durch folgende Mitglieder der Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute e.V., Berlin: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin (Institut für Konjunkturforschung); HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg; ifo Institut für Wirtschaftsforschung, München; Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel; Institut für Wirtschaftsforschung Halle; Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, Essen; HWWA-Report Nr. 201, S. 70.

Schaubild 4

Produktion und Produktionslücke



¹ Berechnet mit Hilfe eines Hodrick-Prescott-Filters, mit einem Glättungsparameter 1600, für den Zeitraum 1992 bis 2001.

² Abweichungen des realen Bruttoinlandsprodukts vom Trend, in % des Trend-BIP.

Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen.

dest nicht mehr verschlechternden Terms of Trade und annähernd stabilen Lohnstückkosten wohl noch verbessert. Auch die Bautätigkeit, die bisher lahmte, dürfte sich langsam erholen. Vor allem aber wird der private Verbrauch etwas rascher zunehmen. Denn das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte steigt mit der zu erwartenden ruhigeren Preisentwicklung wieder stärker. Darüber hinaus wird die Beschäftigung zügig ausgeweitet, weil die Unternehmen die Personalreserven in hohem Maße ausgeschöpft haben dürften.

Insgesamt wird das reale Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr in der EWU um 3 1/2% höher sein als 1999. Im nächsten Jahr wird die Zunahme reichlich 3% betragen. Die Arbeitslosigkeit sinkt weiter deutlich. Der Rückgang der Zahl der Erwerbslosen dürfte dabei aus demografischen Gründen den Anstieg der Erwerbstätigen erneut übertreffen. Die Verbraucherpreise werden zwar im weiteren Verlauf dieses Jahres wieder langsamer steigen. Die Teuerungsrate im Vorjahresvergleich wird aber erst zu Beginn des nächsten Jahres in den Stabilitätsbereich zurückkehren. Im Jahresdurchschnitt 2000 wird die Inflationsrate die Stabilitätsobergrenze von 2% leicht überschreiten, im nächsten Jahr hingegen wieder etwas darunter liegen. Dies ist allerdings allein auf das Nachlassen der außenwirtschaftlichen Preisimpulse zurückzuführen. Die Kernrate wird etwas stärker steigen, weil der Wettbewerb mit der zu erwartenden hohen Auslastung der Kapazitäten an Intensität verliert.