

Boss, Alfred; Gern, Klaus-Jürgen; Meier, Carsten-Patrick; Scheide, Joachim; Schlie, Markus

Article — Digitized Version

Für potentialorientierte Geldpolitik und Steuerwettbewerb in Euroland

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Boss, Alfred; Gern, Klaus-Jürgen; Meier, Carsten-Patrick; Scheide, Joachim; Schlie, Markus (1999) : Für potentialorientierte Geldpolitik und Steuerwettbewerb in Euroland, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 49-78

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/2265>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Für potentialorientierte Geldpolitik und Steuerwettbewerb in Euroland

Von **Alfred Boss, Klaus-Jürgen Gern, Carsten-Patrick Meier, Joachim Scheide** und **Markus Schlie**

Die Einführung der neuen europäischen Währung zum 1. Januar 1999 verlief reibungslos. Der Start der Europäischen Währungsunion (EWU) ist damit gelungen. Die Europäische Zentralbank (EZB) steht vor der großen Herausforderung, bei allen Unwägbarkeiten des Übergangs eine mittelfristig orientierte Strategie durchzusetzen; nur so wird es ihr gelingen, die Reputation zu erwerben, die einer weitgehenden Stabilität sowohl des Preisniveaus als auch der wirtschaftlichen Entwicklung dienlich ist.

Zu Beginn dieses Jahres befinden sich die Teilnehmerstaaten der EWU in einer konjunkturellen Flaute, die durch die Schwäche bei den Exporten ausgelöst wurde. Während die Krisen in mehreren Ländern der Welt ihre Spuren hinterlassen, sind die internen Auftriebskräfte intakt, gestützt vor allem durch niedrige Zinsen und verbesserte Terms of trade.

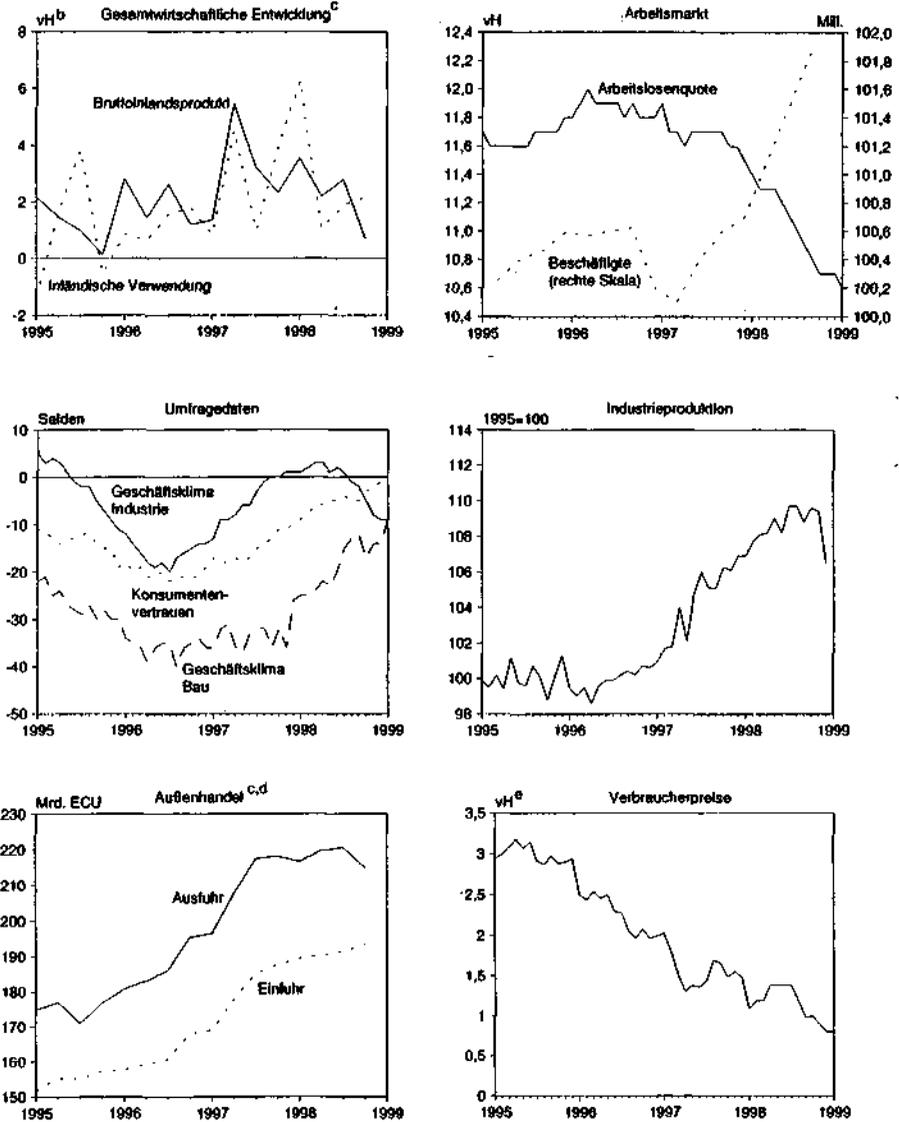
Die aktuelle Diskussion um die Geldpolitik dreht sich darum, ob die EZB durch weitere Zinssenkungen die Nachfrage stimulieren sollte. Eine solche kurzfristige Orientierung, die nicht zuletzt von einigen Politikern vehement gefordert wird, wird der eigentlichen Aufgabe der europäischen Notenbank, für ein stabiles Preisniveau zu sorgen, nicht gerecht. Die Forderung nach Zinssenkungen ist um so weniger verständlich, als die Geldpolitik in den Ländern der EWU in letzter Zeit keineswegs restriktiv, sondern expansiv ausgerichtet war.

Auch der Kurs der Finanzpolitik wird kontrovers diskutiert. Eine Rahmenbedingung in der EWU ist der Stabilitäts- und Wachstumspakt, in dem sich die Länder verpflichtet haben, ein Überschreiten der Marke von 3 vH für die Defizitquote des Staates zu vermeiden. Mit der konjunkturellen Flaute ist deutlich geworden, daß bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte im vergangenen Jahr kaum Fortschritte gemacht wurden. Ein Nachlassen der Anstrengungen und eine Hinnahme zu hoher Defizite schon in der Anfangsphase der Währungsunion wären schädlich für das Vertrauen in die Finanzpolitik. Ferner wird vielfach eine neue Orientierung für die Steuerpolitik in Europa gefordert: Nachdem die Geldpolitik vereinheitlicht wurde, sollen nun die Steuern in der Währungsunion harmonisiert werden. Mit Stichworten wie Koordinierung und Harmonisierung mögen viele eine Verbesserung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verbinden. Es besteht aber, so zeigen Erfahrungen, die Gefahr, daß weniger Wettbewerb und weniger Wachstum das Ergebnis solcher Bestrebungen der Wirtschaftspolitik sind.

Exportschwäche dämpft Konjunktur

Die gesamtwirtschaftliche Produktion in Euroland wurde im vergangenen Jahr insgesamt beschleunigt ausgeweitet, die Zuwachsrate betrug 1998: 3 vH, nach

Schaubild 1: Indikatoren^a zur Konjunktur in Euroland



^aSaisonbereinigt. - ^bVeränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate in vH. - ^cReal.
^dHandel mit Drittländern. - ^eVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

2,5 vH im Jahr zuvor. Allerdings hat sich die Aufwärtsbewegung im Verlauf deutlich abgeschwächt; so stieg das Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal nur noch mit einer laufenden Jahresrate von reichlich 0,5 vH (Schaubild 1). Nachdem die Ausfuhr, die den Aufschwung in den Jahren 1996 und 1997 zum wesentlichen

Teil getragen hatten, bereits bis zum Herbst nur wenig expandierten und im vierten Quartal 1998 wohl sogar spürbar zurückgingen¹, wurde zuletzt eine geringere Dynamik auch bei einigen Komponenten der Inlandsnachfrage sichtbar.

Vor allem die Anlageinvestitionen verloren an Schwung, bedingt durch die eingetübten Absatz- und Ertragsersparungen der Unternehmer und der Rückgang der Kapazitätsauslastung. Die schlechtere Einschätzung der wirtschaftlichen Lage machte sich auch bei den Lagerinvestitionen bemerkbar, die im zweiten Halbjahr 1998 abnahmen, nachdem sie zuvor merklich zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts beigetragen hatten. Dagegen wurde der private Konsum weiterhin zügig ausgeweitet. Hier wirkte die positive Entwicklung der real verfügbaren Einkommen anregend, die aufgrund der weiter anziehenden Beschäftigung und der Verbesserung der Terms of trade spürbar stiegen. Die Exporte wurden vor allem durch die nachlassende Nachfrage aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, aus Japan und aus Rußland gedämpft; dies konnte durch die höheren Ausführungen in andere Regionen – beispielsweise nach Nordamerika – nicht kompensiert werden. Aber auch die verminderte preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Länder Eurolands hat zur Abschwächung beigetragen; der reale effektive Außenwert lag im vierten Quartal 1998 um reichlich 4 vH über seinem Niveau im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Nach dem Jahreswechsel wertete sich der Euro allerdings spürbar ab.

Der Arbeitsmarkt profitierte im vergangenen Jahr von der kräftigen konjunkturellen Erholung. Die Zahl der Beschäftigten war im vierten Quartal des Jahres 1998 um rund 1,5 vH höher als ein Jahr zuvor, und die Arbeitslosenquote sank im Verlauf des Jahres auf zuletzt reichlich 10,5 vH. Gleichwohl ist sie im Vergleich zu den übrigen Industrieländern nach wie vor sehr hoch. Die Besserung auf dem Arbeitsmarkt hat im Verlauf des Jahres 1998 fast alle Länder Eurolands erfaßt. Die Ausnahme ist Italien; dort lag die Arbeitslosenquote aufgrund der schwachen Konjunktur zuletzt sogar leicht oberhalb ihres Niveaus im Vorjahr.

Das Preisklima ist weiterhin sehr ruhig. Der Anstieg der Konsumentenpreise war auf dem niedrigsten Stand seit Jahrzehnten; gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) betrug er im Vorjahresvergleich zu Beginn des laufenden Jahres etwas weniger als 1 vH. Begünstigt wurde diese Entwicklung durch den Rückgang der Preise für Energie, die sich gegenüber dem Vorjahr um reichlich 4 vH verringerten; dagegen blieb der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen mit rund 2 vH (Vorjahresvergleich) im großen und ganzen unverändert. Die Unterschiede zwischen den Steigerungsraten der Verbraucherpreise in den einzelnen Ländern gemessen am HVPI sind nach wie vor erheblich: Während in Frankreich und in Deutschland mit Raten von weniger als 0,5 vH annähernd Preisniveaustabilität herrscht, beträgt der Anstieg in Spanien und in Italien rund 1,5 vH; in konjunkturell weiter fortgeschrittenen Ländern wie den Niederlan-

¹ Eurostat (1998) weist im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ESVG als „Exporte“ eine Größe aus, die den Intra-Handel innerhalb Eurolands einschließt. Eigene Berechnungen (vgl. Döpke et al. 1998b; Strauß 1998) auf Basis der Daten der einzelnen Länder Eurolands zeigen an, daß die Exporte bereits rückläufig waren, während der Intra-Handel noch aufwärtsgerichtet war.

den, Irland und Portugal beläuft er sich sogar auf mehr als 2 vH.² Die Produzentenpreise gingen im vierten Quartal 1998 mit einer laufenden Jahresrate von rund 3 vH leicht beschleunigt zurück, im Vorjahresvergleich betrug der Rückgang etwas weniger als 2,5 vH. Dabei war der interne Preisauftrieb sehr niedrig; die Lohnstückkosten waren im Vergleich zum Vorjahr rückläufig.

Geldpolitik regt Konjunktur an

Die monetären Rahmenbedingungen in den Ländern der EWU haben sich kontinuierlich verbessert. Bereits auf dem Weg zur EWU ist es zu einer Angleichung der Kapitalmarktzinsen in den einzelnen Ländern auf niedrigem Niveau gekommen. Diese Konvergenz war zum einen Folge einer weitgehend gleichen Ausrichtung der Geldpolitik im Hinblick auf die Stabilitätskriterien des Maastrichter Vertrags. Zum anderen verringerten sich die Abstände bei den realen Renditen; mit größer werdender Wahrscheinlichkeit der Teilnahme an der EWU nahm das Risiko einer Abwertung für die Währungen der bis dahin weniger stabilitätsorientierten Länder ab (Lapp et al. 1996: 259 ff.), und es verschwand völlig, nachdem im Mai 1998 über ihre Teilnahme an der EWU entschieden worden war. Mit der Angleichung der Kapitalmarktzinsen ging eine deutliche Verringerung der realen Renditen in den bis dahin als „Hochzinsländer“ geltenden Volkswirtschaften einher. Immerhin hatte der Abstand zwischen dem langfristigen Zins in einigen Ländern und der entsprechenden Rendite in Deutschland über einen längeren Zeitraum (1986–1996) rund zwei Prozentpunkte betragen (Tabelle 1).³ Alles in allem hat also die Einführung der EWU in einer Reihe von Ländern einen expansiven Impuls ausgelöst, die Finanzierungsbedingungen haben sich wesentlich verbessert. Ferner wurden die öffentlichen Haushalte entlastet, weil die Neuverschuldung zu niedrigeren Realzinsen möglich war als zuvor.

Eine ähnliche Entwicklung nahmen die Geldmarktzinsen, die von den Notenbanken weitgehend kontrolliert werden können. Auch hier gab es in der Vergangenheit beträchtliche Unterschiede nicht nur bei den nominalen, sondern auch bei den realen Zinssätzen (Dreimonatsgeld). Im langjährigen Durchschnitt betrug der kurzfristige Realzins beispielsweise in Italien 6% im Vergleich zu knapp 4% in Deutschland. Auch hierin spiegelt sich wider, daß einige Notenbanken nicht denselben Grad an Glaubwürdigkeit in der Stabilitätspolitik erreicht hatten wie etwa die Deutsche Bundesbank. Angesichts des Risikos einer Abwertung mußten sie den Marktteilnehmern höhere Geldmarktzinsen bieten. Mit Beginn der Währungsunion entfiel die Risikoprämie endgültig. Da die realen kurzfristigen Zinsen gerade in den südeuropäischen Ländern sowie in Frankreich nun erheblich gesunken sind – sie sind dort sogar teilweise niedriger als in Deutschland –,

² Die Unterschiede bei den nicht harmonisierten nationalen Preissteigerungsraten sind ähnlich groß.

³ Die Mittelwerte variieren je nach zugrundeliegendem Berechnungszeitraum. Der hier gewählte Durchschnitt ist insofern zu rechtfertigen, als die konjunkturelle Situation in den Jahren 1986 und 1996 jeweils ähnlich war. Gegen einen deutlich längeren Beobachtungszeitraum spricht die mangelnde Verfügbarkeit der Daten.

Tabelle 1: Realzinsen in den EWU-Ländern^a

| Land | Langfristige Zinsen | | Kurzfristige Zinsen | |
|-------------|---------------------------|----------------------|---------------------------|----------------------|
| | Durchschnitt 1986–1996 | Aktuell ^b | Durchschnitt 1986–1996 | Aktuell ^b |
| Deutschland | 4,7 | 3,3 | 3,8 | 2,6 |
| Frankreich | 6,1 | 3,1 | 5,5 | 2,4 |
| Italien | 6,4 | 2,4 | 6,0 | 1,7 |
| Spanien | 6,0 | 2,3 | 6,4 | 1,8 |
| Niederlande | 5,5 | 2,1 | 4,6 | 1,4 |
| Belgien | 5,8 | 2,9 | 5,1 | 2,2 |
| Österreich | 4,5 | 3,1 | 4,2 | 2,4 |
| Finnland | 7,0 | 2,9 | 6,5 | 2,2 |
| Portugal | 5,2 | 0,6 | 4,0 | -0,1 |
| Irland | 6,4 | 2,1 | 6,7 | 1,4 |

^a Langfristige bzw. kurzfristige Zinsen abzüglich der prozentualen Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr. – ^b Januar 1999, teilweise geschätzt.

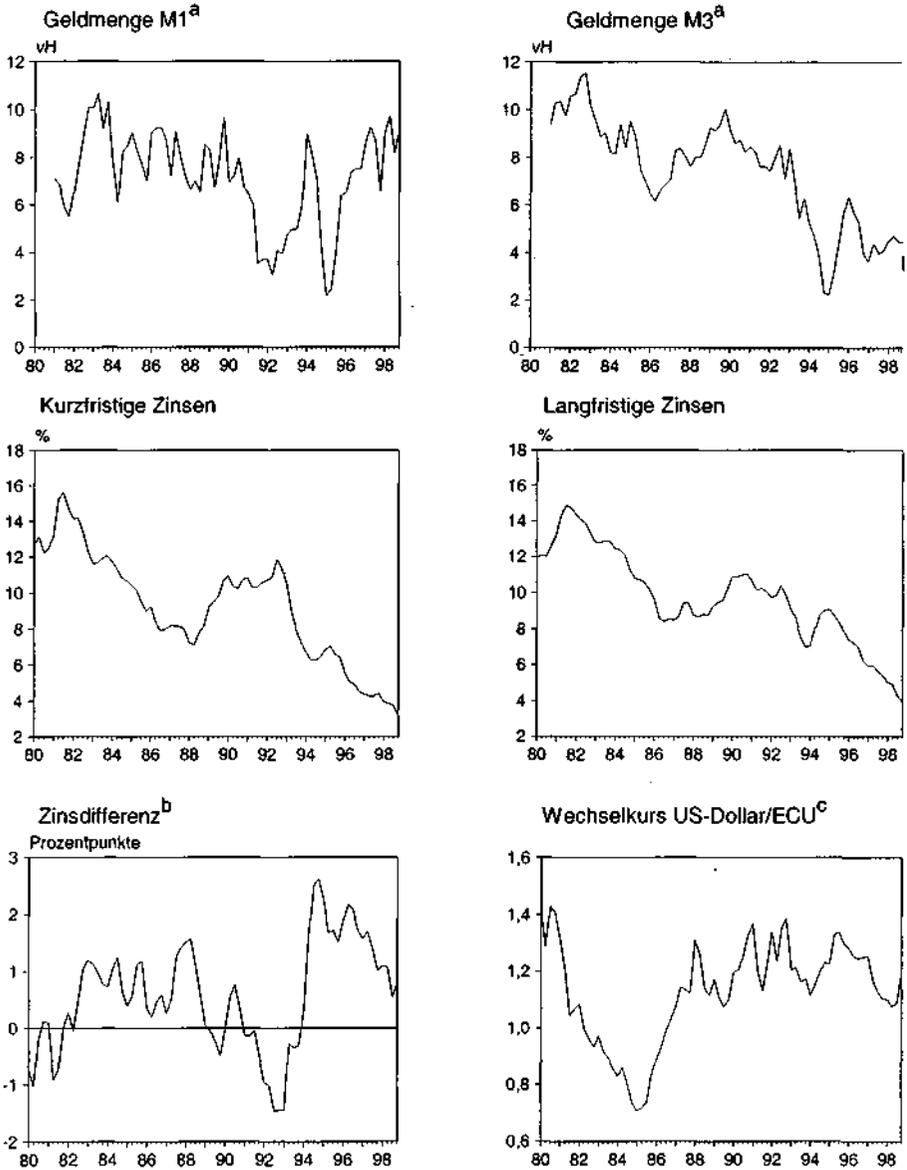
Quelle: OECD (1999), eigene Berechnungen.

wurde der Impuls, der von der Geldpolitik ausgeht, deutlich größer. Damit gilt für die Entwicklung sowohl der lang- als auch der kurzfristigen Zinsen: Allein die Konvergenz auf das Niveau der Zinsen in den Niedrigzinsländern bedeutete eine Verbesserung der monetären Rahmenbedingungen dort, wo in der Zeit vor der Währungsunion Inflations- und Wechselkursrisiken höhere Realzinsen implizierten.⁴ Für Euroland insgesamt ist das Niveau sowohl der kurz- als auch der langfristigen Zinsen derzeit äußerst niedrig, auch wenn man sie in Relation sieht zu der historisch niedrigen Inflation.

Mit der Einführung des Euro am 1. Januar 1999 ging die Zuständigkeit für die Geldpolitik von den nationalen Notenbanken auf die EZB über. Noch im Dezember vergangenen Jahres hatten die Notenbanken in einer koordinierten Aktion die Leitzinsen gemeinsam auf 3,0% gesenkt. Die Zinssätze für Dreimonatsgeld gingen von 3,5% im Durchschnitt des November 1998 auf zuletzt 3,1% zurück (Schaubild 2). Die langfristigen Zinsen, gemessen an der von der EZB ausgewiesenen Rendite von Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit für das Euro-Währungsgebiet, verminderten sich bis Anfang März auf 4,0%. Korrigiert man diesen Wert um den aktuellen Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex von 0,8 vH, so erhält man einen Schätzwert für den langfristigen Realzins in Euroland von etwa 3%. Er ist niedriger, als er im langjährigen Durchschnitt in Deutschland war. Die harmonisierte Geldmenge M3 nahm im Januar um 4,9 vH zu (Dreimonatsdurchschnitt der Vorjahresvergleiche), die Rate lag damit leicht

⁴ Dies wäre selbst dann der Fall, wenn die Einführung der EWU zu allgemein höheren Inflationserwartungen für die Teilnehmerländer geführt hätte, was aus der Zinsentwicklung aber nicht abgelesen werden kann.

Schaubild 2: Ausgewählte monetäre Indikatoren



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr. - ^bLangfristige minus kurzfristige Zinsen. - ^cAb 1999 Wechselkurs US-Dollar/Euro.

über dem von der EZB anvisierten Referenzwert von 4,5 vH; die eng abgegrenzte Geldmenge M1 expandierte doppelt so rasch. Das Urteil, daß die monetären Rahmenbedingungen insgesamt sehr günstig sind, wird verstärkt durch die Tatsache, daß sich der Euro gegenüber dem US-Dollar seit Beginn dieses Jahres bis Anfang März um rund 8 vH abgewertet hat.

Die Differenz zwischen Kapital- und Geldmarktzinsen ist indes etwas niedriger, als es dem langjährigen Durchschnitt für Deutschland entspricht. Dies wird vielfach als ein Hinweis auf eine neutrale oder sogar leicht restriktive Geldpolitik gewertet. Doch ist die Zinsdifferenz möglicherweise kein zuverlässiger Indikator, zumal ihre Veränderung auf eine Verringerung der langfristigen Zinsen und nicht auf eine Anhebung der kurzfristigen Zinsen, d.h. also auf restriktive Maßnahmen der Notenbank zurückging. In Euroland verengte sich die Zinsdifferenz seit Mitte 1998 nämlich nur deshalb, weil die langfristigen Zinsen noch stärker zurückgingen als die kurzfristigen Zinsen. Dabei sind die Kapitalmarktzinsen nicht zuletzt wegen einer Umschichtung von Anlagen in Südostasien und in anderen Krisenregionen gefallen (safe-haven effect). Dies kann schwerlich als Verschlechterung der monetären Rahmenbedingungen angesehen werden.

Aus der Zinsstruktur am kurzen Ende lassen sich die Erwartungen des Marktes über die zinspolitischen Schritte der EZB ableiten. Da beispielsweise der Geldmarktsatz für Sechsmonatsgeld etwas niedriger ist als der für Einmonatsgeld, rechnet der Markt offenbar damit, daß die EZB den Leitzins in nächster Zukunft noch leicht senken wird. Grundlage für diese Erwartung dürfte in erster Linie der gegenwärtig sehr geringe Anstieg der Verbraucherpreise sein, aber auch die konjunkturelle Flaute.

Wir teilen die Einschätzung des Marktes in dieser Beziehung jedoch nicht. Vielmehr nehmen wir an, daß die EZB die kurzfristigen Zinsen 1999 auf dem derzeitigen Niveau beläßt. Dafür spricht zunächst, daß es bei den laufenden Indikatoren eine gewisse Stabilisierung gibt, die darauf hindeutet, daß die Konjunkturschwäche – wie erwartet – nur vorübergehend ist. Eine zusätzliche geldpolitische Stimulierung würde die Preisniveaustabilität gefährden. Von der aktuellen Geldmengenentwicklung ist ohnehin eine Beschleunigung des Preisauftriebs angelegt, die allerdings durch Sonderfaktoren wie den Rückgang der Lohnstückkosten und niedrige Einfuhrpreise zurückgehalten wird. Zudem geht von der jüngsten realen effektiven Abwertung des Euro ein weiterer expansiver Effekt aus. Ferner spricht gegen einen weiteren Zinsschritt, daß die EZB gerade zu Anfang ihrer Tätigkeit den Märkten signalisieren muß, daß sie das Konzept der Potentialorientierung, auf das sie sich festgelegt hat, ernst nimmt und daher auf den Versuch einer Feinsteuerung der Konjunktur verzichtet. Besonders nach den erneut heftigen Forderungen aus Regierungskreisen nach einer Senkung der Leitzinsen – und nachdem die nationalen Notenbanken in der Einschätzung vieler Marktteilnehmer bei ihrer letzten Zinssenkung im Dezember bereits den Wünschen der Politik nachgegeben haben – dürfte sich der EZB eine Zinssenkung aus Glaubwürdigkeitserwägungen geradezu verbieten. Für die zweite Jahreshälfte 2000 halten wir im Gefolge der fortgesetzten konjunkturellen Erholung und der Preiserhöhungen an den Weltrohstoffmärkten sogar eine leichte Anhebung des Leitzinses für wahrscheinlich. Gegen Ende des kommenden Jahres wird der Geld-

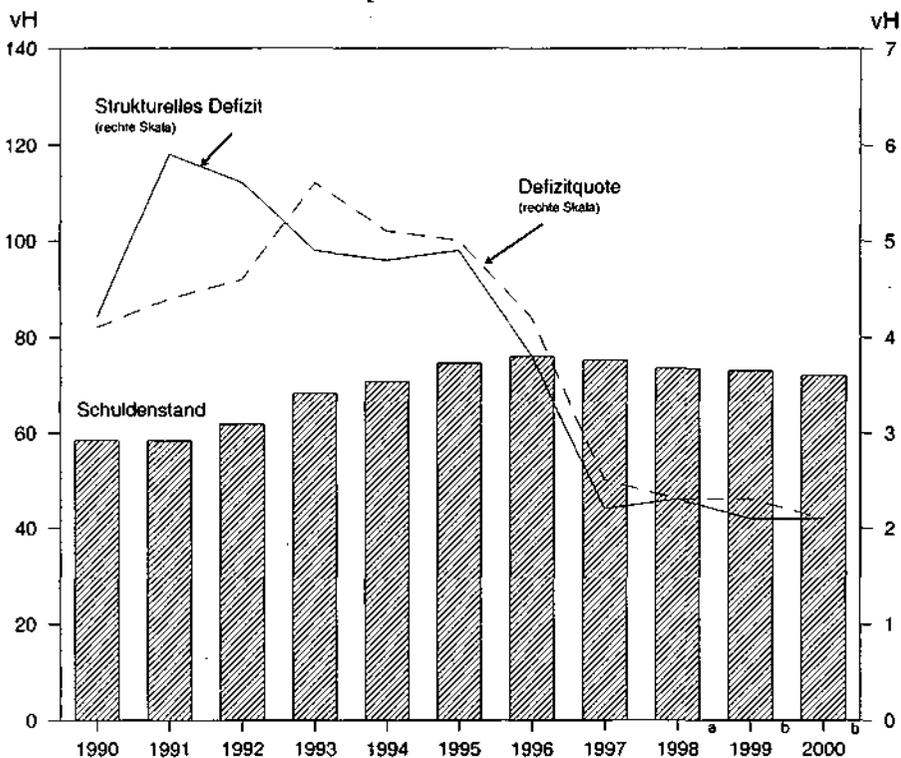
marktsatz (Dreimonatsgeld) vermutlich etwa 0,5 Prozentpunkte höher sein als gegenwärtig.

Die langfristigen Zinsen dürften im Verlauf von 1999 geringfügig anziehen; am Jahresende wird der Kapitalmarktzins etwa 4% betragen. Auch danach wird er leicht steigen, zum einen, weil Kapital zurück in die Emerging Markets fließt, zum anderen, weil sich die Konjunktur weiter bessert und sich der Preisauftrieb wieder verstärkt. Für den Wechselkurs des Euro gegenüber dem Dollar nehmen wir an, daß sich der Kurs im Prognosezeitraum etwa auf dem gegenwärtigen Niveau halten wird.

Neutraler Kurs der Finanzpolitik

Das Budgetdefizit der öffentlichen Haushalte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt ist in Euroland im vergangenen Jahr nochmals leicht gesunken. Im Vergleich zum Jahr 1997, als das Budgetdefizit von 4,2 vH (1996) auf 2,5 vH zurückgeführt worden war, fiel der Rückgang mit 0,2 Prozentpunkten allerdings sehr gering aus (Schaubild 3). Berücksichtigt werden muß nämlich, daß die Wirtschaft

Schaubild 3: Indikatoren zur Staatsverschuldung in Euroland – in vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts –



^a Schätzung, ^b Prognose.

1998 kräftig expandierte; allein durch konjunkturell bedingte Mehreinnahmen und Minderausgaben wäre eine Verringerung der Defizitquote um etwa 0,4 Prozentpunkte zu erwarten gewesen.⁵ Folglich ist das strukturelle Defizit im vergangenen Jahr sogar leicht gestiegen. Allerdings war es im Jahr 1997 durch Einmaßnahmen gedrückt worden, die sich – gemessen am Bruttoinlandsprodukt für Euroland – insgesamt auf rund 0,4 vH beliefen. Auch wenn man diesen Sondereffekt berücksichtigt, waren die Fortschritte bei der Rückführung der Defizite im Jahr 1998 allenfalls gering. Die Konsolidierungsanstrengungen sind nach dem Erreichen der zur Qualifizierung für die Währungsunion gesetzten Konvergenzziele offenbar weitgehend erlahmt.

Die Finanzpolitik wird im Prognosezeitraum in etwa neutral auf die Konjunktur wirken. Die Maßnahmen der Steuer- und Abgabepolitik sowie verschiedene Ausgabenprogramme, die insbesondere auf eine Verbesserung der Arbeitsmarktlage abzielen, werden per saldo die Nachfrage in den einzelnen Ländern weder merklich anregen noch bremsen. Nach den Planungen in den Stabilitäts- und Wachstumsprogrammen soll das Defizit zwar zurückgehen. Zum Erreichen der dort für 1999 und 2000 anvisierten Defizitquoten wären wegen der schwächer als unterstellt laufenden Konjunktur aber zusätzliche Maßnahmen zur Einnahmensteigerung oder Ausgabenreduzierung notwendig. Wir erwarten solche Beschlüsse indes nicht, da die Regierungen im Jahr 1999 eine prozyklische Finanzpolitik vermeiden wollen. Vielmehr dürften sie ein Überschreiten der Planzahlen hinnehmen, zumal damit keine Sanktionen verbunden wären. Das Budgetdefizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt wird in diesem und im kommenden Jahr bei jeweils reichlich 2 vH verharren; die Verschuldungsquote geht nur unwesentlich zurück.

Ausblick: Auftriebskräfte setzen sich durch

Die vorliegenden Frühindikatoren aus dem Unternehmenssektor deuten darauf hin, daß die gesamtwirtschaftliche Produktion vorerst nur in geringem Tempo ausgeweitet wird; dabei werden sich die Exporte und die Investitionen schwach entwickeln. Allerdings scheinen sich nach der Verschlechterung der Stimmung die Absatzerwartungen der Unternehmen stabilisiert zu haben (Schaubild 1). Gleichzeitig hat das Konsumentenvertrauen den höchsten Stand in den neunziger Jahren erreicht, und in einigen Ländern, so beispielsweise in Frankreich, befindet es sich sogar auf einem historischen Hoch. Der private Konsum wird deshalb weiterhin lebhaft expandieren.

Für den weiteren Verlauf dieses Jahres und das Jahr 2000 erwarten wir, daß sich die unternehmerischen Perspektiven aufhellen werden und die gesamtwirtschaftliche Produktion wieder zügig expandieren wird (Tabelle 2). Der Anstieg

⁵ Eine Erhöhung des gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrades um einen Prozentpunkt bewirkt erfahrungsgemäß eine Schrumpfung des konjunkturellen Defizits um reichlich 0,5 Prozentpunkte (Döpke et al. 1998b: 283). Bei einem geschätzten Potentialwachstum von rund 2,3 vH ergeben sich bei dem realisierten Produktionsanstieg von 3 vH eine Zunahme des Auslastungsgrades um 0,7 und ein Rückgang des Defizits um 0,4 Prozentpunkte.

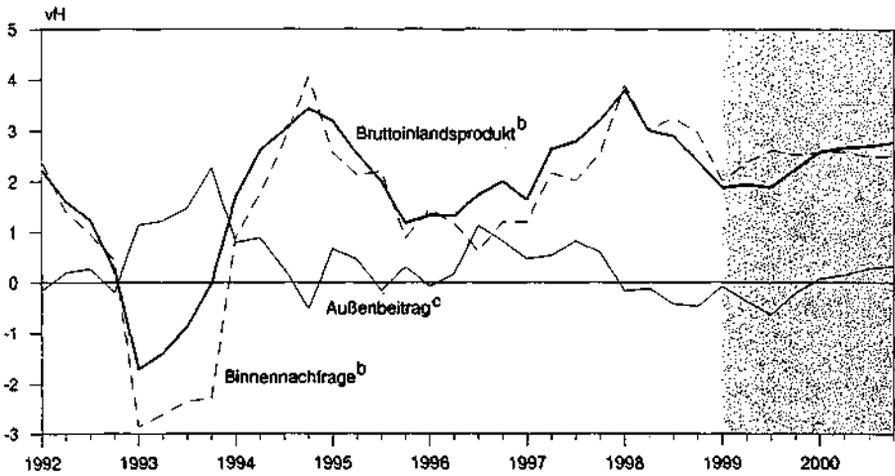
Tabelle 2: Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Euroland 1998–2000

| | 1998 | | | | 1999 | | | | 2000 | | | |
|--|-------|-------|-------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. ^a | 1. Q. ^b | 2. Q. ^b | 3. Q. ^b | 4. Q. ^b | 1. Q. ^b | 2. Q. ^b | 3. Q. ^b | 4. Q. ^b |
| Bruttoinlandsprodukt ^c | 3,6 | 2,3 | 2,8 | 0,7 | 1,2 | 3,1 | 2,5 | 2,6 | 2,8 | 2,5 | 2,5 | 2,5 |
| Inlandsnachfrage ^c | 6,3 | 1,0 | 1,9 | 2,5 | 2,0 | 3,2 | 2,7 | 2,4 | 2,6 | 2,4 | 2,2 | 2,2 |
| Privater Verbrauch ^c | 3,8 | 2,0 | 2,7 | 3,4 | 3,2 | 2,2 | 2,3 | 2,3 | 2,5 | 2,5 | 2,3 | 2,3 |
| Staatsverbrauch ^c | 6,4 | 1,1 | -3,2 | -1,0 | 4,0 | 1,2 | 1,4 | 1,6 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Anlageinvestitionen ^c | 6,3 | -5,0 | 5,0 | 2,3 | 2,1 | 2,8 | 3,7 | 3,8 | 3,6 | 3,7 | 3,7 | 3,6 |
| Vorratsveränderungen ^d | 1,5 | 0,7 | -0,3 | 0,1 | -1,0 | 1,0 | 0,3 | 0,0 | 0,2 | -0,1 | -0,1 | -0,2 |
| Außenbeitrag ^d | -2,4 | 1,2 | 0,9 | -1,8 | -0,8 | 0,0 | -0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,4 | 0,4 |
| Exporte ^{c,e} | -2,7 | 5,7 | 1,8 | -9,8 | 2,8 | 5,7 | 6,5 | 6,6 | 6,7 | 7,5 | 8,8 | 9,5 |
| Importe ^{c,e} | 3,9 | 2,0 | 2,1 | 4,5 | 2,3 | 3,5 | 4,5 | 5,0 | 5,5 | 6,0 | 6,0 | 6,5 |
| Arbeitslosenquote ^f | 11,3 | 11,1 | 11,0 | 10,8 | 10,7 | 10,5 | 10,3 | 10,1 | 10,0 | 9,9 | 9,8 | 9,7 |
| Konsumentenpreise (HPVI) ^g | 1,1 | 1,4 | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,9 | 1,1 | 1,4 | 1,5 | 1,7 | 1,8 |
| Geldmenge M1 ^g | 8,8 | 10,4 | 8,6 | 9,0 | 12,0 | 10,0 | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 8,0 |
| Geldmenge M3 ^g | 4,4 | 4,7 | 4,4 | 4,9 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 |
| Zinssatz Dreimonatsgeld in % | 4,0 | 3,9 | 3,8 | 3,4 | 3,1 | 3,2 | 3,2 | 3,2 | 3,2 | 3,3 | 3,5 | 3,6 |
| Zinssatz Staatsanleihen (10 Jahre) in % | 5,1 | 5,0 | 4,6 | 4,1 | 3,9 | 3,9 | 4,0 | 4,1 | 4,3 | 4,5 | 4,7 | 4,9 |
| Wechselkurs gegenüber dem Dollar ^h | 1,09 | 1,10 | 1,12 | 1,18 | 1,12 | 1,12 | 1,12 | 1,12 | 1,12 | 1,12 | 1,12 | 1,12 |

^a Teilweise Schätzung. – ^b Prognose. – ^c Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet, in vH. – ^d Beitrag zur Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts. – ^e Erfassung nur von Strömen zwischen Euroland und der übrigen Welt, deshalb Abweichungen zu den Veränderungsdaten, die Eurostat (1998) für die Vergangenheit ausweist. – ^f In vH der Erwerbspersonen, harmonisiert nach dem ILO-Konzept. – ^g Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH. – ^h US-\$/ECU; ab 1999 US-\$/Euro-Wechselkurs.

Quelle: Eurostat (1998), EZB (1999b), OECD (1999), eigene Berechnungen und Schätzungen.

Schaubild 4: Bruttoinlandsprodukt, Binnennachfrage und Außenbeitrag in Euroland^a



^ain konstanten Preisen. - ^bVeränderungsrate gegenüber Vorjahr. - ^cVeränderung des Außenbeitrags im Verlauf der zurückliegenden 4 Quartale in Relation zum Bruttoinlandsprodukt des Vorjahresquartals. - Ab 1999 I:Prognose.

des Bruttoinlandsprodukts wird in diesem Jahr – vor allem wegen des geringen Niveaus am Jahresanfang – nur 2 vH betragen; im kommenden Jahr wird er sich auf reichlich 2,5 vH beschleunigen und damit leicht höher sein als die Wachstumsrate des Produktionspotentials.⁶

Die konjunkturelle Belebung wird vor allem von der Binnennachfrage getragen (Schaubild 4); hierbei wirkt nach wie vor die Geldpolitik stimulierend, während die Finanzpolitik weitgehend neutral ausgerichtet bleibt, die strukturellen Defizite in Relation zum Bruttoinlandsprodukt also im großen und ganzen unverändert sein werden. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften – angeregt von den günstigen Finanzierungsbedingungen und der wieder zunehmenden Kapazitätsauslastung – leicht beschleunigt expandieren. Der private Konsum wird fortgesetzt zügig ausgeweitet werden, seine Zunahme wird sich im Prognosezeitraum allerdings kaum noch beschleunigen, da sich der Beschäftigungszuwachs und damit auch die Zunahme der real verfügbaren Einkommen etwas verlangsamen wird.

Ein bedeutender Impuls ist von den Exporten zu erwarten. Zum einen wird sich die Nachfrage aus Asien nicht mehr abschwächen, sondern leicht erholen, zum anderen wird sich auch die Konjunktur im Vereinigten Königreich wieder festigen (Gern et al. 1999). Dabei prognostizieren wir, daß der Produktionszu-

⁶ Wir unterstellen, daß es beim Übergang zum Jahr 2000 nicht zu nennenswerten Produktionsausfällen durch EDV-Probleme kommen wird. Gleichzeitig nehmen wir an, daß die notwendigen Umrüstungen an elektronischen Geräten stetig erfolgen und nicht zu Vorzieheffekten beispielsweise bei den Investitionen vom ersten Quartal 2000 ins vierte Quartal 1999 führen.

Tabelle 3: Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Euroland 1997–2000

| | Gewicht in vH ^a | Bruttoinlandsprodukt ^b | | | | Verbraucherpreise ^{b,c} | | | | Arbeitslosenquote ^d in vH | | | |
|-------------|-------------------------------|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|----------------------------------|------------------|-------------------|-------------------|--------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | | 1997 | 1998 ^e | 1999 ^e | 2000 ^e | 1997 | 1998 | 1999 ^e | 2000 ^e | 1997 | 1998 | 1999 ^e | 2000 ^e |
| Deutschland | 33,6 | 2,2 | 2,8 | 1,6 | 2,5 | 1,8 | 1,0 | 0,4 | 1,5 | 10,0 | 9,8 | 9,1 | 8,5 |
| Frankreich | 22,1 | 2,3 | 3,2 | 2,1 | 2,5 | 1,2 | 0,7 | 0,5 | 1,3 | 12,4 | 11,9 | 11,5 | 11,0 |
| Italien | 18,2 | 1,5 | 1,4 | 1,7 | 2,8 | 1,8 | 1,7 | 1,4 | 1,8 | 12,1 | 12,3 | 12,0 | 11,5 |
| Spanien | 8,5 | 3,5 | 3,8 | 3,1 | 3,4 | 2,0 | 1,8 | 1,7 | 2,1 | 20,8 | 18,8 | 17,5 | 16,5 |
| Niederlande | 5,8 | 3,6 | 3,7 | 1,8 | 2,3 | 2,2 | 2,0 | 1,6 | 2,1 | 5,2 | 4,0 | 4,0 | 4,0 |
| Belgien | 3,8 | 2,9 | 2,9 | 2,0 | 2,5 | 1,6 | 1,0 | 1,0 | 1,5 | 9,2 | 8,8 | 8,5 | 8,0 |
| Österreich | 3,3 | 2,5 | 3,0 | 2,0 | 2,5 | 1,3 | 0,9 | 1,0 | 1,5 | 4,4 | 4,4 | 4,0 | 4,0 |
| Finland | 1,9 | 5,9 | 5,0 | 3,0 | 3,0 | 1,2 | 1,4 | 1,0 | 2,0 | 13,1 | 11,8 | 10,5 | 9,5 |
| Portugal | 1,5 | 3,7 | 4,0 | 3,0 | 3,0 | 2,3 | 2,8 | 3,0 | 3,0 | 6,8 | 4,9 | 4,0 | 4,0 |
| Irland | 1,2 | 9,8 | 9,5 | 6,5 | 6,5 | 1,4 | 2,4 | 2,0 | 3,0 | 10,1 | 9,0 | 8,0 | 7,5 |
| Luxemburg | 0,2 | 3,7 | 3,5 | 2,5 | 3,0 | 1,4 | 0,9 | 1,0 | 1,5 | 2,6 | 2,2 | 2,0 | 2,0 |
| Euroland | 100,0 | 2,5 | 3,0 | 2,0 | 2,7 | 1,6 ^f | 1,1 ^f | 0,9 ^f | 1,6 ^f | 11,7 ^g | 11,1 ^g | 10,4 ^g | 9,9 ^g |

^a Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 1997. – ^b Veränderung gegenüber dem Vorjahr (vH). – ^c Nationale Preisangaben. – ^d Standardisierte Arbeitslosenquote nach ILO (OECD 1999). – ^e Prognose. – ^f Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). – ^g Arbeitslosenquote gewichtet mit den Erwerbspersonen von 1997.

Quelle: EZB (1999b), OECD (1999), eigene Berechnungen und Schätzungen.

wachs in den Vereinigten Staaten sich leicht verlangsamt und das Bruttoinlandsprodukt in Japan im großen und ganzen stagniert. Für den realen Außenwert des Euro ist unterstellt, daß er sich im Prognosezeitraum kaum verändert.

Die Konsumentenpreise werden 1999 um rund 1 vH und damit etwas weniger als im vorangegangenen Jahr steigen (Tabelle 3). Dabei dämpft vor allem der Rückgang der Importpreise, der im ersten Halbjahr 1999 noch anhält. Im späteren Verlauf dieses Jahres und im Jahr 2000 werden die Preise für Rohstoffe etwas anziehen, und auch der interne Preisdruck wird sich aufgrund der konjunkturellen Belebung und höherer Lohnabschlüsse leicht verstärken. In der Folge beschleunigt sich der Preisauftrieb geringfügig; im Jahresdurchschnitt wird die Inflationsrate rund 1,5 vH betragen.

Potentialorientierung der EZB ...

Die geldpolitische Strategie der EZB läßt sich nicht eindeutig den theoretischen Konzepten des „monetary targeting“ oder des „inflation targeting“ zuordnen. Beispielsweise wird zwar die „herausragende Rolle“ der Geldmenge betont; anstelle eines Geldmengenziels wird aber ein Referenzwert für die weite Geldmenge M3 vorgegeben. Allerdings geht die EZB dabei so vor wie die Deutsche Bundesbank in der Vergangenheit bei der Ableitung des Pfades, welcher der Mitte des jeweiligen Zielkorridors entsprach. Gemäß der Strategie der Potentialorientierung ergibt sich für Euroland eine Expansionsrate der Geldmenge von 4,5 vH, die mit dem geschätzten Potentialwachstum von 2 bis 2,5 vH, dem trendmäßigen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit um 0,5 bis 1 vH und der Norm für die Inflationsrate von 1,5 vH⁷ vereinbar ist. Die Geldmenge spielt so die Rolle des Ankers für das Preisniveau („Inflation ist letztendlich ein monetäres Phänomen“, EZB (1999a: 52)). Vermutlich angesichts der Unsicherheit beim Übergang zur Währungsunion – es kann sein, daß die Geldnachfrage vorübergehend instabil wird – hat die EZB darauf verzichtet, einen Zielkorridor anzugeben. Dies hätte nämlich dazu führen können, daß Änderungen der Leitzinsen erwartet würden, wenn der Korridor verlassen würde. In der Praxis besteht freilich kein großer Unterschied zwischen der Verwendung eines Korridors und der eines Referenzwerts, denn die EZB wird im Falle von größeren Abweichungen vom Referenzwert die Ursachen analysieren und prüfen, ob zinspolitische Schritte nötig sind.⁸ Auch die Deutsche Bundesbank ist in der Vergangenheit so vorgegangen, wenn der Zielkorridor verfehlt wurde.

Die EZB verfolgt ebenfalls kein „inflation targeting“ im eigentlichen Sinne. Wesentliches Element dieses Konzepts ist eine Prognose der Inflationsrate auf der

⁷ Das Ziel der Preisniveaustabilität definiert die EZB als erreicht, wenn der jährliche Anstieg des HVPI unter 2 vH liegt. Es liegt nahe, nicht die Obergrenze bei der Zielformulierung zugrunde zu legen. Nach Äußerungen von Mitgliedern des EZB-Rats dürfte eine Rate von 1,5 vH dem Ziel entsprechen.

⁸ Die Deutsche Bundesbank hat nicht mechanistisch reagiert, wenn die Geldmenge den Zielkorridor verlassen hatte. Sie hat sogar beispielsweise im Jahr 1994 die Zinsen gesenkt, als M3 deutlich oberhalb des Zielbandes lag.

Basis eines makroökonomischen Modells, die dann – sollte es zu einer Abweichung vom Inflationsziel kommen – expansive oder restriktive Maßnahmen nach sich zieht. Die EZB präsentiert aber kein solches Modell, und sie veröffentlicht zudem keine Inflationsprognosen.⁹ Von daher sind ihre Entscheidungen nicht so transparent und für die Öffentlichkeit weniger nachvollziehbar, als es im Konzept des „inflation targeting“ vorgesehen ist. Dennoch dürfte es praktisch keinen großen Unterschied zum „inflation targeting“ geben. Ähnlich wie die Notenbanken, die ein direktes Inflationsziel verfolgen, wird die Europäische Zentralbank eine breite Palette von Indikatoren benutzen, um die Inflations Tendenzen abzuschätzen. Die EZB (1999a: 55) nennt sehr viele Variablen, so daß man den Eindruck hat, sie betreibe ein „looking at everything“, d.h., es gehen in die Beurteilung ähnlich viele Größen ein, wie es in den meisten makroökonomischen Modellen der Fall ist. Ferner wird sie externe Inflationsprognosen für ihr Urteil heranziehen.

Die EZB hat sich also weder für ein „monetary targeting“ noch für ein „inflation targeting“ entschieden; gleichwohl bestehen kaum Unterschiede zu der tatsächlich verfolgten Politik etwa der Deutschen Bundesbank oder der Bank of England, was die Zielrichtung betrifft. Eine Strategie in der reinen Form wurde ohnehin selten oder nie verfolgt. So hat auch die Deutsche Bundesbank keineswegs die angekündigten Geldmengenziele zur alleinigen Richtschnur ihres Handelns gemacht.

Auch wenn die EZB eine Vielzahl von Indikatoren zur Beurteilung der Inflationsperspektiven heranzieht, kann man ihre Äußerungen so interpretieren, daß sie sich in ihrer Geldpolitik eng an das Konzept der Potentialorientierung anlehnt (EZB 1999a). Diese Strategie ist auf die mittlere Frist ausgerichtet und erlaubt daher strenggenommen nicht, daß die aktuelle Entwicklung der Konjunktur oder der Inflationsrate einen Einfluß auf geldpolitische Entscheidungen hat. Dies ist nur indirekt der Fall, wenn sich die Geldnachfrage ändert und es folglich zu einer Abweichung der Geldmenge vom Zielpfad kommen kann. Der wesentliche Grund für die Potentialorientierung ist die Erkenntnis, daß ein „fine tuning“ der Geldpolitik nicht erfolgversprechend ist.¹⁰ Denn bei jeder Abweichung vom jeweiligen Zielpfad der Produktion oder des Preisniveaus muß die Ursache identifiziert werden, das Ausmaß und die Art des Schocks – ist er permanent oder transitorisch – muß bekannt sein, und es muß gut abschätzbar sein, wie eine dann vorgenommene Änderung der Geldpolitik auf die Zielgrößen wirkt. Da all dies nicht bekannt ist bzw. nicht bekannt sein kann, hat man sich nach den zahlreichen Fehlschlägen mit der aktivistischen Politik, die häufig zu mehr Unstetigkeit und zu mehr Inflation geführt hat, für ein mittelfristiges Konzept entschieden.¹¹ Die potentialorientierte Geldmengenzpolitik wirkt für sich genommen stabilisierend. Bei gleichmäßiger Ausweitung der Geldmenge verläuft die Konjunktur ste-

⁹ Dagegen legt beispielsweise die Bank of England regelmäßig einen „Inflation Report“ vor, in dem die Perspektiven für die Inflation ausführlich beschrieben werden.

¹⁰ Das ist die Quintessenz aus Friedman (1968) und Lucas (1976).

¹¹ Für die Strategie der Potentialorientierung gelten natürlich auch eine Reihe von Voraussetzungen. Sie beziehen sich auf die langfristige Stabilität bestimmter Zusammenhänge, z.B. auf die Stabilität der Geldnachfrage.

tiger, und es wird einer Konjunkturschwäche ebenso entgegengewirkt wie einer Überhitzung der Konjunktur. So kann es beispielsweise nicht zu einer Inflationsbeschleunigung kommen, die dann ein Bremsmanöver auslöst, das einen Abschwung oder eine Rezession zur Folge hat (Scheide 1998). Ebenso wird eine Deflation vermieden.

... spricht derzeit gegen Zinssenkungen

Auf die aktuelle Debatte um die Zinspolitik der EZB bezogen bedeutet dies, daß die vorübergehende Konjunkturflaute keinen Handlungsbedarf signalisiert. Auch der Hinweis, der Preisanstieg sei derzeit niedrig – sogar geringer als die Zielinflationsrate der EZB – ändert daran nichts. Denn gegenwärtig wird die Preissteigerungsrate vor allem durch die Schwäche an den Weltrohstoffmärkten bzw. den Rückgang der Importpreise gedrückt und ist in den vergangenen Monaten nicht etwa wegen einer restriktiven Geldpolitik gesunken. Würde die Notenbank darauf reagieren und die Zinsen senken, müßte sie die Zinsen spätestens dann wieder heraufsetzen, sobald die Sondereffekte abklingen. Um solche Hektik in der Zinspolitik zu vermeiden, ist es besser, auf vorübergehende Änderungen der Importpreise nicht zu reagieren, denn diese haben keinen nachhaltigen Einfluß auf die Inflationsrate. Umgekehrt ist etwa aus der Abwertung des Euro gegenüber den wichtigen Weltwährungen nicht abzuleiten, daß die Zinsen erhöht werden müßten.¹²

Um zu vermeiden, daß die Zinsen beispielsweise mit steigenden Ölpreisen angehoben und mit fallenden Ölpreisen gesenkt werden¹³, ist es sinnvoll, daß sich die EZB nicht an der ausgewiesenen Inflationsrate, sondern an der sogenannten Kerninflationsrate orientiert, bei der die besonders volatilen Güterpreise (z.B. für Energie und für Nahrungsmittel) unberücksichtigt bleiben, die stark von Sondereffekten (kurzfristige Spekulation, Witterungseinflüsse usw.) geprägt sind. Gegenwärtig weicht diese Größe nicht wesentlich von der Zielgröße der EZB ab, ohne die Preise für Energie usw. beträgt der Anstieg der Verbraucherpreise in Euroland nämlich knapp 1,5 vH. Diese Rate ist kompatibel mit der gegenwärtig zu beobachtenden Rate der Geldmengenexpansion, d.h., auf mittlere Sicht wird die Inflationsrate in Euroland 1,5 vH betragen, wenn die Geldmenge nachhaltig – wie beim Referenzpfad vorgesehen – um 4,5 vH steigt. Die Kerninflationsrate dürfte auch eher der erwarteten Inflationsrate entsprechen; in kaum einer Prognose wird die niedrige aktuelle Rate des Preisanstiegs fortgeschrieben.

¹² Scheide und Solveen (1998) plädieren deshalb auch für eine Vernachlässigung von Wechselkursänderungen bei der Geldpolitik. – Hätte man hingegen, wie derzeit vorgeschlagen, Wechselkurszielzonen zwischen den großen Währungen vereinbart, wäre wohl bald der Zeitpunkt gekommen, daß die EZB die Zinsen erhöhen bzw. die amerikanische Notenbank trotz der Hochkonjunktur die Zinsen senken müßte.

¹³ Dasselbe Argument gilt für Änderungen etwa der Verbrauchsteuern. Kaum jemand würde der Notenbank einen Bremskurs empfehlen, wenn die Mehrwertsteuer oder die Mineralölsteuer angehoben werden.

Kasten: Eine modifizierte Taylor-Regel

Die Taylor-Regel für die Zinspolitik wird wie folgt beschrieben:

$$[1] \quad i = \pi + r + 0,5 (\pi - \pi^*) - 0,5 (y^* - y)$$

wobei i : Geldmarktzins
 π : Kerninflationsrate
 π^* : Inflationsziel
 r : Gleichgewichtiger Realzins
 y : Reales Bruttoinlandsprodukt
 y^* : Trend des realen Bruttoinlandsprodukts

Die Reaktionskoeffizienten für die Abweichungen von den Zielgrößen π^* und y^* werden im allgemeinen auf jeweils 0,5 festgelegt. Diese Version unterscheidet sich von der üblicherweise verwendeten Regel nur dadurch, daß die Kerninflationsrate und nicht die tatsächliche Inflationsrate verwendet wird. Unabhängig davon verlangt die Regel eine Schätzung des gleichgewichtigen Realzinses. Dies ist alles andere als trivial, und ein Fehler kann zu erheblichen Abweichungen vom Inflationsziel führen (Scheide 1998: 10 f.). Die Schätzung für Euroland ist besonders problematisch, da die Realzinsen in der Zeit vor der Währungsunion durch Risiken nach oben verzerrt waren. Es ist daher sinnvoll, den Zins zu nehmen, der sich für einen längeren Zeitraum für Deutschland ergeben hat. Er betrug im Durchschnitt der vergangenen 25 Jahre – ähnlich wie übrigens in den Vereinigten Staaten – etwa 3 %. Ferner ist im Rahmen dieser Regel, nach der die Notenbank auch auf die konjunkturelle Entwicklung reagieren soll, eine Schätzung des Outputgaps nötig. Hier weichen die Berechnungen verschiedener Institutionen teilweise deutlich voneinander ab. Am oberen Rand liegt die Schätzung durch die OECD mit reichlich 1 vH.⁴ Unterstellt man diese Werte für den Realzins und den Outputgap, so ergibt sich für den nach der Regel adäquaten Geldmarktsatz ein Wert von derzeit knapp 4%.

⁴ Mit anderen Methoden kommt man zu deutlich niedrigeren Werten, d.h., der Geldmarktzins nach der Regel wäre entsprechend höher. Vgl. Döpke et al. (1998b: 267 ff.).

Eine stärker kurzfristige Orientierung enthält die nach John Taylor benannte Regel für die Zinspolitik. Folgte man einer solchen Strategie, müßte die Notenbank die Zinsen senken (erhöhen), wenn die tatsächliche Inflationsrate kleiner (größer) ist als die Zielinflationsrate bzw. wenn das reale Bruttoinlandsprodukt kleiner (größer) ist als der Trend der gesamtwirtschaftlichen Produktion (Kasten).

Eine Politik nach der Taylor-Regel ist insofern kompatibel mit einer mittelfristig orientierten Geldpolitik, als sie einen neutralen Kurs nahelegt, wenn der Outputgap null ist und die Inflationsrate genau dem Zielwert entspricht. Auf die Berechnung gemäß der Regel bezogen heißt das, daß der neutrale Zins – auf Basis der genannten Schätzungen – 4,5% beträgt. Dieser Geldmarktsatz wird sich auf mittlere Sicht einstellen, wenn die Inflationsrate im Durchschnitt 1,5 vH betragen soll. Die Regel impliziert aber einen stärkeren Aktivismus im Hinblick auf die aktuelle Konjunktur- und Preisentwicklung als die potentialorientierte Geldpolitik. Doch selbst wenn man der Taylor-Regel folgte, ließe sich derzeit kein Zinssenkungsbedarf ableiten. Denn gegenwärtig beträgt der Geldmarktzins in Euroland 3,1%; er ist damit nicht nur niedriger, als er in der mittleren Frist sein wird, sondern auch niedriger, als er auf Basis der aktivistischen Taylor-Regel sein sollte.

All dies spricht dafür, daß die Geldpolitik der EZB stabilisierend in Hinblick auf die aktuelle Konjunkturschwäche wirkt. Wenn derzeit noch niedrigere Leitzinsen gefordert werden, muß dabei entweder unterstellt werden, daß der gleichgewichtige kurzfristige Realzins kleiner ist als 3 % – wofür es keine Anhaltspunkte gibt¹⁴ –, oder der Outputgap muß merklich höher angesetzt werden. Zu einem solchen Urteil käme man, wenn man der Auffassung ist, daß Euroland in einer tiefen Rezession steckt und folglich die Arbeitslosigkeit zu einem erheblichen Teil zyklisch bedingt ist. Gemäß der Taylor-Regel ließe sich beispielsweise ein um einen Prozentpunkt niedrigerer Zins „begründen“ mit einem Outputgap, der um zwei Prozentpunkte höher ist als hier unterstellt. Gegen die Annahme eines deutlich größeren Outputgap und gegen die Einschätzung, ein nennenswerter Anteil der Arbeitslosigkeit sei zyklisch bedingt, sprechen aber die Schätzungen der meisten Institutionen.

Stabilitäts- und Wachstumsprogramme: Keine ausreichende Konsolidierung

Um sicherzustellen, daß die einzelnen Länder auch nach Beginn der Währungsunion eine stabilitätskonforme Finanzpolitik betreiben, ist im Sommer 1997 der Stabilitäts- und Wachstumspakt verabschiedet worden. Danach ist auf mittlere Sicht ein ausgeglichener Haushalt bzw. sogar ein Überschuß anzustreben. Ein Instrument zur Durchsetzung einer dauerhaft tragbaren Finanzpolitik ist der Sanktionsmechanismus, der in Kraft tritt, wenn das Defizit höher als 3 vH des Bruttoinlandsprodukts ist.¹⁵ Darüber hinaus ist festgelegt worden, daß die Regierungen der Europäischen Kommission und dem Ministerrat mittelfristige Finanzplanungen, sogenannte Stabilitäts- und Wachstumsprogramme, zur Begutachtung vorlegen, anhand derer beurteilt wird, ob die Finanzpolitik den in den Verträgen festgelegten Zielen entspricht.

Die ersten Berichte liegen nun für alle Länder vor. Sie umfassen den Zeitraum bis zum Jahr 2002¹⁶ und sollen jährlich fortgeschrieben werden. In Tabelle 4 sind wesentliche Kennziffern der Programme für die einzelnen Länder zusammengestellt.¹⁷ In Finnland und in Irland wies der Staatshaushalt bereits im vergangenen Jahr einen Überschuß auf. Daneben ist nur in Spanien vorgesehen, am Ende des

¹⁴ Schätzungen des gleichgewichtigen Realzinses sind mit großer Unsicherheit behaftet. Unter anderem diese Schwierigkeit macht eine zinsorientierte Geldpolitik problematisch. Extrem kritisch, was den Zusammenhang zwischen Zins und Inflationsrate angeht, äußert sich beispielsweise Lucas (1996: 666): „Central banks and even some monetary economists talk knowledgeably of using high interest rates to control inflation, but I know of no evidence from even one economy linking these variables in a useful way ...“. In diesem Zusammenhang ist auch die Aussage im Monatsbericht der EZB (1999a: 19) zweifelhaft: „... Ansicht des EZB-Rats ..., daß ein Zinssatz von 3 % für die absehbare Zukunft angemessen ist, da er am besten geeignet ist, um auf mittlere Sicht Preisniveaustabilität zu gewährleisten.“ Hierfür gibt es keine empirische Basis.

¹⁵ Für eine Darstellung und Kritik vgl. Scheide und Solveen (1997) .

¹⁶ Die Stabilitätsprogramme Italiens und Irlands umfassen lediglich die Jahre bis 2001.

¹⁷ Auch die übrigen Länder der EU haben im Rahmen des Konsultationsprozesses im Vorfeld eines angestrebten Beitritts zur EWU entsprechende Projektionen vorgelegt.

Tabelle 4: Kennzahlen der Stabilitäts- und Wachstumsprogramme der EWU-Länder

| | Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo ^a | | Bruttoschuldenstand ^a | | Anstieg des Bruttoinlandsprodukts ^b | | Struktureller gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo ^{a,c} | |
|--------------------------|---|------|----------------------------------|-------|--|-----------|---|------|
| | 1998 | 2002 | 1998 | 2002 | 1994-1998 | 1998-2002 | 1998 | 2002 |
| Deutschland | -2,1 | -1,0 | 61,1 | 59,5 | 1,9 | 2,4 | -2,0 | -1,6 |
| Frankreich | -2,9 | -1,2 | 58,2 | 57,6 | 2,3 | 2,5 | -3,0 | 1,7 |
| Italien ^d | -2,6 | -1,4 | 118,2 | 107,0 | 1,6 | 2,8 | -2,1 | -2,8 |
| Spanien | -1,9 | 0,1 | 67,4 | 59,3 | 3,1 | 3,5 | -2,3 | -1,8 |
| Niederlande ^c | -1,3 | -1,0 | 68,6 | 64,5 | 3,2 | 2,25 | -1,6 | 0,1 |
| Belgien | -1,6 | -0,3 | 117,5 | 106,8 | 2,2 | 2,3 | -1,7 | -0,6 |
| Österreich | -2,2 | -1,4 | 64,5 | 60,0 | 2,3 | 2,4 | -2,3 | -1,9 |
| Finnland | 1,1 | 2,3 | 51,9 | 43,2 | 4,9 | 3,0 | 0,5 | 2,7 |
| Portugal | -2,2 | -0,8 | 58,0 | 53,2 | 3,4 | 3,3 | 2,3 | 1,5 |
| Irland ^d | 1,7 | 1,6 | 59,0 | 43,0 | 9,4 | 5,6 | -0,9 | -2,2 |
| Euroland | -2,3 | -0,9 | 73,5 | 67,7 | 2,3 | 2,6 | -2,3 | -1,5 |

^a In vH des Bruttoinlandsprodukts. – ^b Durchschnittliche jährliche Veränderungsrate. – ^c Auf der Basis des mit Hilfe eines Hodrick-Prescott-Filters ermittelten Produktionspotentials. Zur Methode vgl. Döpke et al. (1998b: 281ff.). – ^d Projektionszeitraum nur bis 2001. – ^e Vorsichtiges Szenario; im Stabilitäts- und Wachstumsprogramm sind alternative Projektionen mit durchschnittlichen Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts bis zum Jahr 2002 von 2,75 bzw. 3,25 vH enthalten.

Quelle: OECD (1998b), nationale Stabilitäts- und Wachstumsprogramme, eigene Berechnungen und Schätzungen.

Planungshorizonts auf eine Neuverschuldung zu verzichten. In den übrigen Ländern wird eine Reduzierung der Defizitquote auf etwa 1 vH angestrebt; die österreichische Regierung hält sogar 1,5 vH für ausreichend, um den Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes zu genügen (Bundesministerium für Finanzen 1998: 8). Für Euroland insgesamt ergibt sich aus den avisierten Defiziten eine Neuverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2002 von 0,9 vH, gegenüber 2,3 vH im Jahr 1998.

Von einer Konsolidierung der öffentlichen Haushalte kann nur gesprochen werden, wenn die um konjunkturelle Effekte bereinigten, strukturellen Defizite zurückgehen. Ein auf die mittlere Sicht ausgeglichener Haushalt, wie er nach dem Stabilitäts- und Wachstumspakt mindestens anzustreben ist, ist demnach mit einem strukturellen Defizit von null identisch. Da von den meisten Regierungen für den Zeitraum bis zum Jahr 2002 ein Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts unterstellt wird, der oberhalb des geschätzten Trendwachstums liegt, fällt die Abnahme der strukturellen Defizite geringer aus als die der ausgewiesenen Defizite. Strukturell ausgeglichen werden die Haushalte nach den Programmen lediglich in den Niederlanden, in Finnland und in Irland sein. Die den Projektionen zugrundeliegenden Annahmen bezüglich der Konjunktur sind im allgemeinen als

Tabelle 5: Ausgaben und Einnahmen des Staates in vH des Bruttoinlandsprodukts 1994, 1998 und 2002

| | Ausgabenquote ^a | | | Einnahmenquote ^a | | |
|-------------|----------------------------|------|------|-----------------------------|------|------|
| | 1994 | 1998 | 2002 | 1994 | 1998 | 2002 |
| Deutschland | 50,1 | 48,5 | 45,0 | 47,5 | 45,9 | 44,0 |
| Frankreich | 54,4 | 54,3 | 51,5 | 48,4 | 50,8 | 49,8 |
| Italien | 54,4 | 50,2 | 48,1 | 45,2 | 47,7 | 46,7 |
| Spanien | 47,8 | 43,5 | 41,2 | 41,5 | 41,6 | 41,2 |
| Niederlande | 52,8 | 46,7 | 43,8 | 49,0 | 45,4 | 42,7 |
| Belgien | 54,7 | 51,0 | . | 49,8 | 49,5 | . |
| Österreich | 52,5 | 49,6 | 49,0 | 47,5 | 48,1 | 48,7 |
| Finnland | 59,3 | 50,7 | . | 53,2 | 51,5 | . |
| Portugal | 46,8 | 46,7 | 46,0 | 40,8 | 44,5 | 45,1 |
| Irland | 40,5 | 31,4 | 28,1 | 38,3 | 35,1 | 33,3 |
| Euroland | 52,1 | 49,5 | 47,4 | 46,9 | 47,1 | 46,3 |

^a Angaben aus den Stabilitäts- und Wachstumsprogrammen, teilweise um konzeptionelle Unterschiede bereinigt.

Quelle: OECD (1998b), nationale Stabilitäts- und Wachstumsprogramme, eigene Berechnungen und Schätzungen.

optimistisch einzustufen. Für das laufende Jahr zeichnet sich beispielsweise ab, daß der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts spürbar geringer ausfällt als in den Programmen unterstellt. Damit besteht die Gefahr, daß selbst die wenig ambitionösen Ziele verfehlt werden.

Wesentlich für die Beurteilung der Finanzpolitik ist nicht nur die Entwicklung des Defizits, sondern auch die Frage, ob eine Konsolidierung durch Ausgabenrestriktion oder durch Erhöhung der Einnahmen erfolgt. Die Struktur der Konsolidierung hat zum einen Wachstumswirkungen, da eine Defizitreduktion, die primär auf Steuer- und Abgabenerhöhungen beruht, Kapitalbildung und Arbeitsangebot beeinträchtigt. Eine Strategie, die vor allem auf Ausgabenrestriktion setzt, hat bessere Aussichten, die öffentlichen Haushalte dauerhaft zu konsolidieren (McDermott und Wescott 1996).¹⁸

In allen Ländern, für die entsprechende Angaben vorliegen, ist vorgesehen, den Zuwachs bei den Ausgaben unter dem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion zu halten; die Ausgaben in Relation zum Bruttoinlandsprodukt gehen also, wenn auch teilweise nur leicht, zurück (Tabelle 5). In einer Reihe von Län-

¹⁸ Dabei ist freilich zu beachten, daß Ausgabenkürzungen vor allem dann zu einer nachhaltigen Verbesserung des Staatshaushalts führen, wenn sie den staatlichen Konsum und nicht die Investitionen betreffen (Alesina und Perotti 1997). Einschnitte bei den staatlichen Investitionen haben zum Rückgang des Defizits bis zum Jahr 1997 wesentlich beigetragen. Lediglich in Belgien, Irland und Portugal wurde die Investitionsquote erhöht. Der Anteil der staatlichen Ausgaben für Konsum, Transfers und Subventionen stieg gleichzeitig teilweise deutlich an (OECD 1998b: 152, Table IV.6).

dern wird damit eine Strategie fortgesetzt, die bereits in den vergangenen Jahren Früchte getragen hat. Besonders stark sind die Ausgabenquoten zwischen 1994 und 1998 in Irland, Finnland, den Niederlanden und Italien gesunken; diese Länder haben auch die größten Konsolidierungserfolge erzielt. Die Einnahmenquote war in den vergangenen Jahren in vielen Ländern – im Zuge der Bemühungen zur Senkung der Defizite unter den Referenzwert von 3 vH – gestiegen; sie soll im allgemeinen bis zum Jahr 2002 leicht sinken. Die geplante Struktur der Haushaltskonsolidierung geht nach den vorgelegten Programmen in die richtige Richtung. Die für die Jahre 1999 und 2000 absehbare Politik läßt jedoch insbesondere für die großen Länder Zweifel aufkommen, ob eine Realisierung der fiskalischen Projektionen gelingt. Weder für Frankreich noch für Deutschland ist ein nennenswerter Rückgang der Ausgabenquote in diesem und im nächsten Jahr zu erwarten.¹⁹

Der Vertrag von Maastricht fordert, daß die Finanzpolitik dauerhaft tragbar (sustainable) sein soll. Ein Indikator für die Sustainability ist, ob ein Primärüberschuß (Überschuß der Einnahmen über die Ausgaben abzüglich der Zinszahlungen) erwirtschaftet wird, der ausreicht, die Schuldenstandsquote zu stabilisieren (Blanchard et al. 1990; Buiters 1985). Gemessen an den avisierten Schuldenständen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2002 (Italien und Irland 2001) im Vergleich zum Niveau 1998 ist dies in allen Ländern der Fall. Allerdings sind die Verhältnisse im einzelnen sehr unterschiedlich: Während in einigen Ländern (Irland, Finnland, Niederlande) eine rasche Rückführung der Schuldenquote erfolgen soll, sind in anderen Ländern nur geringe Fortschritte geplant. Da dies insbesondere die großen Länder Deutschland und Frankreich sind, ist mit der in den vorgelegten Programmen skizzierten Finanzpolitik für Euroland insgesamt keine deutliche Senkung der Schuldenstandsquote verbunden; die Staatsverschuldung liegt im Jahr 2002 gemessen am Bruttoinlandsprodukt selbst bei der unterstellten günstigen konjunkturellen Entwicklung weiterhin deutlich über 60 vH.

Alles in allem ist die Finanzpolitik in Euroland noch nicht auf einem Kurs, der den Intentionen des Vertrags von Maastricht und des Stabilitäts- und Wachstumspakts entspricht. Dies liegt vor allem an der zögerlichen Konsolidierung in den großen Mitgliedsländern. Selbst die relativ niedrig gesteckten Ziele werden hier nur erreicht, wenn die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen sehr günstig sind. In den kleineren Ländern sind dagegen zum Teil erhebliche Fortschritte zu verzeichnen.

Steuerwettbewerb statt Steuerharmonisierung in der EU

Nach der Einführung des Euro wird häufig gefordert, die Finanzpolitik in der Währungsunion oder in der gesamten EU müsse mehr als bisher aufeinander abgestimmt werden. Es wird argumentiert, daß angesichts der erhöhten Kapitalmobilität mehr als bisher Absprachen bei der Kapitaleinkommensbesteuerung erforderlich seien. Insbesondere aber wird behauptet, daß die Steuersatzunterschiede

¹⁹ Zur Finanzpolitik in Deutschland vgl. Boss et al. (1999).

Tabelle 6: Mehrwertsteuersätze in den Ländern der EU im Jahr 1998 (vH)

| | Normalsatz | Ermäßigter Satz | Nullsatz ^a |
|------------------------|-------------------|-----------------|-----------------------|
| Belgien | 21 | 1; 6; 12 | ja |
| Dänemark | 25 | – | ja |
| Deutschland | 16 | 7 | – |
| Finnland | 22 | 8; 17 | ja |
| Frankreich | 20,6 | 2,1; 5,5 | – |
| Griechenland | 18 | 4; 8 | – |
| Irland | 21 | 3,6; 10,0 | ja |
| Italien | 20 | 4; 10 | ja |
| Luxemburg | 15 | 3; 6; 12 | – |
| Niederlande | 17,5 | 6 | – |
| Österreich | 20 | 10; 12 | – |
| Portugal | 17 | 5; 12 | – |
| Schweden | 25 | 6; 12 | ja |
| Spanien | 16 | 4; 7 | – |
| Vereinigtes Königreich | 17,5 | 5 | ja |
| Euroland | 18,3 ^b | – | – |
| EU15 | 18,5 ^b | – | – |

^a Steuerbefreiung mit Vorsteuerabzug (beispielsweise für Zeitungen in Belgien und Dänemark).
^b Gewogen mit den Anteilen am Bruttoinlandsprodukt im Jahr 1997.

Quelle: DATEV (1999), eigene Berechnungen.

bei der Mehrwertsteuer (Tabelle 6) die Integration der Märkte in der Union behindern und den Wettbewerb verzerren.

Die Kommission der EU hat – mit Unterstützung der Regierungen der meisten EU-Länder – vorgeschlagen (Mueller 1996), daß erstens die Steuersätze angenähert werden, daß zweitens der (Anfang 1993 in die Unternehmen verlagerte) Grenzausgleich bei der Besteuerung entfällt, es also in der EU grenzüberschreitend zum Vorsteuerabzug bei der Festsetzung der Mehrwertsteuerschuld kommt, und daß drittens die sich dann ergebende Umverteilung des Steueraufkommens durch einen (an Aggregate der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen anknüpfenden) Clearing-Mechanismus verhindert wird, die gegenwärtige Verteilung nach dem Bestimmungslandprinzip²⁰ also beibehalten wird.

Würde ein grenzüberschreitender Vorsteuerabzug gemäß dem Kommissionsvorschlag verwirklicht, so würden die Handelsströme bei gegebenen Steuersätzen nicht beeinflusst. Allerdings würde sich die Verteilung des Steueraufkommens ändern: Nettoexportländer erzielen ein größeres, Nettoimportländer ein geringeres Aufkommen als im gegenwärtigen System; auch die bestehenden Steuersatzunterschiede hätten Einfluß auf die Verteilung des Aufkommens. Zudem

²⁰ Direktimporte durch private Haushalte haben allerdings zur Folge, daß das Mehrwertsteueraufkommen im Ursprungsland anfällt.

könnte ein Land durch eine Anhebung des Steuersatzes sein Steueraufkommen auf Kosten anderer Länder vergrößern. Eine Steuersatzerhöhung in einem Land brächte – neben der Belastung des Konsums im Inland – wegen der Besteuerung der Ausfuhr in andere EU-Länder²¹ zusätzliche Steuereinnahmen, ohne daß (wegen des grenzüberschreitenden Vorsteuerabzugs) die Exporte abnähmen; die Steuereinnahmen des Importlandes nähmen ab, weil bei der Besteuerung im Importland ein größerer Betrag an (im Ausland gezahlter) Vorsteuer angerechnet würde. Diese Auswirkungen auf die Verteilung des Mehrwertsteueraufkommens der einzelnen Länder der EU sollen nach dem Vorschlag der Kommission der EU durch eine dauerhafte Einebnung der Steuersatzunterschiede in der EU und durch einen Clearing-Mechanismus vermieden werden.²²

Mit Steuersatzwettbewerb hat das von der EU-Kommission und von den meisten Regierungen gewünschte System nichts zu tun. Wettbewerb entsteht dagegen dann, wenn das Ursprungslandprinzip²³ und damit ein genereller (auch grenzüberschreitender) Vorumsatzabzug eingeführt werden (Boss 1989). Nach diesem System wird die (wie im herrschenden System um die Investitionen verringerte) Wertschöpfung in einem Land mit dem nationalen Steuersatz belegt, es gibt keinen „Grenzausgleich“, und das Aufkommen fließt dem Land zu, in dem die (konsumierten oder exportierten Güter) produziert werden. Nettoexportländer (Nettoimportländer) hätten höhere (niedrigere) Steuereinnahmen. Diese Verteilung entspricht dem, was der Begriff „Mehrwertsteuer“ eigentlich nahelegt.

Länder mit hohem durchschnittlichen Mehrwertsteuersatz (Hochsteuerländer) würden beim Übergang zum Ursprungslandprinzip isoliert betrachtet Wettbewerbsfähigkeit verlieren, Länder mit niedrigem Mehrwertsteuersatz (Niedrigsteuerländer) würden profitieren. Aber die Löhne und die Preise in den einzelnen Ländern würden – wenngleich möglicherweise verzögert – reagieren, so daß sich die ursprüngliche Wettbewerbssituation wieder einstellte;²⁴ in dem Maße, in dem die Lohnsenkung in den Hochsteuerländern verzögert oder nicht erfolgt, steigt dort vorübergehend oder dauerhaft die Arbeitslosigkeit.

Jedes Land könnte sich nach Einführung des Ursprungslandprinzips durch eine Steuersatzsenkung als Produktionsort attraktiv machen. Das Niveau der Steuerbelastung in der EU im (gewogenen) Durchschnitt wäre angesichts des Wettbewerbs auf mittlere Frist vermutlich geringer als gegenwärtig. Zudem könnte es

²¹ Im Verhältnis zu Nicht-EU-Ländern bleibt es nach dem Vorschlag bei dem gegenwärtigen System.

²² Um die Verschiebung des Steueraufkommens exakt auszugleichen, müßte der Clearing-Behörde genau das Zahlenmaterial geliefert werden, das derzeit für die Durchführung des innergemeinschaftlichen Kontrollverfahrens von den Unternehmen und den Finanzbehörden benötigt wird. Hinsichtlich des Verwaltungsaufwands „wäre ... vor allem für die Unternehmen nichts gewonnen. Der Haupteffekt hätte im Aufbau einer neuartigen europäischen Behörde bestanden“ (Homburg 1997: 306).

²³ Der Name Ursprungslandprinzip wird in der politischen Diskussion zu Unrecht für das von der Kommission der EU vorgeschlagene System verwendet.

²⁴ Technisch: Die „realen Wechselkurse“ innerhalb der Währungsunion wären nach Anpassung an das neue System unverändert; im Verhältnis zu Nicht-EWU-Ländern käme es bei unveränderten realen Wechselkursen zu Änderungen (auch) der nominalen Wechselkurse.

dazu kommen, daß sich die Steuersätze den von den einzelnen Staaten für die Unternehmen erbrachten Leistungen (z.B. in Form der Infrastruktur) annähern. Schließlich ist ein Verzicht auf Harmonisierung auch insofern von Vorteil, als im Wettbewerb die für die einzelnen Länder möglicherweise unterschiedliche optimale Struktur der einzelnen Mehrwertsteuersätze gefunden werden könnte.

Der Wettbewerb bei der Besteuerung der Kapitaleinkommen wird vielfach noch skeptischer beurteilt als der bei der Mehrwertbesteuerung. Angesichts der weltweit gestiegenen Mobilität des Kapitals wird oft argumentiert, ein Steuer senkungswettlauf sei im Gange; er werde noch intensiver und ende möglicherweise erst dann, wenn die Steuersätze auf Null gesunken seien (race to the bottom). Der Staat könne bei Wettbewerb seine Aufgaben nur unzureichend oder überhaupt nicht wahrnehmen. Insbesondere komme es zu einer Unterversorgung mit öffentlichen Gütern, und der Sozialstaat werde ausgehöhlt. Bei gegebenen oder sinkenden Ausgaben des Staates müsse die Steuerbelastung in dem Senkungswettlauf immer mehr auf die immobilen Faktoren, vor allem auf den Faktor Arbeit, verlagert werden; dies behindere – bei ohnehin hohen oder gar steigenden Beitragssätzen in der Sozialversicherung – den Rückgang der Arbeitslosigkeit in der EU.

Fraglich ist, ob das befürchtete „race to the bottom“ tatsächlich stattfindet.²⁵ Die Körperschaftsteuersätze, um die es bei der Diskussion über den Steuer senkungswettlauf und die Notwendigkeit der Harmonisierung vor allem geht, sind zwar von der Mitte der achtziger bis zum Beginn der neunziger Jahre in fast allen Ländern der EU (und in anderen Industrieländern) gesunken (SVR 1998: Ziff. 310), danach hat sich die Belastung insgesamt aber nur wenig verändert. Der Anteil der Steuern auf „corporate income“ in der Abgrenzung der OECD am gesamten Steueraufkommen hat im Zeitraum 1980 bis 1996 in nur wenigen Ländern (Frankreich, Deutschland) abgenommen (Tabelle 7); in der EU insgesamt ist er – ebenso wie die Relation der Steuern auf „corporate income“ zum Bruttoinlandsprodukt – sogar gestiegen. Offenbar gibt es allenfalls schwache Indizien für einen Steuer senkungswettlauf in der EU.

Gleichwohl gibt es starke Harmonisierungsbestrebungen und intensive Bemühungen um einen „fairen“ Steuerwettbewerb in der EU. So sollen nach dem Vorschlag der EU-Kommission (Mueller 1998) die EU-Länder entweder (mit einem Steuersatz von mindestens 20 vH) eine Quellensteuer auf Zinserträge (einschließlich der Erträge von Nullkuponanleihen und Eurobonds) erheben, die Ausländern aus EU-Ländern zufließen, oder die Steuerbehörden des Wohnsitzlandes des Zinsempfängers über die Zinserträge informieren („Koexistenzmodell“).

Der Vorschlag zielt offenbar darauf ab, in der EU in einem Teilbereich der Einkommensbesteuerung das Wohnsitzlandprinzip zu verwirklichen. Die Besteuerung der Kapitaleinkommen nach dem Wohnsitzlandprinzip (Weltereinkommens-

²⁵ Bei der Beurteilung der Attraktivität eines Standorts kommt es letztlich auf die effektive Steuerbelastung der Unternehmen an; diese hängt außer vom Steuersatz von der Abgrenzung der Bemessungsgrundlage (z.B. den Abschreibungsregeln) sowie davon ab, ob es andere ertragsabhängige oder sonstige Steuern gibt.

Tabelle 7: Aufkommen der Steuern auf Gewinne und Vermögen der Körperschaften^a in Relation zum Bruttoinlandsprodukt und zum gesamten Steueraufkommen in der Europäischen Union, in Japan und in den Vereinigten Staaten (vH) 1980, 1990 und 1996

| | Jahr | Bruttoinlandsprodukt | Steueraufkommen |
|------------------------|------|----------------------|-----------------|
| Belgien | 1980 | 2,5 | 5,7 |
| | 1990 | 2,4 | 5,4 |
| | 1996 | 3,1 | 6,8 |
| Dänemark | 1980 | 1,5 | 3,2 |
| | 1990 | 1,6 | 3,2 |
| | 1996 | 2,4 | 4,6 |
| Deutschland | 1980 | 2,1 | 5,5 |
| | 1990 | 1,8 | 4,8 |
| | 1996 | 1,4 | 3,8 |
| Finnland | 1980 | 1,4 | 3,9 |
| | 1990 | 2,1 | 4,6 |
| | 1996 | 3,2 | 6,7 |
| Frankreich | 1980 | 2,1 | 5,1 |
| | 1990 | 2,3 | 5,3 |
| | 1996 | 1,7 | 3,8 |
| Griechenland | 1980 | 1,1 | 3,8 |
| | 1990 | 2,0 | 5,5 |
| | 1996 | 2,6 | 6,3 |
| Irland | 1980 | 1,5 | 4,5 |
| | 1990 | 1,7 | 5,0 |
| | 1996 | 3,2 | 9,6 |
| Italien | 1980 | 2,4 | 7,8 |
| | 1990 | 3,9 | 10,0 |
| | 1996 | 4,0 | 9,2 |
| Luxemburg | 1980 | 6,9 | 16,4 |
| | 1990 | 6,9 | 15,9 |
| | 1996 | 7,2 | 16,0 |
| Niederlande | 1980 | 3,0 | 6,6 |
| | 1990 | 3,4 | 7,5 |
| | 1996 | 4,1 | 9,5 |
| Österreich | 1980 | 1,4 | 3,5 |
| | 1990 | 1,5 | 3,6 |
| | 1996 | 2,1 | 4,7 |
| Portugal | 1980 | | |
| | 1990 | 2,5 | 8,0 |
| | 1996 | 3,3 | 9,5 |
| Schweden | 1980 | 1,2 | 2,5 |
| | 1990 | 1,7 | 3,1 |
| | 1996 | 2,9 | 5,6 |
| Spanien | 1980 | 1,2 | 5,1 |
| | 1990 | 3,0 | 8,8 |
| | 1996 | 2,0 | 5,9 |
| Vereinigtes Königreich | 1980 | 2,9 | 8,2 |
| | 1990 | 4,0 | 11,1 |
| | 1996 | 3,8 | 10,5 |
| EU15 | 1980 | 2,2 | 5,8 |
| | 1990 | 2,7 | 6,8 |
| | 1996 | 3,1 | 7,5 |
| Japan | 1980 | 5,5 | 21,8 |
| | 1990 | 6,8 | 21,6 |
| | 1996 | 4,7 | 16,4 |
| Vereinigte Staaten | 1980 | 2,9 | 10,8 |
| | 1990 | 2,1 | 7,7 |
| | 1996 | 2,7 | 9,6 |

^a „Corporate income“ in der Abgrenzung der OECD.

Quelle: OECD (1998a: 84).

prinzip) ist als internationales Prinzip effizient, wenn sie durchsetzbar ist;²⁶ Anlageentscheidungen werden dann nämlich – bezogen auf den EU-Raum – steuerlich unverzerrt getroffen, weil ausländische Erträge der Inländer derselben Belastung wie inländische Erträge unterliegen. Eine Besteuerung der Kapitaleinkommen ist zudem im Rahmen eines Systems der Einkommensbesteuerung angebracht, sie bedeutet aber, daß die Ersparnis diskriminiert wird. Kommt es in den Ländern der EU mit der Verwirklichung des Vorschlags der Kommission zu einer im Durchschnitt verschärften Zinsbesteuerung, so nimmt die Diskriminierung der Ersparnis zu. Die Realisierung des Vorschlags bedeutete dann einen Schritt weg von einer Konsumbesteuerung, die der grundsätzlich existierenden Einkommensbesteuerung vermutlich vorzuziehen ist; zwar führt eine Konsumsteuer auch zu Verzerrungen wirtschaftlicher Entscheidungen, die Kapitalbildung wird aber nicht bestraft. Nachteile brächte die Verwirklichung des EU-Vorschlags auch insofern, als Nicht-EU-Länder häufig anders und niedriger besteuern mit der Folge, daß Kapital abwandert. Zudem könnte es zu Verlagerungen des Wohnsitzes aus der EU heraus kommen.

Es ist zweifelhaft, ob der Kommissionsvorschlag beschlossen wird; denn alle Länder müssen zustimmen, damit er angenommen wird. Luxemburg verweist auf ein Junktim zur Neuregelung der Dividendenbesteuerung und zur Behandlung der Steueroasen; anderen Ländern ist der vorgeschlagene Steuersatz (20 vH) zu hoch. Streit wird es über die Verteilung des zusätzlichen Steueraufkommens, wenn es denn entsteht, geben. Das Modell der Mindestbesteuerung bedeutet zudem, daß ein Land, in dem Ausländer Zinsen erwirtschaften, die anderen Länder (die (Wohnsitz-)Länder) ausbeuten kann; denn die erhöhte Belastung der Zinserträge im Quellenland wird gegen die sich im Wohnsitzland ergebende Steuerschuld aufgerechnet. Es ist wenig wahrscheinlich, daß diese Konsequenz von allen Ländern akzeptiert wird; sie wird teilweise oder ganz vermieden, wenn im Zuge einer Harmonisierung der durchschnittliche Steuersatz auf Zinserträge erhöht wird.

Unabhängig von den konkreten Plänen der EU-Kommission stellt sich die Frage, ob eine Steuerharmonisierung bei hoher bzw. sich verstärkender Kapitalmobilität sinnvoll ist (vgl. hierzu auch Kitterer 1995). Wenn die Steuersätze im Wettbewerb um mobile Faktoren gesenkt werden müssen, dann werden Regierungen und Parlamente gezwungen, Staatsausgaben zu senken. Ineffizienzen im öffentlichen Sektor nehmen ab, vermutlich werden auch die Finanzhilfen zugunsten „strukturschwacher“ Branchen sinken. Der Steuerwettbewerb könnte zu verringerter Steuerbelastung und niedrigeren Staatsausgaben führen; dies würde sich positiv auf Wachstum und Beschäftigung auswirken (Heitger 1998).

Wettbewerb zwischen Regierungen macht ein Infrastrukturangebot durch den Staat nicht unmöglich. In dem Maße, in dem dieses die Grenzproduktivität des Kapitals erhöht, sind Äquivalenzsteuern möglich. Es gibt insofern eine Untergrenze, unter die die Steuersätze nicht fallen können (Siebert 1990). Sie ist defi-

²⁶ Andernfalls ist sie so zu beurteilen wie eine Quellenlandbesteuerung, die einem Land Steuersatzsenkungen nahelegt, damit es im Wettbewerb um mobiles Kapital bestehen kann (vgl. Huber 1997).

niert durch den Wert der Dienste, die der Staat für die Steuerzahler beispielsweise in Form von Infrastruktur erbringt. „Die marginalen Infrastrukturerkosten stellen ... das Mindeststeuerniveau dar, das auch dann nicht unterschritten werden könnte, wenn das Kapital vollkommen mobil wäre“ (BMW i 1994: 65). Steuerwettbewerb könnte zu einer „benefit taxation“ in diesem Sinne führen, nicht zu einer Nullbesteuerung der Kapitaleinkommen. Ein solches Ergebnis ist grundsätzlich positiv zu bewerten. Ob die unter solchen Umständen möglichen Steuereinnahmen ausreichen, die Infrastrukturausgaben des Staates kostendeckend zu finanzieren, wird unterschiedlich beurteilt (vgl. z.B. H.-W. Sinn 1997; Blankart 1996). Schwierigkeiten werden vor allem für den Fall gesehen, der dadurch gekennzeichnet ist, daß der Staat Leistungen bei zunehmenden Skalenerträgen in der Nutzung anbietet. In diesem Fall sei der Steuerwettbewerb mit Skepsis zu sehen, weil ein effizientes Angebot nicht zustandekommt; dieser Fall spielt aber in der Realität wohl eine nur geringe Rolle.²⁷

Steuerwettbewerb führt nicht zwangsläufig zu einer Erosion des Sozialstaates, er bedroht nur ineffizient gestaltete Systeme der sozialen Sicherung (SVR 1998). Es ist angesichts des in vielen Ländern hohen Niveaus der Staatsausgaben in Relation zum Bruttoinlandsprodukt wenig wahrscheinlich, daß in absehbarer Zeit selbst bei forciertem Wettbewerb zwischen politischen Anbietern eine Unterversorgung mit öffentlichen Leistungen und eine Erosion des Sozialstaates drohen.

Wettbewerb hilft, bessere Lösungen wirtschaftspolitischer Probleme zu finden (S. Sinn 1990). Der Wettbewerb der Regierungen (der politischen Anbieter in den einzelnen Ländern) kann grundsätzlich in der gleichen Weise zu besseren wirtschaftlichen Ergebnissen und zum Lernen voneinander führen wie der Wettbewerb zwischen Unternehmen. Der Wettbewerb könnte sich im Sinne von Hayeks als Entdeckungsverfahren (von Hayek 1968) auch bei der Gestaltung der Finanzpolitik erweisen, indem er zu einem besseren Steuersystem führt.

Summary

In Favor of a Stable Monetary Policy and Tax Competition in Euroland

Transitory Weakness of the Economy

At the beginning of this year, EMU countries face a cyclical weakness which was caused by a deceleration of export growth. While these are the consequences of the crises in various countries of the world, internal demand growth seems to be more or less intact due to low interest rates and higher terms of trade.

Leading indicators from the business sector suggest that production in Euroland will expand only moderately in the near future. However, sales expectations have stabilized. At the same time, consumer confidence rose considerably and went up to the highest level in the 1990s; in a few countries, for example in France, it

²⁷ „Viele staatliche Leistungen haben ähnliche Rivalitätseigenschaften wie private Güter“ (BMW i 1994: 66). Vgl. auch Blankart (1996).

even reached an all-time high. Therefore, private consumption will increase considerably. In the course of this year, business confidence will improve because the situation in the regions hit by a crisis will more and more stabilize. Economic activity in Euroland will gain momentum again. In 1999, the increase of real GDP will amount to only 2 percent; next year, it will accelerate to 2.7 percent and will thus be somewhat higher than the growth rate of potential output. Domestic demand will be the driving force, supported by an expansionary monetary policy, while fiscal policy remains more or less neutral.

Monetary Policy Stimulates Economic Activity

With the introduction of the euro on January 1, 1999 the ECB took over the responsibility for monetary policy. In December 1998, the national central banks had reduced the key interest rate to a level of 3% in a concerted action. Since then, the three-month money market rate fell from 3.5% to 3.1%. Long-term interest rates stood at around 4% at the beginning of March. Corrected for inflation, the rate is approximately 3%; this real rate is lower than the long-term average for Germany. Furthermore, the harmonized M3 increased at a rate of 4.9 percent in January, its growth rate is somewhat higher than the reference value announced by the ECB (4.5 percent); the narrow money stock M1 expanded at annual rate twice as high. All in all, the monetary conditions are very favorable. In addition, the euro has devalued considerably against the US dollar since the beginning of this year.

The ECB will keep its key interest rate at the low level for the near future. It will, in our view, not cut interest rates for several reasons. The current indicators have stabilized and suggest that the weakness of economic activity is only transitory as is expected by many observers including the ECB. Furthermore, the ECB has to establish its reputation at the beginning of the monetary union; this means, among other things, that the central bank takes the medium-term strategy that it has chosen seriously and refrains from any attempts to fine tune the economy. Above all, the ECB will want to avoid the impression that the strong pressure from governments is effective; otherwise it would lose credibility. For next year, we expect the ECB to raise rates slightly because of the strengthening of the economy and the pickup of raw material prices. At the end of the year 2000, the three-month money market rate will be approximately 0.5 percentage points higher than at present.

No Reason to Cut Interest Rates

The ECB has decided to follow a medium-term strategy. This potential-oriented policy stabilizes the economy, because it counteracts recessionary tendencies as well as an overheating of the economy. Also, an acceleration of inflation is avoided, which would usually lead to restrictive measures by the central bank and cause an economic downturn or a recession. Equivalently, deflationary tendencies are avoided if the money stock expands at the rate given by the reference path announced by the ECB.

As far as the debate on interest rate policy of the ECB is concerned, the current weakness of the economy does not imply a need for action. The fact that inflation is low does not change this conclusion either. Currently, consumer prices increase only moderately, but this is due to special factors, in particular the weakness of raw material prices, and not due to a tight monetary policy. If interest rates were lowered in response to this transitory change, they would have to be raised again as soon as this effect fades away. In order to avoid such a stop-and-go policy, the ECB should refrain from activism especially since changes of import prices do not have a lasting impact on inflation. At the same time, the recent weakness of the euro against major currencies does not suggest that interest rates should be raised. For very good reasons, the ECB – as well as the American Fed – does not follow a target for exchange rates. Currently, interest rates in Euroland are very low, and economic activity has already been stimulated sufficiently. The ECB should make sure that M3 does not expand faster than the announced rate given by the reference value of 4.5 percent.

Stability and Growth Programs Are not Ambitious Enough

According to the Stability and Growth Pact, government budgets over the medium term should be balanced or even show a surplus. Accordingly, the governments have just published their Stability and Growth Programs. The evaluations show that for Euroland, budget deficits in relation to GDP will decline from 2.8 percent in 1998 to 0.9 percent the year 2002. Nevertheless, fiscal policy is not yet on the course which is compatible with the intentions of the Treaty of Maastricht; in fact, consolidation efforts weakened already last year. Only in smaller countries fiscal policy is on the correct path, while consolidation in larger member countries is pursued too cautiously. In addition, the targets which are not very ambitious will only be achieved if economic conditions remain very favorable.

Tax Competition Instead of Tax Harmonization

For many years there have been political intentions to harmonize tax rates in the EU. The Commission proposed a smoothing of the VAT rate differentials, the (formal) abolition of the destination principle and the introduction of a clearing mechanism which is to compensate those countries which are losing tax revenues because of the switch to the new system. Competition in the field of capital income taxation is often seen to be especially harmful. Facing a high degree of international capital mobility, every country would reduce its tax rate in order to attract new capital or not to lose capital allocated in the country. Many observers even predict a "race to the bottom" with no taxes on capital income. According to these fears, it would then be impossible to supply all the necessary public goods and to finance the welfare state.

However, the development of capital income tax rates in the EU and in other industrialized countries does not indicate that a race to the bottom has taken place. If tax competition should become as fierce as some observers fear, there are nevertheless some strong arguments in favor of competition instead of harmon-

ization. If tax rates are cut in a process of competition, government expenditures have to be reduced; this helps to avoid waste and inefficiencies in the public sector. Given the high levels of government expenditures in most of the EU countries, there seems to be no risk that the governments cannot fulfill their specific functions. In addition, tax competition might help to find better tax systems, and every country could learn from the experiences of other countries. In contrast, tax harmonization would probably lead to higher taxes in the EU.

Literaturverzeichnis

- Alesina, A., und R. Perotti (1997). Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects. *IMF Staff Papers* 44 (2): 210–248.
- Blanchard, O., J. C. Chouraqui, R. P. Hagemann und N. Sartor (1990). The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question. *OECD Economic Studies* 15 (Autumn): 7–36.
- Blankart, C. B. (1996). Braucht Europa mehr zentralstaatliche Koordination? Einige Bemerkungen zu Hans-Werner Sinn. *Wirtschaftsdienst* 76 (2): 87–91.
- BMWi (Bundesministerium für Wirtschaft) (1994). Ordnungspolitische Orientierung für die Europäische Union. Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft. Dokumentation 356. Bonn.
- Boss, A. (1989). Steuerharmonisierung und Realisierung des EG-Binnenmarktes. *Wirtschaftsdienst* (5): 249–251.
- Boss, A., J. Döpke, J. Gottschalk, C. Kamps, C.-P. Meier, J. Scheide, R. Schmidt und H. Strauß (1999). Produktionsabschwächung in Deutschland nur vorübergehend. *Die Weltwirtschaft*, in diesem Heft.
- Buiter, W. H. (1985). A Guide to Public Sector Debt and Deficits. *Economic Policy* 1 (November): 13–79.
- Bundesministerium für Finanzen (1998). *Österreichisches Stabilitätsprogramm für die Jahre 1998 bis 2002*. 5. November. Wien.
- DATEV (1999). *Tabellen und Informationen für den steuerlichen Berater*. Nürnberg.
- Deutsche Bundesbank (1999). *Kapitalmarktstatistik*. Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2. Frankfurt am Main.
- Döpke, J., K.-J. Gern, E. Langfeldt, J. Scheide und M. Schlie (1998a). Quo vadis, Euroland? *Die Weltwirtschaft* (1): 2–71.
- Döpke, J., K.-J. Gern, J. Gottschalk, E. Langfeldt, J. Scheide, M. Schlie und H. Strauß (1998b). Euroland: Neue Rahmenbedingungen für die Wirtschaftspolitik. *Die Weltwirtschaft* (3): 258–293.
- Eurostat (1998a). *Völkswirtschaftliche Gesamtrechnung ESVG Nr. 3*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (1999a). *Monatsbericht*. Januar. Frankfurt am Main.
- (1999b). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review* 58: 1–17.
- Gern, K.-J., J. Gottschalk, C. Kamps, J. Scheide, M. Schlie und H. Strauß (1999). Geringe Dynamik der Weltwirtschaft. *Die Weltwirtschaft*, in diesem Heft.
- von Hayek, F. A. (1968). *Der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren*. Kieler Vorträge. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Heuger, B. (1998). *Wachstums- und Beschäftigungseffekte einer Rückführung öffentlicher Ausgaben – eine empirische Analyse für die OECD-Länder*. Kieler Studien 291. Tübingen.

- Homburg, S. (1997). *Allgemeine Steuerlehre*. München.
- Huber, B. (1997). Der Steuerwettbewerb – Gefahr oder Chance? *List-Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik* 23 (3): 242–256.
- Kitterer, W. (1995). Comment on Michael P. Devereux, "Tax Competition and the Impact on Capital Flows". In H. Siebert (Hrsg.), *Locational Competition in the World Economy*. Symposium 1994. Tübingen.
- Lafontaine, O. (1999). Lafontaine's Statement to Euro-11. Brüssel (mimeo).
- Lapp, S., K.-W. Schatz, J. Scheide und R. Solveen (1996). Geldpolitik regt Konjunktur in den Industrieländern an. *Die Weltwirtschaft* (3): 237–269.
- Lorz, J. O. (1997). *Standortwettbewerb bei internationaler Kapitalmobilität – Eine modelltheoretische Untersuchung*. Kieler Studien 284. Tübingen.
- Lucas, R. E. jr. (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique. In K. Brunner und A. H. Meltzer (Hrsg.), *The Phillips-Curve and Labor Markets*. Carnegie-Rochester Conference on Public Policy 1: 19–46.
- (1996). Nobel Lecture: Monetary Neutrality. *Journal of Political Economy* 104 (4): 661–682.
- McDermott, C. J., und R. F. Wescott (1996). An Empirical Analysis of Fiscal Adjustments. *IMF Staff Papers* 43 (4): 725–753.
- Mueller, J. (1996). Neuester Vorschlag der Europäischen Kommission für ein Mehrwertsteuersystem. *Internationale Wirtschaftsbriefe (IWB)* 16: 731.
- (1998). Aktuelle Entwicklungen bei der EU-Steuerharmonisierung. *Internationale Wirtschaftsbriefe (IWB)* 6: 249–250.
- OECD (1998a). *Revenue Statistics 1965-1997*. Paris.
- (1998b). *Economic Outlook*. Paris.
- (1998c). *International Trade by Commodities Statistics (ITCS)*. Datenbank auf CD-ROM. Paris.
- (1999). *Main Economic Indicators*. Paris.
- Scheide, J. (1998). Central Banks: No Reason to Ignore Money. Kieler Diskussionsbeiträge 316. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Scheide, J., und R. Solveen (1997). Before EMU Starts: Economic Policy Stimulates Recovery in Europe. Kieler Diskussionsbeiträge 294. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1998). Should the European Central Bank Worry about Exchange Rates? *Konjunkturpolitik* 44 (1): 31–51.
- Siebert, H. (1990). Comment on Vito Tanzi and A. Lans Bovenberg, Is There a Need for Harmonizing Capital Income Taxes within EC Countries? In H. Siebert (Hrsg.), *Reforming Capital Income Taxation*. Tübingen.
- Sinn, H.-W. (1997). Das Selektionsprinzip und der Systemwettbewerb. In A. Oberhauser (Hrsg.), *Fiskalfederalismus in Europa*. Berlin.
- Sinn, S. (1990). Comment on A. Razin and E. Sadka, Capital Market Integration: Issues of International Taxation. In H. Siebert (Hrsg.), *Reforming Capital Income Taxation*. Tübingen.
- Strauß, H. (1998). Euroland's Trade With the Rest of the World: An SNA-based Estimation. Kieler Arbeitspapiere 888. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- SVR (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) (1998). *Vor weitreichenden Entscheidungen. Jahrgutachten 1998/99*. Stuttgart.