

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

Article — Digitized Version

Euroland: Geldpolitik regt Konjunktur an

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Gern, Klaus-Jürgen; Meier, Carsten-Patrick; Scheide, Joachim; Schlie, Markus (1999) : Euroland: Geldpolitik regt Konjunktur an, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 3, pp. 318-344

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/2319>

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.

Euroland: Geldpolitik regt Konjunktur an

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

Die Konjunktur in der Euroregion ist im Herbst 1999 wieder deutlich aufwärtsgerichtet. Maßgeblich für den Umschwung war die Verbesserung der Lage in der Weltwirtschaft. Während die Exporte noch im Winter durch die flauere Nachfrage aus den Krisenländern gedrückt waren, kamen danach wieder Anregungen aus dem Ausland. Spürbare Impulse gehen auch von der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) aus, zumal nach der kräftigen Senkung der Leitzinsen im April dieses Jahres. Der konjunkturelle Aufschwung wird an Fahrt gewinnen.

In diesem Beitrag wird der Kurs der EZB anhand verschiedener Maßstäbe beurteilt. Basis hierfür liefern Regeln für die Geldpolitik, die in der wissenschaftlichen Literatur diskutiert werden. Das Ergebnis lautet, daß die Zinsen angehoben werden müssen, damit der Referenzpfad für die Geldmenge nicht nachhaltig überschritten und das Inflationsziel nicht gefährdet werden. Ferner werden die Wachstumsunterschiede in den einzelnen Volkswirtschaften Eurolands betrachtet; es zeigt sich, daß es in den vergangenen Jahren kaum eine Konvergenz der Einkommensniveaus gegeben hat. Schließlich wird untersucht, warum die Inflationsraten auch in jüngster Zeit noch differierten. Letztlich ausschlaggebend hierfür ist die Tatsache, daß sich die Preise für nicht-handelbare Güter in den einzelnen Ländern unterschiedlich entwickeln. Da auch in Zukunft mit solchen Unterschieden zu rechnen ist, werden die Inflationsraten nicht gleich sein, es wird also auch in der Währungsunion Änderungen der realen Wechselkurse geben. Ein Handlungsbedarf für die Geldpolitik resultiert hieraus nicht.

Konjunktur hat die Talsohle durchschritten

Die Konjunktur in Euroland kühlte sich in der zweiten Hälfte des Jahres 1998 merklich ab. Von dem Einbruch der Nachfrage aus Asien, aus Lateinamerika und aus Rußland wurden vor allem die Ausfuhren betroffen; in der Folge ging die Industrieproduktion zeitweilig sogar zurück. Im ersten Halbjahr 1999 stabilisierte sich die Konjunktur und ist seither wieder aufwärtsgerichtet. So hat die Industrieproduktion zuletzt wieder zugenommen. Wesentlich für die konjunkturelle Wende ist, daß die Krisen in der Weltwirtschaft abgeklungen sind; insbesondere in Asien erholte sich die gesamtwirtschaftliche Produktion spürbar. Mit der Belebung in der Weltwirtschaft haben sich die Absatz- und Ertragsersparungen bei den Unternehmen deutlich verbessert. So hat sich beispielsweise die Zuversicht in der Industrie seit ihrem Tiefpunkt im März 1999 stetig erhöht und liegt gegenwärtig nur noch geringfügig unter ihrem langjährigen Durchschnitt. Auch der Einkaufsmanager-Index in Euroland für August signalisiert, daß sich die konjunkturelle Expansion beschleunigt. Gleichzeitig dürfte die Verringerung der Vorratsinvestitionen zu Ende gehen, da die Unternehmen ihre Lager mehrheitlich

nicht mehr als zu hoch beurteilen. Auch in denjenigen Ländern, die von den Krisen in der Weltwirtschaft besonders stark betroffen waren – nämlich Deutschland und Italien –, mehren sich die Hinweise auf eine Belebung: In Deutschland haben die Auslandsaufträge des Verarbeitenden Gewerbes seit dem Frühjahr kräftig angezogen, die Ausfuhren nach Japan und nach China stiegen im Jahresverlauf sogar mit zweistelligen Raten; in Italien hat sich die Zuversicht in der Industrie seit Juni merklich verbessert.

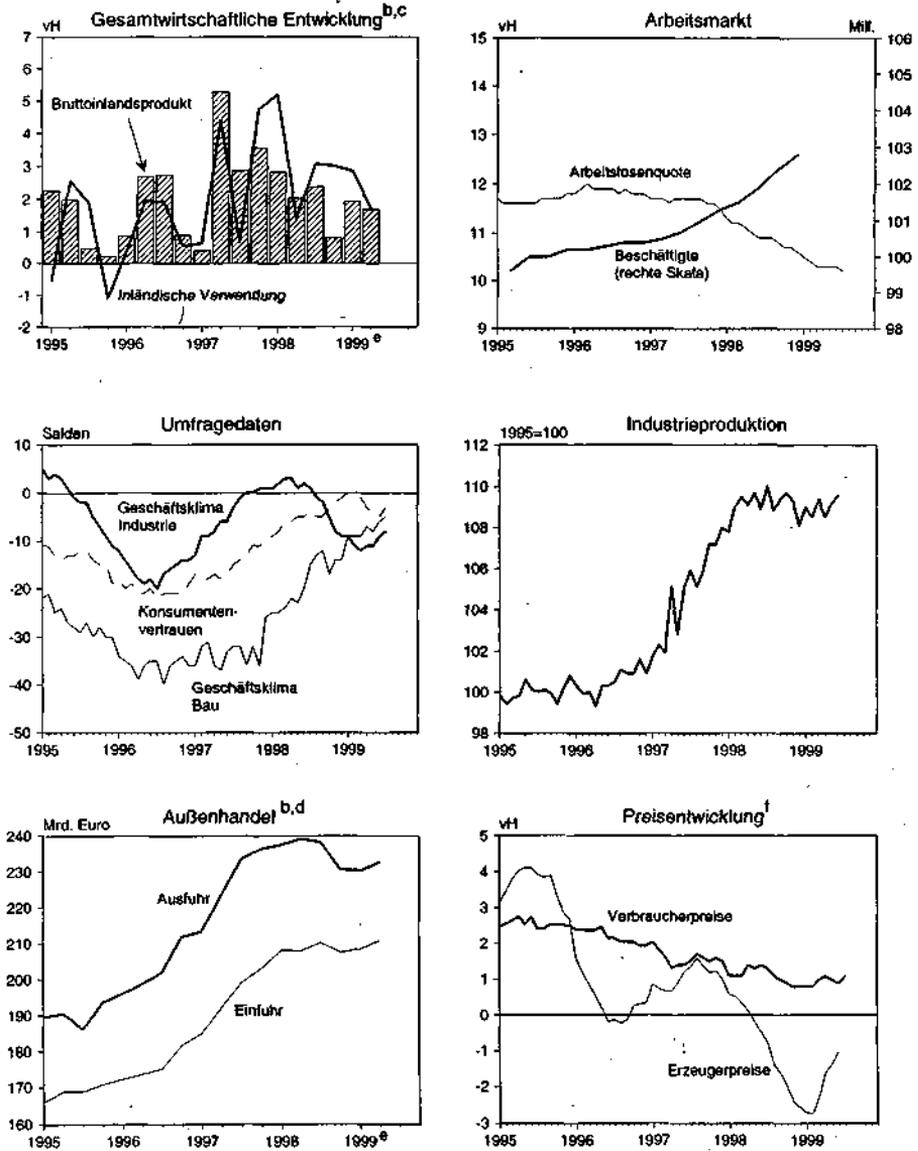
Die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum nahm im ersten Halbjahr 1999 mit einer laufenden Jahresrate von reichlich 1,5 vH zu (Schaubild 1). Getragen wurde die Ausweitung des Bruttoinlandsprodukts nach wie vor von der Inlandsnachfrage, die kräftige Impulse seitens der Geldpolitik erhielt. Der private Konsum expandierte anhaltend kräftig, angeregt durch die real verfügbaren Einkommen, die bei leicht verminderter Zunahme der Beschäftigung und etwas höheren Lohnabschlüssen unverändert deutlich stiegen. Die Investitionen wurden in der Tendenz wieder etwas rascher ausgeweitet als zuvor; die günstigen Finanzierungsbedingungen und die sich aufhellenden Absatz- und Ertragsersparungen wirkten sich positiv aus.

Bei den Ausfuhren ist seit dem Frühjahr dieses Jahres wieder ein Anstieg erkennbar, wobei die Nachfrage aus den südostasiatischen Schwellenländern sowie aus Japan und aus China besonders kräftig anzog und die aus den Vereinigten Staaten sich abermals beschleunigte. Angeregt wurde die Exportkonjunktur ferner von der verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums; der reale effektive Außenwert des Euro lag im zweiten Quartal 1999 um reichlich 7 vH unter dem Niveau ein halbes Jahr zuvor, was in erster Linie auf die Abwertung gegenüber dem Dollar zurückzuführen ist.

Auf dem Arbeitsmarkt machte sich die konjunkturelle Verlangsamung mit einiger Verzögerung bemerkbar. Während die Zahl der Beschäftigten im Verlauf des vergangenen Jahres und auch noch im ersten Quartal 1999 in raschem Tempo ausgeweitet wurde, tritt sie seither auf der Stelle. Hinter der Stagnation der Beschäftigung verbergen sich zwei gegenläufige Entwicklungen: Während die Zahl der Erwerbstätigen im Dienstleistungssektor – angeregt durch den merklichen Anstieg der Binnennachfrage – weiter ausgeweitet wurde, kam es im Verarbeitenden Gewerbe als Reaktion auf die Produktionsabschwächung zu einem Beschäftigungsrückgang. Im Jahresverlauf ist die Abnahme der Arbeitslosigkeit nahezu zum Stillstand gekommen, und die Arbeitslosenquote verharrt seit einigen Monaten bei etwas mehr als 10 vH. Allerdings gibt es dabei Unterschiede innerhalb Eurolands: Während die Arbeitslosenquote in Frankreich, in Spanien, in Finnland und in Irland weiter zurückging, war sie in Deutschland zuletzt leicht höher als zu Jahresbeginn.

Die Phase stabiler Konsumentenpreise ist zu Ende gegangen; sie hatte von Mai 1998 bis Januar 1999 angedauert. Danach zogen die Preise wieder merklich an. Maßgeblich für die Beschleunigung war vor allem die kräftige Erhöhung der Preise für Energie als Folge des Anstiegs der Rohölnotierungen, die sich gegenüber dem zu Jahresbeginn erreichten Tiefpunkt nahezu verdoppelten. Dagegen blieb die Kerninflationsrate mit reichlich 1 vH (Vorjahresvergleich) im großen und ganzen unverändert, die Preissteigerungsrate für Dienstleistungen ging sogar leicht auf 1,5 vH (Vorjahresvergleich) zurück, was wesentlich auf den erhöhten

Schaubild 1: Indikatoren^a zur Konjunktur in Euroland



^aSaisonbereinigt. - ^bReal. - ^cVeränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate in vH. - ^dHandel mit Drittländern. - ^eTeilweise geschätzt. - ^fVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Wettbewerb im Zuge der Deregulierung bestimmter Sektoren wie der Telekommunikation zurückzuführen ist. Die Erzeugerpreise sinken seit März dieses Jahres nicht mehr; besonders kräftig haben seitdem die Preise für industrielle Vorleistungsgüter angezogen.

Geldpolitik ist expansiv ausgerichtet

Die monetären Rahmenbedingungen in der Euroregion stellen sich günstig dar. Mit der deutlichen Senkung der Leitzinsen im April dieses Jahres hat die EZB ihre bis dahin schon expansive Ausrichtung verstärkt. Die kurzfristigen Zinsen liegen seither bei etwa 2,5 %, also einen halben Prozentpunkt niedriger als zu Beginn der Währungsunion (Schaubild 2); real gerechnet betragen sie lediglich knapp 1,5 % und sind damit – teilweise sogar erheblich – niedriger als der langjährige Durchschnitt in jedem Mitgliedsland der Währungsunion.¹ Auch die Expansion der Geldmengen deutet auf anregende Wirkungen hin. So nahm die Geldmenge M3 im Jahresverlauf mit reichlich 5 vH etwas stärker zu als vorgesehen, und die Geldmenge M1 erhöhte sich noch rascher.

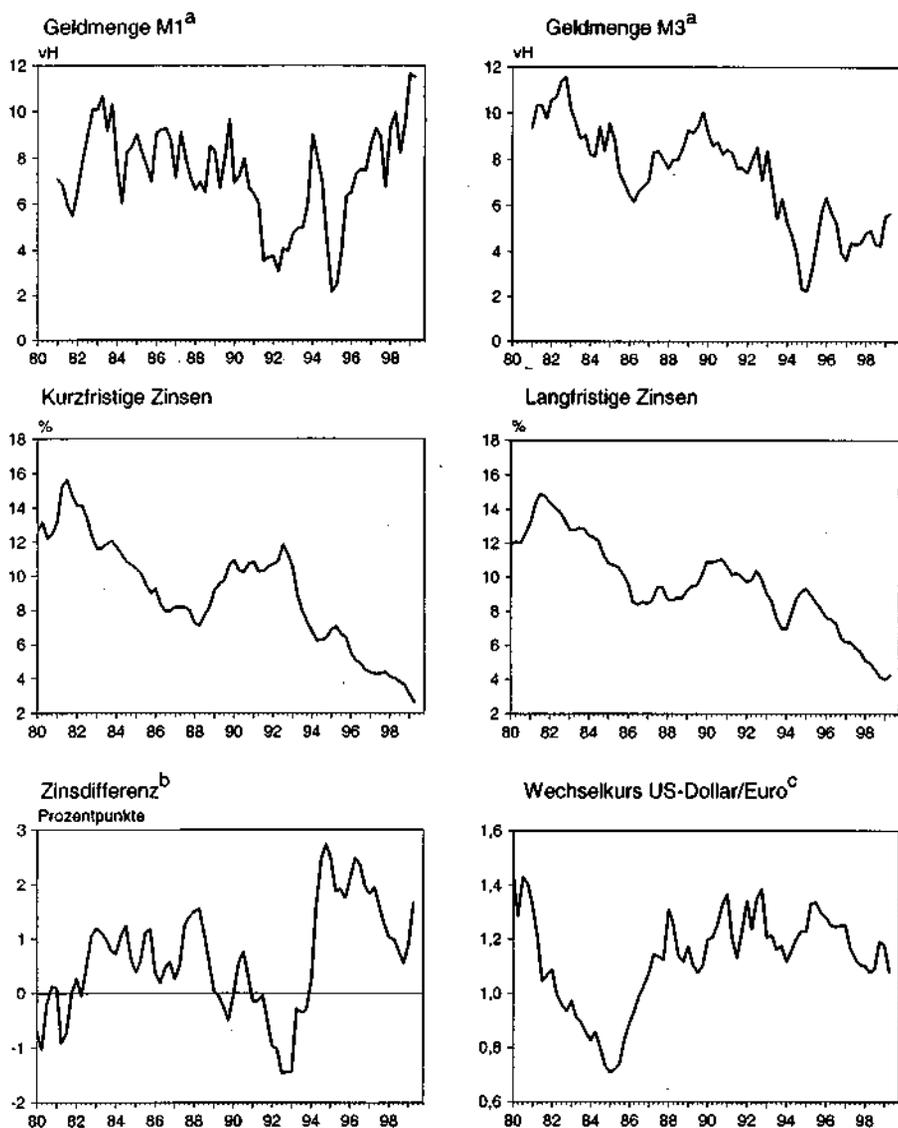
Stimulierend wirkt auch die Entwicklung des Wechselkurses. So verlor der Euro bis zum Sommer deutlich an Wert. Sein realer effektiver Wechselkurs lag zuletzt um rund 8 vH unter dem Niveau am Ende des Jahres 1998. Erst in den vergangenen Wochen gewann die europäische Währung wieder etwas an Boden. Nach wie vor sind also vom Außenwert spürbar positive Impulse auf die Exporte der Euroregion zu erwarten.

Weniger günstig hat sich im Verlauf des Jahres hingegen die Lage auf den Anleihemärkten entwickelt. Nachdem zu Jahresbeginn der Tiefpunkt bei den Renditen erreicht worden war, zogen die langfristigen Zinsen seither um etwa einen Prozentpunkt an; die Rendite für zehnjährige Staatsanleihen betrug zuletzt rund 5 %. Damit folgten die europäischen Märkte der weltweit zu beobachtenden Tendenz zu höheren Zinsen, ein Anstieg in ähnlichem Ausmaß war in Nordamerika und im Vereinigten Königreich zu beobachten. Die Zinswende ging einher mit den sich verbessernden Aussichten für die Weltkonjunktur und der deshalb wieder größeren Rendite auf Realkapital; damit dürfte sich also der Realzins erhöht haben. Ferner spielte die allgemeine Erwartung eine Rolle, daß die Inflationsraten nicht weiter sinken würden.

Für den Euroraum ist nicht damit zu rechnen, daß die Leitzinsen noch einmal zurückgenommen werden. Bei ihrem Zinsschritt im April dieses Jahres hat die EZB in erster Linie auf die Verschlechterung der Konjunkturperspektiven reagiert; so wurde unter anderem die Abwärtsrevision der Prognose durch die Europäische Kommission als Grund genannt. Weder die Entwicklung der Geldmenge – die vorliegenden Daten signalisierten ein leichtes Überschreiten des Referenzpfades für M3 – noch die Schwäche des Euro haben verhindert, daß die Zinssenkung sehr deutlich ausfiel. Wir erwarten, daß auch in nächster Zeit die konjunkturelle Entwicklung im Euroraum den Ausschlag für die EZB geben wird, ob sie die Zinsen ändert. An den Finanzmärkten wird nicht zuletzt wegen der wieder günstigeren Konjunkturdaten damit gerechnet, daß die Leitzinsen schon bald angehoben werden; die Tatsache, daß der Zins für Sechsmonatsgeld zuletzt

¹ Die Anregungen sind besonders groß für diejenigen Länder, die in der Vergangenheit überdurchschnittlich hohe Realzinsen aufwiesen, etwa weil für ihre Währungen ein Abwertungsrisiko bestand (Boss et al. 1999). Deutschland wies mit rund 3 % einen vergleichsweise niedrigen Durchschnittswert auf.

Schaubild 2: Ausgewählte monetäre Indikatoren in Euroland



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr. - ^bLangfristige minus kurzfristige Zinsen. - ^cVor 1999: Wechselkurs US-Dollar/ECU.

um fast einen halben Prozentpunkt über dem für Monatsgeld lag, deutet sogar auf die Erwartung eines kräftigen Anstiegs hin. Zwar ist eine Zinserhöhung noch in diesem Jahr nicht auszuschließen, zumal auch die amerikanische Notenbank ihre Politik strafft. Wir rechnen mit einer ersten Anhebung aber erst für den Be-

ginn des kommenden Jahres. Vermutlich wird die EZB abwarten, ob sich die Konjunkturlage im Eurogebiet festigt und somit die Flaute als eindeutig überwunden gelten kann. Zudem könnte eine schon baldige Änderung den Eindruck erwecken, die EZB reagiere sehr hektisch auf aktuelle Konjunkturmeldungen. Gegen Ende des kommenden Jahres dürfte der Refinanzierungssatz um etwa einen dreiviertel Prozentpunkt über dem derzeitigen Niveau liegen.

Deutliche Zinsanhebung erforderlich

Für die Beurteilung, ob die Geldpolitik in der Euroregion die Konjunktur anregt, kann man als Maßstab Regeln verwenden, die einen zielgerechten Kurs für Notenbanken definieren (Kasten-1). So lassen sich für den Geldmarktzins (Taylor-Regel) und für den Zuwachs der Geldmenge (McCallum-Regel) Werte bestimmen, die jeweils kompatibel sind mit dem Inflationsziel. Bei den Berechnungen wird unterstellt, daß die EZB einen Anstieg von 1,5 vH für den Harmonisierten Verbraucherpreisindex anstrebt; diese Rate folgt aus der Ableitung des Referenzpfades für die Geldmenge M3 durch die EZB.

Nach der Taylor-Regel wird jener Geldmarktzins bestimmt, der langfristig mit der angestrebten Inflationsrate vereinbar ist. Im „steady state“ ist er gleich der Summe aus gleichgewichtigem Realzins und Inflationsrate (Fisher-Bedingung). Kurzfristig soll der Zins variieren, wenn es zu Abweichungen der Inflation vom Zielwert kommt. Zusätzlich wird der Zins gesenkt (erhöht), wenn die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung sinkt (steigt); der Notenbank kommt also explizit die Aufgabe zu, antizyklisch zu handeln, was in der Philosophie der Vertreter dieser Regel wohlfahrtsteigernd wirkt (Taylor 1996). Der „Charme“ der Regel liegt darin, daß sie bezüglich desjenigen Instruments formuliert ist, an dem sich letztlich alle Notenbanken orientieren und das sie hinreichend präzise beeinflussen über die Variation eines Refinanzierungssatzes bei den Offenmarktgeschäften.

Die Berechnung gemäß der Taylor-Regel erfolgt unter der Annahme eines gleichgewichtigen Realzinses in Höhe von 3%.² Ferner wurden die Schätzungen der OECD für das Produktionspotential herangezogen, um die Kapazitätsauslastung zu berechnen. Für den Beginn der neunziger Jahre ergibt sich der Regel zufolge ein sehr hohes Zinsniveau, was darauf zurückzuführen ist, daß die Inflation damals deutlich über 1,5 vH lag (Schaubild 3); ferner waren die Kapazitäten wegen des Booms infolge der deutschen Vereinigung stärker als normal ausgelastet. Danach sank der Zins kontinuierlich.³ Derzeit liegt der Geldmarktzins um rund einen Prozentpunkt unter dem Niveau, das sich nach der Taylor-For-

² Dieser Zins ergibt sich aus einer Durchschnittsberechnung für Deutschland für die Jahre 1986–1998. Die meisten anderen Länder der EWU wiesen in der Vergangenheit einen deutlich höheren Zins auf. Hier wird der für Deutschland geltende Geldmarktzins für die Zeit vor 1999 verwendet.

³ Der Vergleich zwischen dem tatsächlichen Zins und dem Taylor-Zins ist für diese Zeit allerdings etwas gestört, denn bei der Berechnung werden die Daten für Euroland benutzt, aus den o.g. Gründen aber der tatsächliche Zins für Deutschland.

Kasten 1: Regeln als Maßstab für den Kurs der Geldpolitik

In der Literatur gibt es zahlreiche Vorschläge für geldpolitische Regeln, die es den Notenbanken ermöglichen sollen, ihre Ziele zu möglichst geringen „Kosten“ zu erreichen. Solche Regeln werden aus bestimmten Modellen abgeleitet, denen eine unterschiedliche Philosophie über Wirkungszusammenhänge einerseits und über die „Steuerbarkeit“ der Wirtschaft andererseits zugrunde liegt. Während einige Regeln allein auf ein bestimmtes Inflationsziel (oder auch Preisniveaueziel) abstellen, berücksichtigen andere auch die Möglichkeit, daß die Geldpolitik zur Stabilisierung der Konjunktur – also zur Verminderung des „output gap“ – beitragen kann. Die hier betrachteten Regeln unterscheiden sich ferner bezüglich des geldpolitischen Instruments; so wird entweder ein Zinssatz (Taylor 1993) oder eine Geldmengengröße (McCallum 1987) verwendet. Man kann die Regeln nutzen, um den geldpolitischen Kurs zu beurteilen, also etwa um festzustellen, ob die aktuelle Politik im Hinblick auf das Ziel „zu expansiv“ oder „zu restriktiv“ ist.

Um den Geldmarktzins i nach der Taylor-Regel zu bestimmen, sind zunächst die Reaktionsparameter festzulegen, d.h. das Ausmaß der Zinsänderung, das sich ergibt, wenn das Inflationsziel verfehlt wird (π also von π^* abweicht) bzw. ein „output gap“ ($y^* - y$) besteht. Gewöhnlich wird der Wert auf jeweils 0,5 gesetzt. Erforderlich ist ferner eine Schätzung des gleichgewichtigen Zinssatzes r , die freilich alles andere als trivial ist (Scheide 1998: 10 f.), sowie die eine Schätzung des Produktionspotentials y^* , für die es zahlreiche Methoden gibt, die zum Teil zu deutlich unterschiedlichen Ergebnissen kommen.

Die Taylor-Regel hat gewöhnlich folgende Form:

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

Ein übermäßig expansiver Kurs der Geldpolitik liegt dann vor, wenn der tatsächliche Zins niedriger ist als derjenige, der sich aus der Gleichung ergibt, wenn also die Notenbank den Zins stärker senkt, als es beispielsweise zur Anregung der Konjunktur „nötig“ wäre. In dem Fall drohte also – gemäß der Theorie, die dieser Regel zugrunde liegt – eine Überschreitung des Inflationsziels.

Die Taylor-Regel ist vielfach getestet worden. So scheint sich auch die Politik der Deutschen Bundesbank recht gut mit dieser „Reaktionsfunktion“ beschreiben zu lassen. Insofern liegt es nahe, sie auch auf die EZB anzuwenden, zumal die Konjunkturorientierung gegeben zu sein scheint.^a

Bei der McCallum-Regel wird die Geldmenge m als Instrument verwendet, wobei unterschiedliche Aggregate berücksichtigt werden können.^b Die Geldmengenwachstumsrate Δm^* im Quartal t , die mit der angestrebten Inflationsrate π^* vereinbar ist, ergibt sich aus folgender Gleichung:^c

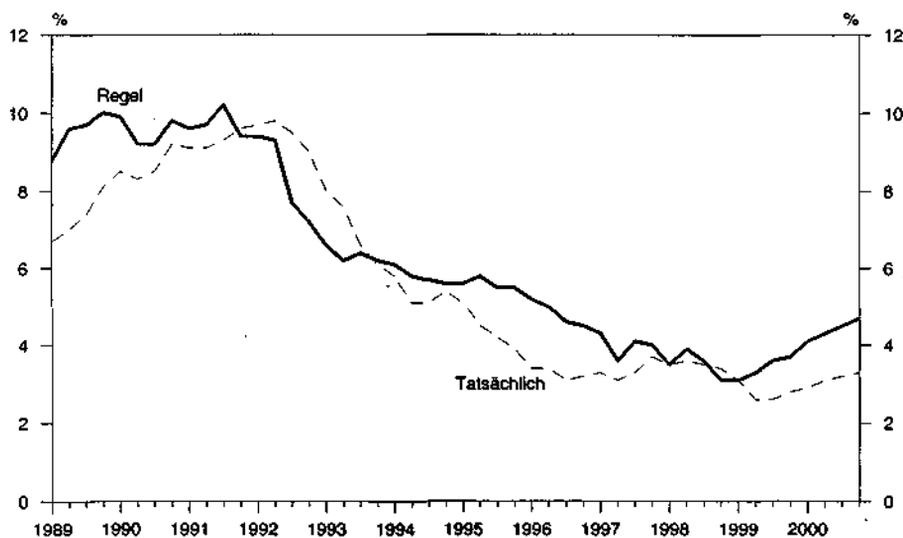
$$[2] \quad \Delta m^* = \pi^* - \frac{1}{16}(v_{t-1} - v_{t-17}) + \frac{1}{16}(y_{t-1} - y_{t-17}).$$

Auch diese Regel läßt sich als Maßstab für den geldpolitischen Kurs interpretieren: Ist beispielsweise die tatsächliche Expansionsrate der Geldmenge größer als diejenige nach der Regel, ist die Geldpolitik zu expansiv und bewirkt mittelfristig eine höhere Inflation als angestrebt.

Die Regel ist aus der Quantitätstheorie des Geldes abgeleitet, nach der eine Geldmengenexpansion letztlich zu Inflation führt, wenn sie über das Trendwachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion y , vermindert um die trendmäßige Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit v , hinausgeht. Diese Theorie hat sich bei empirischen Tests außerordentlich gut bewährt (Lucas 1996). Aufwendige – und teils problematische – Schätzungen wie bei der Taylor-Regel sind nicht notwendig. Vielmehr werden die trendmäßigen Veränderungsraten durch eine einfache Durchschnittsbildung ermittelt, und zwar so, daß kurzfristige, zyklisch bedingte Schwankungen weitgehend ausgeschaltet werden; McCallum selbst wählt einen Zeitraum von vier Jahren. Diese Regel wurde vorgeschlagen, nachdem sich in einer Reihe von Ländern Instabilitäten bei der Geldnachfrage gezeigt hatten, die den mehr oder weniger gleichmäßigen Verlauf der Umlaufgeschwindigkeit gestört hatten. Zahlreiche Simulationen mit so einer Regel zeigen, daß sie bezüglich der Erreichung des Inflationsziels erfolgreich gewesen wäre. Die Regel ist letztlich eine Modifikation der Friedman-Regel, die einen stetigen Verlauf der Umlaufgeschwindigkeit unterstellt und eine konstante Zuwachsrates der Geldmenge vorsieht. Die Regel kommt auch dem Konzept der Potentialorientierung recht nahe, das die Deutsche Bundesbank vertritt und das auch den geldpolitischen Vorstellungen der Europäischen Zentralbank zugrunde liegt.

^a Solveen (1998) zeigt, daß die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung praktisch bei allen wichtigen Notenbanken einen Einfluß auf die Zinspolitik hat. – ^b Ein wichtiges Element dabei ist, daß die verwendete Geldmenge hinreichend genau kontrolliert werden kann. Für den hier vorliegenden Zweck ist bedeutsam, daß die Größe langfristig eine enge Beziehung zur Zielvariablen aufweist. – ^c Alle Variablen sind logarithmiert.

Schaubild 3: Kurzfristiger Zins in Euroland: Tatsächliche Werte und Werte nach der Taylor-Regel^a

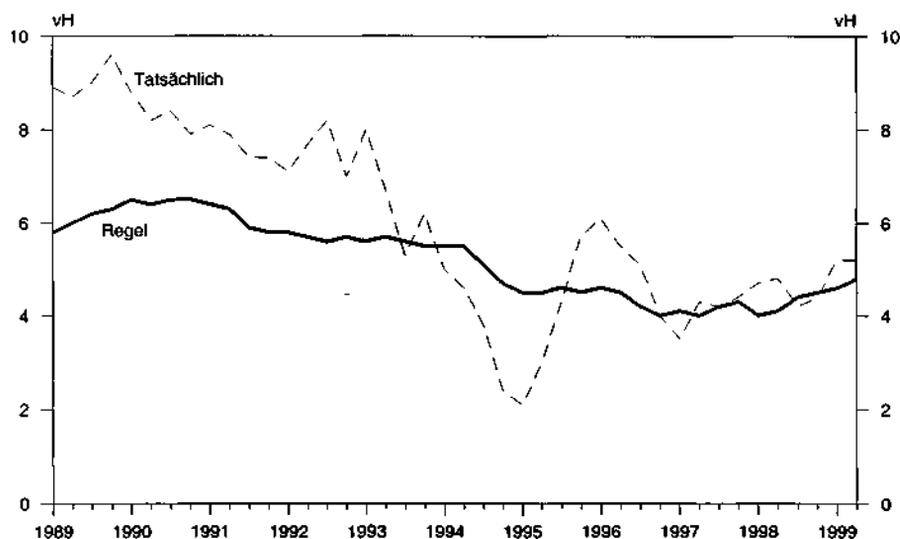


^a Zinssatz für Dreimonatsgeld. Ab 1999 III: Prognose.

mel ergibt. Die EZB hat demnach also zu stark auf die konjunkturelle Abschwächung, die sich in einer Vergrößerung des „output gap“ zeigte, und auf die Abnahme der Inflationsrate reagiert. Insofern wäre eine merkliche Anhebung der Leitzinsen in nächster Zeit nicht als restriktive Maßnahme zu werten, wenn – was wir erwarten – die Konjunktur in Euroland an Fahrt gewinnt und die Inflation leicht steigt. Nach der in Schaubild 3 dargestellten Referenz müßte der Zins sogar um zwei Prozentpunkte angehoben werden. Allerdings besteht hinsichtlich des „richtigen“ Niveaus des Geldmarktzinses im Rahmen des Taylor-Ansatzes eine gewisse Unsicherheit, denn die Schätzungen des gleichgewichtigen Realzinses und auch der Kapazitätsauslastung sind möglicherweise ungenau. Unabhängig davon zeigt die Regel aber an, daß der Zins in nächster Zeit deutlich steigen sollte, nämlich um etwa einen Prozentpunkt bis Ende 2000. Nimmt man den Taylor-Zins als Referenz, wird die Geldpolitik auch im Prognosezeitraum noch expansiv sein. Unter Berücksichtigung der o.g. Unschärfe der Regel besteht das Risiko, daß der von uns unterstellte Anstieg des Zinses bis zum Ende des Jahres 2000 auf 3,3% aber nicht ausreicht und somit die Konjunktur zu stark angeregt wird.

Die Strategie der EZB sieht eine Orientierung an der Geldmenge M3 vor. Die McCallum-Regel definiert die zielgerechte Ausdehnung der Geldmenge. Eine Reaktion auf Konjunkturschwankungen wie bei der Taylor-Regel ist – ebenso wie bei der strikten Potentialorientierung – nicht vorgesehen. Ein Überschreiten des Inflationsziels ist nach dieser Geldmengenregel dann zu erwarten, wenn die Geldmengenexpansion über das Maß hinausgeht, das mit dem Trendanstieg

Schaubild 4: Geldmengenexpansion in Euroland: Tatsächliche Werte und Werte nach der McCallum-Regel⁴



⁴ Geldmenge M3.

des realen Bruttoinlandsprodukts und der trendmäßigen Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit – bei einer Inflationsrate von 1,5 vH – vereinbar ist. In den vergangenen Jahren ist die Geldmenge M3 in der Euroregion in einem Ausmaß gestiegen, das in etwa zielgerecht war (Schaubild 4). Dies erklärt auch die Stabilitätserfolge der an der Währungsunion teilnehmenden Länder, denn immerhin ist der Preisanstieg von rund 5 vH zu Beginn der neunziger Jahre bis zuletzt deutlich zurückgegangen. Die starken Schwankungen der Geldmengenexpansion in den Jahren 1994 bis 1996 standen dieser Entwicklung nicht entgegen, da sich die Geldmenge um den „Zielpfad“ bewegte.⁴

Die Anwendung der McCallum-Regel führt zu einer etwas anderen Einschätzung des geldpolitischen Kurses als die der Taylor-Regel. Der McCallum-Regel zufolge besteht gegenwärtig allenfalls ein geringer Liquiditätsüberhang, der Anstieg der Geldmenge in jüngster Zeit signalisiert somit keine Inflationsgefahren. Allerdings dürfte sich in nächster Zeit ein Handlungsbedarf für die Geldpolitik auch nach der McCallum-Regel ergeben. Denn es ist zu erwarten, daß es im Zuge der erwarteten Konjunkturbelebung zu einem Anstieg der Geldnachfrage kommt. Im Rahmen des Geldmengenkonzepts erfordert dies eine Anhebung der Zinsen. Sonst würde sich die Geldmengenexpansion beschleunigen, und es würde ein Liquiditätsüberhang entstehen, der früher oder später zu einer Beschleuni-

⁴ Diese Ausschläge gehen hauptsächlich auf die Entwicklung in Deutschland zurück, die vor allem durch Sonderfaktoren bedingt ist und weniger eine instabile Geldpolitik anzeigt.

gung des Preisauftriebs führt. Nach der McCallum-Regel sollte die EZB eine Zunahme der Geldmengenexpansion verhindern und ihre Politik so ausrichten, daß der Referenzpfad für M3 nicht nachhaltig überschritten wird. Dazu kann es – wie auch im Zusammenhang mit der Taylor-Regel diskutiert – notwendig sein, die Zinsen bis zum Ende des Jahres 2000 stärker anzuheben als um einen Prozentpunkt. Die EZB sollte nicht zögern, dies dann auch zu tun, um eine drastische Kurskorrektur, die andernfalls später nötig wäre, zu vermeiden.

Finanzpolitik: Konsolidierung stockt

Das Budgetdefizit der öffentlichen Haushalte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt wird in diesem Jahr etwas weniger als 2 vH betragen und damit kaum geringer ausfallen als im vergangenen Jahr (Tabelle 1). Damit geriet die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen in Euroland seit geraumer Zeit ins Stocken. Dies spiegelt sich in der Entwicklung des strukturellen Defizits in Euroland wider, das um konjunkturelle Effekte bereinigt ist. Danach stieg das strukturelle Defizit im Jahr 1998 sogar leicht; allerdings war das Defizit im Jahr 1997 durch Einmalmaßnahmen nach unten gedrückt worden war. Mit einer spürbaren Rückführung des strukturellen Defizits in Euroland insgesamt ist für den Prognosezeitraum nicht zu rechnen; nur in einzelnen Ländern wie beispielsweise Deutschland besteht die Absicht, den Haushaltsfehlbetrag etwas stärker als vor einem halben Jahr geplant zu reduzieren. Alles in allem erwarten wir, daß die im großen und ganzen neutrale Ausrichtung der Finanzpolitik beibehalten wird.

Tabelle 1: Indikatoren zur Situation der öffentlichen Haushalte in Euroland 1997–2000

	Bruttoschulden ^a				Finanzierungssaldo ^a			
	1997	1998	1999 ^b	2000 ^b	1997	1998	1999 ^b	2000 ^b
Deutschland	60,7	60,4	60,8	60,2	-2,6	-1,8	-1,7	-1,5
Frankreich	58,1	58,5	59,0	59,5	-3,0	-2,9	-2,5	-2,1
Italien	122,4	118,7	117,5	115,5	-2,7	-2,7	-2,2	-1,8
Spanien	67,5	65,6	67,0	65,0	-2,6	-1,8	-1,7	-1,3
Niederlande	71,2	67,7	66,5	66,0	-0,9	-0,9	-1,2	-1,2
Belgien	123,4	117,3	113,0	110,0	-1,9	-1,3	-1,0	-1,0
Österreich	64,3	63,1	63,5	63,0	-1,9	-2,1	-2,0	-2,0
Finnland	54,9	49,6	46,5	44,5	-1,2	1,0	2,5	2,5
Portugal	61,7	57,8	57,0	56,0	-2,5	-2,3	-2,0	-2,0
Irland	61,3	52,1	46,0	40,0	1,1	2,3	2,5	2,0
Luxemburg	6,4	6,7	6,5	6,5	2,9	2,1	2,0	2,0
Euroland	74,8	73,2	73,0	72,1	-2,5	-2,0	-1,8	-1,5

^a In vH des Bruttoinlandsprodukts; gemäß Abgrenzung nach dem Vertrag von Maastricht. –

^b Prognose.

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

Infolge der zögerlichen Konsolidierung bleibt die Sicherheitsmarge zwischen den tatsächlichen Defiziten und der im Vertrag von Maastricht vereinbarten Obergrenze von 3 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt gering. Um diesen Sicherheitsabstand mittelfristig zu vergrößern, haben die Regierungen des Euro-raums Stabilitäts- und Wachstumsprogramme vorgelegt, die auf eine Reduzierung der Defizitquoten abzielen. Die Einhaltung der vorgelegten Ziele ist zum einen dann bedroht, wenn die Konjunktur schwächer als gemäß den optimistischen Prognosen der Regierungen verläuft. Ein weiteres Risiko besteht deshalb, weil sich die Zinsen erhöhen; so ist beispielsweise der Zinssatz für zehnjährige Regierungsanleihen seit seinem Tiefpunkt im Januar dieses Jahres um über einen Prozentpunkt auf zuletzt rund 5 % gestiegen. In den Jahren 1997 und 1998 hat die Entlastung bei den Zinszahlungen aufgrund gesunkener kurzfristiger und langfristiger Zinssätze in Euroland jeweils etwa 0,4 Prozentpunkte zur Rückführung der Haushaltsdefizite beigetragen; in den ehemaligen Hochzinsländern wie Italien, Spanien und Portugal gingen die Zinsausgaben in Relation zum Bruttoinlandsprodukt besonders deutlich zurück. Trotz steigender langfristiger Zinsen sollen gemäß den Stabilitäts- und Wachstumsprogrammen auch im laufenden und im kommenden Jahr die Zinszahlungen um 0,3 bzw. 0,2 Prozentpunkte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sinken, da die Anpassung von öffentlichen Verbindlichkeiten an ein niedrigeres Zinsniveau durch Revolvierung infolge der teilweise mittel- und langfristigen Laufzeiten der ausgegebenen Wertpapiere einige Zeit in Anspruch nimmt. Doch scheint insbesondere der Umfang der Reduzierung der Zinsausgaben im kommenden Jahr zweifelhaft, wenn die Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen – wie von uns unterstellt – bis Ende 2000 auf nahe 6 % anziehen. Berechnungen (OECD 1995: 24) weisen darauf hin, daß vor allem bei einem hohen Schuldenstand ein Anstieg der Zinsen auch kurzfristig zu einer erheblichen Zunahme der Zinszahlungen führt.

Um einen ausreichenden Abstand zur vertraglich festgelegten Obergrenze von 3 vH für die Defizitquote auch bei ungünstiger Konjunktur und höheren Zinsen einzuhalten, ist es für die meisten Mitgliedsländer notwendig, stärker als bisher geplant ihre öffentlichen Haushalte durch eine Begrenzung der Primärausgaben (Ausgaben unter Ausschluß der Zinszahlungen) zu konsolidieren. Eine Reduzierung der Budgetdefizite durch die Erhöhung öffentlicher Einnahmen ist nicht sinnvoll, da dies die Angebotsbedingungen verschlechtert und somit mittelfristig die Wachstumsaussichten Eurolands schmälert. Dies entspricht der Empfehlung des Europäischen Rates, der die Mitgliedstaaten in den im Juni 1999 beschlossenen „Grundzügen der Wirtschaftspolitik der Mitgliedsstaaten und der Gemeinschaft“ dazu auffordert, „ihre Haushaltslage eher durch Ausgabenzurückhaltung als durch Steuer- und Abgabenerhöhungen zu verbessern“ (zitiert nach EZB 1999b: 40). Bei der Kürzung der Primärausgaben ist zu beachten, daß die Haushaltskonsolidierung vor allem dann dauerhaft ist und für eine Verbesserung der Wachstumsperspektiven sorgt, wenn sie den Staatsverbrauch und die Transfers an private Haushalte sowie die Subventionen an die Unternehmen reduziert und die Einschnitte nicht bei den staatlichen Investitionen vollzieht, wie es im Vorfeld der Währungsunion in den meisten Mitgliedsländern der Währungsunion der Fall war.

Die Konsolidierung der Staatsfinanzen ist nicht nur notwendig, um den Anforderungen des Vertrags von Maastricht und des Stabilitäts- und Wachstumspaktes zu genügen. Gleichzeitig wird es damit auch leichter, den langfristig erwarteten überproportionalen Anstieg der Renten- und Gesundheitsausgaben seitens der öffentlichen Haushalte bewältigen zu können. Berechnungen lassen darauf schließen, daß bedingt durch das zunehmende Durchschnittsalter ab der zweiten Hälfte des kommenden Jahrzehnts diese Leistungen in den dann folgenden 25 Jahren um etwa 7 Prozentpunkte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt steigen werden (EZB 1999a: 66), falls kein Umbau der sozialen Sicherungssysteme erfolgt. Neben einer Reform der staatlichen Renten- und Krankenversicherung (Siebert 1996; 1998) würde die Akkumulation von Überschüssen in den kommenden Jahren die Finanzierung der Leistungen in den Ländern mit besonders ungünstiger Altersstruktur erleichtern; besonders akut ist diese Problematik in den großen Ländern der Währungsunion mit umlagefinanzierten Alterssicherungssystemen. Die aktuellen Auseinandersetzungen in Deutschland und in Italien über eine Reform der Rentenversicherung zeigen, welche politischen und gesellschaftlichen Widerstände es gegen Einschränkungen gibt. Dies erschwert den Kurs der finanzpolitischen Konsolidierung zusätzlich.

Ausblick: Konjunktur gewinnt wieder an Schwung

Angesichts der Erholung der Weltwirtschaft und der günstigen monetären Rahmenbedingungen erwarten wir für die kommenden Monate und für das Jahr 2000, daß die gesamtwirtschaftliche Produktion in Euroland wieder zügig expandieren wird (Tabelle 2). Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts wird 1999 trotz der Beschleunigung im Verlauf infolge des niedrigen Niveaus der Produktion zu Jahresbeginn aber nur 2,1 vH betragen; im kommenden Jahr wird er sich auf 2,7 vH erhöhen, wobei die Kapazitätsauslastung spürbar zunimmt (Schaubild 5).

Getragen wird die Aufwärtsentwicklung von den Ausfuhren; deren Erholung wird sich – auch gestützt durch den niedrigen realen Außenwert des Euro – fortsetzen, insbesondere da sich die Konjunktur in den südostasiatischen Schwellenländern weiter spürbar beleben wird und sich die Situation in Japan stabilisiert. Kräftige Impulse auf die Exporte Eurolands gehen auch vom Aufschwung im Vereinigten Königreich aus; dagegen ist mit einer leichten Dämpfung der Ausfuhren durch die Abkühlung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten zu rechnen.

Die Inlandsnachfrage wird weiter zügig zunehmen (Schaubild 6); stimulierend wirkt dabei insbesondere die Geldpolitik, die nach wie vor spürbar expansiv ausgerichtet ist. Dagegen gehen von der Finanzpolitik alles in allem keine Impulse aus. Motor der Inlandsnachfrage sind die Investitionen, insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen, die – angeregt durch die wieder zunehmende Kapazitätsauslastung und die günstigen Absatz- und Ertrags Erwartungen – kräftig anziehen werden. Der private Konsum wird vor dem Hintergrund der hohen Zuversicht der Verbraucher und der wieder anziehenden Beschäftigung weiterhin zügig ausgeweitet.

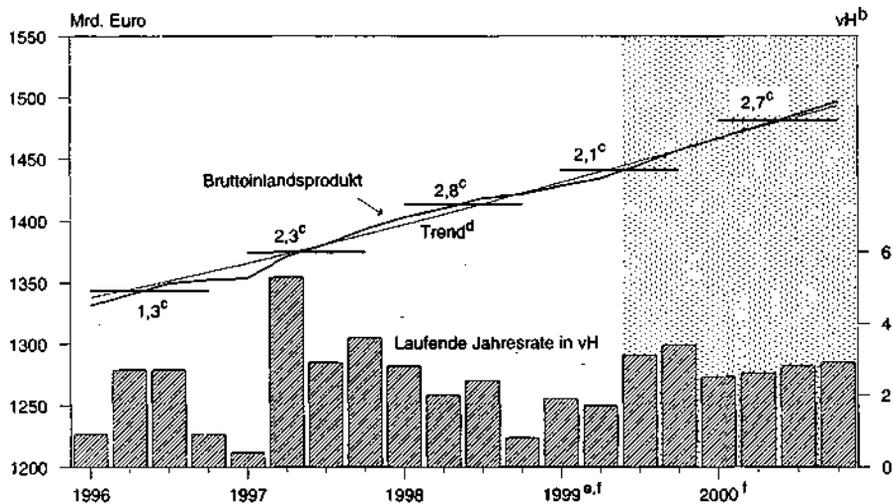
Tabelle 2: Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Euroland 1998–2000

	1998				1999				2000			
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q. ^a	3. Q. ^b	4. Q. ^b	1. Q. ^b	2. Q. ^b	3. Q. ^b	4. Q. ^b
Bruttoinlandsprodukte ^c	2,8	2,0	2,4	0,8	1,9	1,7	3,1	3,4	2,5	2,6	2,8	2,9
Inlandsnachfrage ^c	5,2	1,4	3,1	3,0	2,9	1,7	3,2	3,3	2,5	2,8	3,0	3,1
Privater Verbrauch ^c	4,0	1,7	2,4	2,2	4,5	1,4	2,1	2,9	2,8	2,4	2,3	2,3
Staatsverbrauch ^c	5,2	1,0	-1,3	-1,9	8,3	0,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,5	1,5
Anlageinvestitionen ^c	6,4	-2,9	9,5	1,1	10,6	3,1	3,6	4,7	4,6	5,0	5,2	5,0
Vorratsveränderungen ^d	0,6	0,7	-0,1	1,7	-3,4	0,2	0,9	0,4	-0,4	0,0	0,2	0,3
Außenbeitrag ^d	-2,1	0,6	-0,6	-2,1	-0,9	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Exporte ^{c,e}	1,8	2,8	-1,6	-12,0	-0,6	4,0	6,0	7,0	6,0	5,5	5,0	5,0
Importe ^{c,e}	10,3	-0,3	4,5	-5,0	1,7	4,6	6,7	7,1	6,0	7,0	6,5	6,5
Arbeitslosenquote ^f	11,2	11,0	10,9	10,7	10,4	10,3	10,3	10,1	9,9	9,8	9,7	9,5
Konsumentenpreise (HPVI) ^g	1,1	1,3	1,1	0,8	0,8	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5	1,7	1,8
Geldmenge M1 ^g	8,8	10,4	8,6	9,0	12,4	11,3	10,5	9,5	9,0	9,0	8,0	8,0
Geldmenge M3 ^g	4,4	4,7	4,4	4,9	5,4	5,4	5,5	5,0	5,0	5,0	5,5	5,5
Zinssatz Dreimonatsgeld in %	4,0	3,9	3,8	3,4	3,1	2,6	2,6	2,7	2,9	3,1	3,2	3,3
Zinssatz Staatsanleihen (10 Jahre) in %	5,1	5,0	4,6	4,1	4,0	4,3	4,9	5,3	5,5	5,6	5,7	5,8
Wechselkurs gegenüber dem Dollar ^h	1,09	1,10	1,12	1,18	1,12	1,06	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Real effektiver Wechselkurs	89,7	91,1	93,4	94,2	90,8	87,3	86,2	86,0	85,8	85,6	85,4	85,2

^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 (1999) für die Vergangenheit ausweist. – ^f In vH der Erwerbsspersonen, harmonisiert nach dem ILO-Konzept. – ^g Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH. – ^h US-\$/Euro; vor 1999 US-\$/ECU-Wechselkurs.

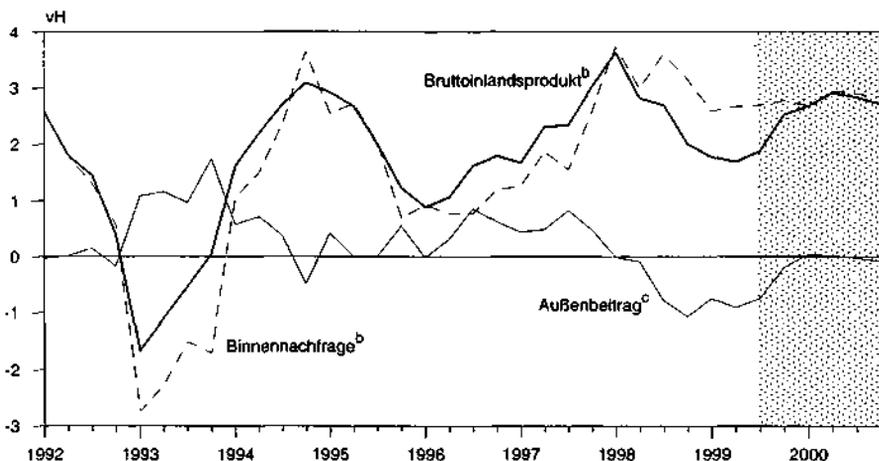
Quelle: Eurostat (1999), EZB (1999c), OECD (1999b), eigene Berechnungen und Schätzungen.

Schaubild 5: Reales Bruttoinlandsprodukt^a in Euroland



^aSaison- und arbeitstägig bereinigt. - ^bVeränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. - ^cVeränderung gegenüber dem Vorjahr in vH. - ^dBerechnet mit Hilfe eines Hodrick-Prescott-Filters. - ^e1999 II: Schätzung. - ^fAb 1999 III: Prognose.

Schaubild 6: Bruttoinlandsprodukt, Binnennachfrage und Außenbeitrag in Euroland^a



^aIn konstanten Preisen. - ^bVeränderungsrate gegenüber Vorjahr. - ^cVeränderung des Außenbeitrags gegenüber Vorjahr in Relation zum Bruttoinlandsprodukt des Vorjahresquartals. 1999 II: Schätzung. Ab 1999 III: Prognose.

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	1999 ^e	2000 ^e	1997	1998	1999 ^e	2000 ^e	1997	1998	1999 ^e	2000 ^e
Deutschland	33,0	1,5	2,2	1,5	2,5	1,8	1,0	0,7	1,6	9,9	9,4	9,1	8,5
Frankreich	22,0	2,3	3,2	2,4	2,8	1,2	0,8	0,5	1,2	12,3	11,7	11,5	11,0
Italien	18,1	1,5	1,3	1,2	2,5	1,8	1,7	1,6	1,9	12,1	12,3	12,0	11,5
Spanien	8,6	3,5	3,8	3,5	3,5	2,0	1,8	2,2	2,3	20,8	18,8	16,5	15,0
Niederlande	5,8	3,6	3,8	2,9	2,6	2,2	2,0	2,1	2,2	5,2	4,0	3,5	3,5
Belgien	3,9	3,0	2,9	2,0	2,5	1,6	0,9	1,0	1,5	9,4	9,5	9,0	8,5
Österreich	3,3	2,5	3,3	2,0	2,5	1,3	0,9	1,0	1,5	4,5	4,7	4,5	4,5
Finnland	1,9	5,5	4,7	3,5	4,0	1,2	1,4	0,5	2,0	12,7	11,4	10,5	9,5
Portugal	1,6	3,7	3,9	3,0	3,0	2,3	2,7	2,5	2,5	6,8	5,1	4,5	4,5
Irland	1,3	9,8	10,4	8,0	6,5	1,4	2,4	2,0	3,0	9,9	7,8	7,0	6,5
Luxemburg	0,3	4,7	5,7	3,0	3,5	1,4	0,9	1,0	1,5	2,8	2,8	3,0	3,0
Euroland	100,0	2,4	2,8	2,1	2,7	1,6 ^f	1,1 ^f	1,1 ^f	1,7 ^f	11,5 ^g	10,9 ^g	10,3 ^g	9,7 ^g

^a Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 1998. – ^b Veränderung gegenüber dem Vorjahr (vH). – ^c Nationale Preisangaben. – ^d Standardisierte Arbeitslosenquote nach ILO-Konzept. – ^e Prognose. – ^f Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). – ^g Auf Grundlage der Erwerbspersonen von 1997.

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

Die Verbraucherpreise werden im laufenden Jahr mit 1,1 vH ebenso rasch wie im vergangenen Jahr steigen (Tabelle 3). Im kommenden Jahr ziehen sie um 1,7 vH an; nicht nur die Importe werden sich deutlich verteuern, auch der interne Preisauftrieb wird sich im Zuge der kräftigen Konjunktur verstärken.

Kaum Konvergenz der Einkommensniveaus in Euroland

Die Unterschiede im Tempo des Produktionsanstiegs zwischen den Teilnehmerländern an der Währungsunion sind deutlich. Im Jahr 1999 wird die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts im Land mit dem geringsten Zuwachs (Italien) 1,2 vH betragen; für Irland ist als Land mit der stärksten Expansion eine Zunahme von 8 vH zu erwarten. Fraglich ist, ob die in jüngerer Zeit zu beobachtenden Differenzen beim regionalen Produktionsanstieg mit einem Prozeß der Konvergenz der Wirtschaftskraft innerhalb Eurolands in Einklang stehen. Dies ist auch deshalb von Interesse, weil im Vertrag von Maastricht das Ziel einer Angleichung der realen Wirtschaftsleistung im Währungsraum formuliert ist. Um dies zu erreichen, müßten relativ arme Länder vergleichsweise hohe Produktionszuwächse verzeichnen, relativ reiche Länder dagegen vergleichsweise langsam wachsen.

Für die Untersuchung der realwirtschaftlichen Konvergenz wird üblicherweise auf Pro-Kopf-Größen abgestellt. Um die Einflüsse von Schwankungen der Wechselkurse bei der Umrechnung des Bruttoinlandsprodukts je Einwohner in eine gemeinsame Währung auszuschalten, wird hier auf Zahlen für das Bruttoinlandsprodukt zu Kaufkraftparitäten zurückgegriffen, wie es von der Weltbank (1998) berechnet wird.⁵ Die jahresdurchschnittlichen Zuwächse des so berechneten Pro-Kopf-Einkommens differierten in den neunziger Jahren beträchtlich (Tabelle 4).⁶ Dies hat dazu geführt, daß sich das Einkommensniveau einzelner Länder gemessen am Durchschnitt der Währungsunion (ohne Luxemburg) im Zeitraum 1991–1999 verändert hat. Dabei kam es zum Teil zu sehr starken Bewegungen. So hat sich insbesondere Irland dank seines exzeptionell hohen Wachstums von einem Land mit deutlich unterdurchschnittlichem Pro-Kopf-Einkommen im Jahr 1991 zu einem Land mit relativ hohem Einkommensniveau entwickelt. Spürbar gesunken ist das relative Einkommen hingegen in einigen Ländern mit zunächst überdurchschnittlichem Einkommen, so in Italien, in Belgien sowie in Frankreich und in Österreich. In anderen Ländern blieb die relative Einkommensposition weitgehend unverändert. Dies betrifft sowohl Länder, die im Ausgangsjahr relativ reich waren (Deutschland, Niederlande), als auch Länder, die 1991 ein deutlich unterdurchschnittliches Pro-Kopf-Einkommen aufwiesen (Spanien, Portugal). Ein eindeutiges Muster ergibt sich aus diesen Beobachtungen nicht.

⁵ Diese Daten liegen lediglich bis zum Jahr 1996 vor. Die Werte für die folgenden Jahre bis einschließlich 1999 wurden mit Hilfe der Zuwachsraten für das reale Bruttoinlandsprodukt hinzugeschätzt, was vertretbar erscheint, da es seit 1996 zu keinen nennenswerten Wechselkursänderungen zwischen den EWU-Ländern gekommen ist. Für 1999 wurde eine Entwicklung gemäß der in diesem Beitrag vorgelegten Prognose unterstellt.

⁶ Freilich vermindert sich die Standardabweichung deutlich, wenn Irland aus der Betrachtung herausgenommen wird.

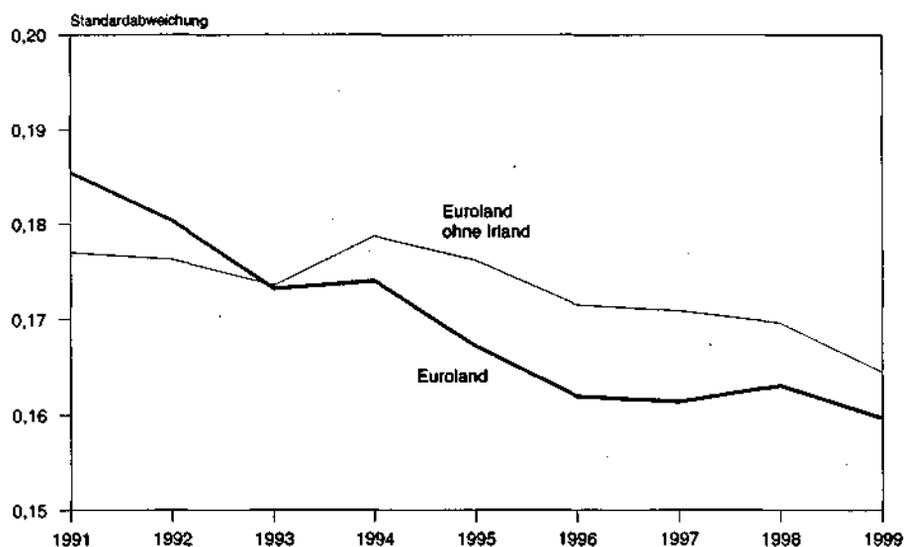
Tabelle 4: Reales Bruttoinlandsprodukt je Einwohner in Euroland in den neunziger Jahren

	Anstieg ^a 1991–1999	Niveau ^b	
		1991	1999
Deutschland	2,0	108,5	107,9
Frankreich	1,5	115,5	110,7
Italien	0,8	107,3	97,0
Spanien	1,9	81,4	80,5
Niederlande	2,0	105,2	104,7
Belgien	1,3	118,0	111,1
Österreich	1,6	116,1	111,7
Finnland	1,7	99,5	96,4
Portugal	2,0	70,2	69,7
Irland	6,5	78,3	110,3
Standardabweichung	1,6	17,25	14,47
Standardabweichung ohne Irland	0,5	16,41	14,86

^a Durchschnittlicher jährlicher Zuwachs in vH; auf Basis von Kaufkraftparitäten. – ^b In vH des Durchschnitts der Länder.

Quelle: Weltbank (1998), OECD (1999c), eigene Prognosen und Berechnungen.

Schaubild 7: σ -Konvergenz in Euroland^a



^a Standardabweichung der logarithmierten nationalen realen Bruttoinlandsprodukte in US-Dollar (jährliche Kaufkraftparitäten) je Einwohner. Ohne Luxemburg.

Ein häufig verwendetes Maß für Konvergenz ist die Entwicklung der Standardabweichung der logarithmierten Pro-Kopf-Einkommen, die sogenannte σ -Konvergenz (Barro und Sala-i-Martin 1995: 382 ff.). Danach liegt Konvergenz vor, wenn die Standardabweichung im Zeitablauf abnimmt. Ihr Verlauf ist für die Länder der EWU in Schaubild 7 dargestellt. Im Zeitraum der neunziger Jahre geht zwar die Standardabweichung deutlich zurück, wenn Euroland insgesamt betrachtet wird; das Ergebnis ist aber wesentlich durch das kräftige Aufholen Irlands bedingt. Für die übrigen Länder hat sich die Standardabweichung nur wenig vermindert. Berücksichtigt man, daß die tatsächliche Konvergenz bei dieser Methode systematisch überschätzt wird (Quah 1993; Bode 1998: 93 ff.), kann kaum davon gesprochen werden, daß es im Vorfeld der EWU zu einer nennenswerten absoluten Konvergenz der Pro-Kopf-Einkommen gekommen ist.

Weiterhin unterschiedliche nationale Inflationsraten im Euroraum

Der Vertrag von Maastricht verpflichtet die Europäische Zentralbank, die Stabilität des Preisniveaus im Euroraum sicherzustellen. Die EZB operationalisiert dieses Ziel, indem sie mittelfristig einen Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex für das Euro-Währungsgebiet (HVPI) von maximal 2 vH anstrebt und gleichzeitig anhaltende Rückgänge des HVPI zu vermeiden sucht. Freilich bedeutet diese Definition nicht, daß die Anstiegsraten der nationalen HVPI-Indizes ebenfalls in dem für das Währungsgebiet angestrebten Korridor liegen; vielmehr kann es, wie auch schon bisher, Abweichungen vom Euroland-Durchschnitt geben. Dies wiederum könnte die Geldpolitik der EZB schwieriger machen, weil die Gefahr besteht, daß aufgrund gegenläufiger nationaler Interessen Druck auf die EZB ausgeübt wird und die Geldpolitik vom optimalen Pfad abweicht.

Eine wesentliche Ursache für dauerhafte Unterschiede in den nationalen Inflationsraten könnte sein, daß aufgrund hoher Transportkosten oder nationaler Regulierungen bei weitem nicht alle Güter und Dienstleistungen, deren Preisentwicklung in den nationalen HVPI-Indizes reflektiert wird, international handelbar sind. Während bei den handelbaren Gütern damit zu rechnen ist, daß sich die Preissteigerungsraten im Euroraum angleichen, gibt es einen solchen Konvergenzmechanismus bei den Preisen der nicht-handelbaren Güter nicht.⁷ Sofern diese national divergieren, kann es auch zu national unterschiedlichen Inflationsraten kommen. Voraussetzung dafür ist allerdings, daß sich Angebot und Nachfrage nach nicht-handelbaren Gütern aufgrund struktureller Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern unterschiedlich entwickeln. Dafür sprechen sowohl empirische Beobachtungen als auch theoretische Überlegungen. Erfahrungen in anderen Regionen mit gemeinsamer Währung zeigen, daß sich normalerweise weder die Preisniveaus noch die Inflationsraten völlig angleichen. So ermittelt etwa Ströhl (1994) für 50 Städte in Deutschland für das Jahr 1993 Unterschiede in den Niveaus der Verbraucherpreise um bis zu 12 Prozent, wobei Unter-

⁷ Unterschiede in den Binnengüterpreisen können allenfalls durch Direktinvestitionen und Arbeitskräftewanderungen nivelliert werden; solche Prozesse nehmen jedoch mehr Zeit in Anspruch.

schiede im Niveau der Wohnungsmieten noch nicht einberechnet sind. Cechetti (1998) zeigt, daß die für sechs 10-Jahres-Zeiträume zwischen 1918 und 1995 ermittelten durchschnittlichen jährlichen Verbraucherpreisinflationsraten von 15 US-amerikanischen Städten um 1,0 bis 1,6 Prozentpunkte divergierten. Die klassische Erklärung für Unterschiede in den Zuwachsraten der relativen Preise der Binnengüter führt diese auf Unterschiede im Produktivitätswachstum zurück. Die nationale Zuwachsrate der Binnengüterpreise übersteigt die (international identische) Zuwachsrate der Preise handelbarer Güter gerade im Ausmaß der nationalen Differenz zwischen dem Produktivitätswachstum bei den handelbaren Gütern und dem bei den nicht-handelbaren Gütern (Balassa 1964; Samuelson 1964).⁸ Nimmt etwa die Produktivität bei den handelbaren Gütern um einen Prozentpunkt schneller zu als bei den nicht-handelbaren Gütern, so erhöhen sich, sofern beide Sektoren um dieselben Arbeitskräfte konkurrieren, die Lohnstückkosten im Bereich der nicht-handelbaren Güter um einen Prozentpunkt stärker. Um diesen Kostenunterschied zu kompensieren, müssen die Binnengüterpreise um einen Prozentpunkt schneller steigen als die Preise der handelbaren Güter. Unterschiede in den nationalen Zuwachsraten der Binnengüterpreise wären demnach vor allem auf Unterschiede in den nationalen Differenzen in den sektoralen Produktivitätswachstumsraten zurückzuführen.⁹

In Tabelle 5 sind die Daten für die Preisentwicklung bei handelbaren und nicht-handelbaren Gütern im Euroraum (mit Ausnahme Irlands und Luxemburgs) für den Zeitraum 1971–1997 aufgeführt. Für jedes Land sind die durchschnittlichen jährlichen Zuwachsraten der Wertschöpfungsdeflatoren angegeben, für das Verarbeitende Gewerbe einerseits – als Maßzahl für die Preise der handelbaren Güter – und für die übrigen Sektoren der Volkswirtschaft andererseits. Ebenfalls aufgeführt ist die Zuwachsrate des relativen Preises der nicht-handelbaren Güter, gemessen als Differenz der Zuwachsraten der beiden Einzelpreise. Wie angesichts eines typischerweise höheren Produktivitätswachstums im Bereich der handelbaren Güter zu erwarten war, steigen die Preise der nicht-handelbaren Güter deutlich schneller als die der handelbaren Güter, der Relativpreis der Binnengüter nimmt also in allen Ländern im Zeitablauf zu. Die Zuwachsraten dieses Relativpreises sind dabei tatsächlich von Land zu Land verschieden, was auf ein Potential für unterschiedliche nationale Inflationsraten im Euroraum hindeutet. Begrenzt wird dieser allerdings dadurch, daß Deutschland und Frankreich, die zwei größten Länder der Währungsunion, über den gesamten Zeitraum sehr ähnliche Zuwachsraten bei den relativen Binnengüterpreisen aufgewiesen. Überdies ist die Streuung der Zuwachsraten über die einzelnen Länder – wohl nicht zuletzt auch

⁸ Zur empirischen Gültigkeit dieses Ansatzes vgl. Canzoneri et al. (1999), Meier (1998) und DeGregorio et al. (1994).

⁹ Nimmt man an, daß das Produktivitätswachstum im Bereich der Binnengüter vernachlässigbar gering ist, Pro-Kopf-Einkommenszuwächse also im wesentlichen auf Produktivitätszuwächse im Bereich der handelbaren Güter basieren, so läßt sich die obige Hypothese vereinfachend auch so formulieren, daß die Steigerungsraten der relativen Binnengüterpreise mit den Zuwachsraten beim Pro-Kopf-Einkommen korreliert sind.

Tabelle 5: Durchschnittliche jährliche Veränderungsrate der Preise handelbarer und nicht-handelbarer Güter im Euroraum 1971–1997 in vH^a

	Nicht-handelbare Güter			Handelbare Güter			Differenz aus den Zuwachsraten der Preise nicht-handelbarer und handelbarer Güter		
	1971–1980	1981–1990	1991–1997	1971–1980	1981–1990	1991–1997	1971–1980	1981–1990	1991–1997
Deutschland (West)	5,8	2,7	2,9	4,6	2,9	1,5	1,2	-0,2	1,4
Frankreich	10,2	6,3	2,2	8,9	6,2	0,6	1,3	0,0	1,6
Italien	15,3	11,2	5,1	14,1	9,2	3,5	1,2	2,0	1,6
Spanien	15,9	9,7	5,1	13,3	8,6	3,2	2,6	1,1	1,8
Niederlande		2,5	2,4		0,9	0,9		1,6	1,5
Belgien	8,3	4,8	3,0	3,7	3,3	1,3	4,6	1,5	1,7
Österreich		3,9	3,3		2,4	1,6		1,5	1,7
Finnland	11,4	7,8	2,3	11,7	4,8	0,1	-0,3	2,9	2,2
Portugal		12,3	8,2		9,8	7,3		2,6	0,9

^a Preise handelbarer Güter berechnet als Relation aus der nominalen und der realen Bruttowertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe, Preise nicht-handelbarer Güter als Relation aus der nominalen und realen Wertschöpfung in den übrigen Wirtschaftsbereichen der jeweiligen Volkswirtschaft. Begrenzte Datenverfügbarkeit. Niederlande 1988–1997, Belgien 1971–1996, Österreich 1977–1996 und Portugal 1987–1995.

Quelle: OECD (1999a), eigene Berechnungen.

durch den Abbau der Handelsbarrieren im Zuge des EU-Binnenmarktprogramms – in den letzten Jahren offenbar deutlich geringer geworden.

Ob Differenzen in den relativen Preisen nicht-handelbarer Güter in der Größenordnung, wie sie in den neunziger Jahren zu beobachten waren, sich in spürbaren Unterschieden in den nationalen Inflationsraten niederschlagen, kann durch eine einfache Rechnung geklärt werden. Setzt sich die nationale Inflationsrate \hat{p} als ein mit den Wertschöpfungsanteilen der beiden Sektoren, γ bzw. $(1-\gamma)$, gewogenes Mittel aus den Zuwachsraten der Preise für Binnengüter \hat{p}^N und der Preise für handelbaren Güter \hat{p}^H zusammen, also

$$[1] \quad \hat{p} = \gamma \hat{p}^N + (1-\gamma) \hat{p}^H = \gamma (\hat{p}^N - \hat{p}^H) + \hat{p}^H,$$

so ergibt sich die Abweichung der nationalen Inflationsrate von der durchschnittlichen Inflationsrate im Euroraum \hat{p}^{EWU} als

$$[2] \quad \hat{p} - \hat{p}^{EWU} = \gamma (\hat{p}^N - \hat{p}^H) - \gamma^{EWU} (\hat{p}^N - \hat{p}^H)^{EWU} + \hat{p}^{H^{EWU}},$$

wobei alle mit EWU bezeichneten Variablen Durchschnittsgrößen für den Euroraum bezeichnen. Unterstellt man zunächst, daß die Preise der handelbaren Güter in der Währungsunion mit gleicher Rate zunehmen, der letzte Term in [2] also entfällt, so läßt sich aus den nationalen Differenzen in den Zuwachsraten der relativen Binnengüterpreise und den unterschiedlichen Anteilen der Binnengüter

Tabelle 6: Berechnete Abweichungen der nationalen Inflationsraten vom Euro-land-Durchschnitt in Prozentpunkten

	Deutsch-land	Frank-reich	Italien	Spanien	Nieder-lande	Belgien	Öster-reich	Finn-land	Portu-gal
Annahme 1 ^a	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,3	-0,4
Annahme 2 ^b	-0,6	-0,5	0,8	0,7	0,6	1,3	1,3	0,6	0,2

^a Relativpreise der Binnengüter steigen mit den in den neunziger Jahren beobachteten Raten. –
^b Relativpreise der Binnengüter steigen mit den in den achtziger Jahren beobachteten Raten.

Quelle: Eigene Berechnungen.

an den nationalen Warenkörben auf die Abweichung der nationalen Inflationsrate von der durchschnittlichen Inflationsrate des Euroraums schließen.

Tabelle 6 zeigt die Resultate unter der Annahme, daß die relativen Preise der nicht-handelbaren Güter mit den in Tabelle 5 für die neunziger Jahre ausgewiesenen Raten zunehmen (Annahme 1). Die nationalen Inflationsraten würden um maximal 0,7 Prozentpunkte voneinander abweichen, wobei Portugal und Deutschland Inflationsraten realisieren würden, die unter dem EWU-Durchschnitt liegen, während in den übrigen Ländern die Preise schneller als im Durchschnitt stiegen. Würde die EZB die durchschnittliche Inflationsrate im Euroraum z. B. bei einem Wert von 1,5 vH halten, so läge die deutsche Inflationsrate bei 1,3 vH, die finnische dagegen bei 1,8 vH. Unterschiede in dieser Größenordnung dürften kaum Anlaß für Inflations- bzw. Deflationsängste in den betroffenen Ländern geben und daher wirtschaftspolitisch nicht ins Gewicht fallen. Doch selbst wenn die relativen Binnengüterpreise wieder so große Differenzen wie in den achtziger Jahren aufwiesen (Annahme 2), wären die Abweichungen der nationalen Inflationsraten vom EWU-Mittelwert mit maximal 1,3 Prozentpunkten noch relativ gering.¹⁰ Davon abgesehen kann man damit rechnen, daß sich die Zuwächse der Binnengüterpreise im Euroraum in Zukunft weiter annähern, weil viele Güter, die heute noch als Binnengüter gelten, zu handelbaren Gütern werden; dies wird zum einen durch die fortschreitende Deregulierung in Europa und die Abschaffung noch existierender institutioneller Handelsbarrieren begünstigt, zum anderen auch durch den fortgesetzten Rückgang der Transport- und Informationskosten, wie es etwa das Beispiel des Handels über das Internet deutlich macht.

Aufschluß über die zu erwartenden Inflationsdivergenzen im Euroraum können auch aus der jüngeren historischen Preisentwicklung in den Teilnehmerlän-

¹⁰ Zu beachten ist, daß diese Ergebnisse unter der Annahme abgeleitet werden, daß die Preise der handelbaren Güter identische Zuwachsraten aufweisen. Während diese Annahme langfristig plausibel ist, dürfte es kurzfristig zu Abweichungen von diesen Zuwachsraten kommen, die sich entsprechend in stärkeren Unterschieden in den nationalen Inflationsraten niederschlagen. Die Ergebnisse sind insofern als langfristige Ergebnisse zu interpretieren, die die strukturell angelegten Inflationsdifferenzen im Euroraum verdeutlichen sollen.

Tabelle 7: Inflationsraten und Wechselkursänderungen im Euroraum 1989–1998^a

	Verbraucherpreise	Verbraucherpreise gegenüber Deutschland	Nominaler Wechselkurs gegenüber der D-Mark	Realer Wechselkurs gegenüber der D-Mark ^b
Deutschland	2,7			
Frankreich	2,2	-0,5	-0,1	0,4
Italien	4,5	1,8	2,9	1,1
Spanien	4,7	1,9	2,5	0,6
Niederlande	2,3	-0,4	0,0	0,4
Belgien	2,3	-0,4	-0,1	0,3
Österreich	2,6	-0,1	0,0	0,1
Finnland	2,7	-0,1	2,5	2,4
Portugal	6,9	4,2	2,2	-2,0
Irland	2,5	-0,2	0,7	0,9

^a Durchschnittliche jährliche Veränderungsrate in vH. ^b Veränderung des nominalen Wechselkurses in vH abzüglich Veränderungen der Verbraucherpreise im Verhältnis zu Deutschland in vH. Ein Anstieg zeigt eine reale Abwertung gegenüber der D-Mark an.

Quelle: IMF (1999), eigene Berechnungen.

dern gewonnen werden. Schaltet man kurzfristige Differenzen in den Inflationsraten, wie sie etwa durch konjunkturelle oder außenwirtschaftliche Faktoren hervorgerufen werden können, durch die Bildung langjähriger Durchschnitte aus, so ergibt sich, daß für einige EWU-Länder die Inflationsunterschiede während der vergangenen zehn Jahre bereits sehr gering waren. Tabelle 7 zeigt die durchschnittlichen Veränderungsrate der Verbraucherpreisindizes und der nominalen Wechselkurse gegenüber der D-Mark für alle EWU-Währungen über den Zeitraum von 1989 bis 1998. Außerdem ist der reale Wechselkurs der jeweiligen Währung gegenüber der D-Mark angegeben, also die Veränderungsrate des jeweiligen nominalen Wechselkurses korrigiert um die Inflationsdifferenz gegenüber Deutschland. Danach lassen sich die Länder in zwei Gruppen einteilen, nämlich in jene, deren Inflationsraten im Durchschnitt deutlich über 3 vH lagen, bestehend aus Italien, Spanien und Portugal, und in jene mit Inflationsraten zwischen 2 und 3 vH, bestehend aus den übrigen Ländern. Die durchschnittlichen Inflationsdifferenzen in der letzteren Gruppe waren tatsächlich bereits sehr klein. Die durchschnittliche Abweichung gegenüber der deutschen Inflationsrate lag bei -0,3 Prozentpunkten, wobei die Preise allerdings kurzfristig deutlich stärker schwankten; von Jahr zu Jahr wurde dieser Wert im Mittel über alle Länder um 1,2 Prozentpunkte über- oder unterschritten. Offenbar bewirkte die Wechselkursfixierung im Rahmen des Europäischen Währungssystems (EWS), daß sich die Geldpolitik als wesentlicher Bestimmungsfaktor der Inflation zwischen diesen Ländern nur noch wenig unterschied. Dies zeigt sich daran, daß die EWS-Leitkurse, die grundsätzlich hätten angepaßt werden können, in der Mehrzahl der

Fälle über den gesamten Zeitraum konstant blieben.¹¹ Für die Länder in der ersten Gruppe gelten diese Schlüsse freilich nicht, ihre Inflationsraten wichen deutlich nach oben vom Durchschnitt der zweiten Gruppe ab, und die Leitkurse ihrer Währungen wurden verschiedentlich angepaßt. Die italienische Lira verließ sogar zeitweise das EWS. Offenbar war die Geldpolitik in diesen Ländern zu expansiv, um die Wechselkurse dauerhaft auf dem vereinbarten Niveau zu halten. Durch die Vereinheitlichung der Geldpolitik ist es in diesen Ländern bereits zu einer deutlichen Annäherung der Inflationsraten an den Durchschnitt der zweiten Gruppe gekommen, die noch fortgeführt werden dürfte.¹²

Insgesamt läßt sich festhalten, daß sich im Euroraum die strukturell angelegten Differenzen in den Inflationsraten der Teilnehmerländer in engen Grenzen halten. Selbst wenn in einzelnen Jahren die Unterschiede ausgeprägter ausfallen sollten, ergäbe sich kein Handlungsbedarf für die EZB. Die Zuwachsraten der relativen Binnengüterpreise, die letztlich für die Divergenzen in den nationalen Inflationsraten sorgen, sind, wie jeder Relativpreis, der geldpolitischen Kontrolle entzogen, und zwar unabhängig vom währungspolitischen Regime. Zielvariable der EZB kann einzig die Inflationsrate für das gesamte Währungsgebiet sein, auf nationale Sonderentwicklungen darf sie im Interesse der übrigen Teilnehmerländer keine Rücksicht nehmen.

Summary

Euroland: Monetary Stimulation Continues

In the fall of 1999, the recovery in Euroland is back on track. The turnaround was caused by the improvement in the world economy. While exports had been depressed in the past winter due to the weak demand in the crises countries, the impulses from abroad have picked up again. As a consequence, the profit and sales expectations of firms have brightened considerably. The sentiment in manufacturing has increased since the spring of this year and is currently only slightly be-

¹¹ In den relativ kleinen und offenen Volkswirtschaften Irlands und Finnlands dürften Sonderfaktoren eine wesentliche Rolle für die nominale und reale Abwertung ihrer Währung gegenüber der D-Mark gespielt haben. Beide Währungen werteten im Zuge der EWS-Krisen in den Jahren 1992 und 1993 deutlich gegenüber der D-Mark ab, obwohl sie zu jener Zeit sogar niedrigere Inflationsraten aufwiesen als Deutschland. In beiden Fällen dürfte der Anlaß die starke Abwertung der Währung des jeweils wichtigsten Handelspartners des jeweiligen Landes gegenüber der D-Mark gewesen sein, im Fall Irlands die des Pfund Sterling, im Fall Finnlands die der Schwedischen Krone. Da diese Abwertungen weit über die Inflationsdifferenz gegenüber der D-Mark hinausgingen, ist die durchschnittliche Veränderungsrate der realen Wechselkurse gegenüber der D-Mark deutlich höher als die durchschnittliche Inflationsdifferenz.

¹² Mit den Daten in Tabelle 5 und Tabelle 6 müßten sich die theoretisch unterstellte Beziehung zwischen den durchschnittlichen Differenzen in den Inflationsraten und den durchschnittlichen Zuwachsraten der relativen Preise nicht-handelbarer Güter über die vergangenen zehn Jahre nachweisen lassen, zumindest für die Länder, deren Wechselkurse weitgehend konstant waren. Berechnungen zeigen, daß dies für letztere tatsächlich möglich ist, doch kann aufgrund der geringen Anzahl von Beobachtungen ein rein zufälliger Zusammenhang nicht ausgeschlossen werden.

low the long-term average. Furthermore, monetary policy has been expansionary, especially after the reduction of key interest rates in April this year.

With Strong Momentum into the Year 2000

The recovery in Euroland will pick up speed. In 1999, however, the increase of real GDP will amount to only 2.1 percent in spite of the acceleration; next year, it will go up to 2.7 percent with capacity utilization rising considerably. The major factor of the upswing will be exports which are stimulated by the strong recovery abroad and by the low value of the euro. Domestic demand will continue to expand rapidly, stimulated especially by monetary policy. Consumer prices will increase by 1.1 percent this year, next year the inflation rate will accelerate to 1.7 percent: import prices will rise faster, and internal prices will firm in the wake of the strong upturn.

Monetary Policy Continues the Expansionary Course

The monetary conditions in the euro area have remained favorable. By lowering key interest rates in April this year, the ECB has strengthened its expansionary course. Short-term interest rates since then have been around 2.5 percent, i.e. half a percentage point lower than at the beginning of the currency union. In real terms, they amount to less than 1.5 percent and are thus well below the long-term average of each of the member countries of EMU. Also, the expansion of the money stock indicates that the policy is stimulative; M3 has increased by more than 5 percent (annual rate), i.e. somewhat faster than planned.

When reducing interest rates in April this year, the ECB mainly reacted to the deterioration of cyclical conditions. Neither the development of the money stock – the available data at that time showed a slight overshooting of the reference value for M3 – nor the weakness of the euro prevented the strong reduction of interest rates. We therefore expect that also in the near future the cyclical development in the euro area will be an important factor for the ECB in its decisions. Financial markets obviously expect that key interest rates will be raised already very soon. While a rate hike cannot be excluded for this year, we nevertheless expect a first interest rate increase by the ECB only for the beginning of next year. The central bank will probably wait until cyclical conditions in the euro area have strengthened sufficiently. In addition, an early increase of interest rates might suggest that the ECB reacts in a hectic fashion when new indicators on the business cycle situation become available. By the end of next year, the money market rate is expected to go up to 3 percent and will thus be about three quarters of a percentage point above the current level.

Interest Rates Will Have to Be Raised

The question whether monetary policy in the euro area is expansionary can be assessed by using rules for monetary policy. The Taylor Rule determines a money market rate and the McCallum Rule determines a growth rate for the money

stock which are compatible with the target for inflation. Currently, the money market rate is about 1 percentage point below the level which can be derived from the Taylor Rule. This would mean that the ECB has reacted too strongly to the cyclical downturn and the decline of inflation until the spring when cutting interest rates. Against this background, the substantial increase of key interest rates in the near future would not mean a restrictive policy if – as we expect – the economic expansion in Euroland will gain momentum and the inflation rate will increase. There is the risk that the predicted increase of key interest rates will not be sufficient so that economic activity may be stimulated too much.

According to the McCallum Rule which is applied to M3, there is currently only some excess liquidity. However, even according to this rule, there will be a reason for the ECB to act in the near future. It can be expected that money demand will increase in the course of the upswing. In the concept of monetary targeting, this requires an increase of interest rates, otherwise monetary expansion would accelerate which would sooner or later lead to an acceleration of inflation. Therefore, the ECB should pursue a policy which assures that the reference value for M3 is not exceeded over a prolonged period of time. For this end, it may be necessary to raise interest rates by more than 1 percentage point by the end of the year 2000. The ECB should not hesitate to do this in order to avoid a drastic correction which would otherwise be necessary.

No Convergence of Incomes in Euroland

There have been considerable differences in growth rates between the member countries of the monetary union. In 1999, the rate in the country with the smallest increase will be Italy with 1.2 percent; Ireland will show the highest rate amounting to 8 percent. According to the Treaty of Maastricht, the goal is a convergence of income levels of member countries. In order to achieve this, relatively poor countries should grow more rapidly than relatively rich countries. Measuring convergence in terms of the standard deviation of the (logged) per capita income levels, there appears to be a decline in the 1990s; however, this is almost exclusively due to the catching up of Ireland. All in all, it can hardly be said that there has been a convergence of incomes prior to the monetary union.

Differences in National Inflation Rates Persist

According to the Maastricht Treaty, the ECB has to assure the stability of the price level in the euro area. However, there may be – as was the case in recent years – deviations of national inflation rates from the average. This could make monetary policy of the ECB more difficult because there might be pressure on the ECB because of divergent national interests.

For a number of EMU countries, inflation differentials have been relatively small during the past 10 years. Obviously, the convergence of monetary policy led to this outcome. However, some differences remain. The main reason for this is that prices for tradable and non-tradable goods behaved differently in the individual countries. While a convergence of price increases can be expected for

tradable goods, there is no such mechanism for prices of non-tradables. The analysis for EMU countries shows indeed differences in the changes of relative prices which, however, have diminished in the past decades. If relative prices of non-tradable goods in the individual countries were to change with the same rates as they have changed in the 1990s, the national inflation rates would in the long run deviate by a maximum of 0.7 percentage points. Portugal and Germany would have inflation rates below the EMU average, while in other countries prices would rise faster. For example, with an average inflation in the euro area of 1.5 percent, the German inflation rate would be 1.3 percent, the Finnish inflation rate would be 1.8 percent. Differences of this magnitude could hardly be a reason for fears of inflation or deflation in the individual countries.

Even if the differences were higher in a particular year – for example because of special cyclical effects –, there would be no reason for the ECB to act. Real exchange rates, just as any other relative price, cannot be controlled by monetary policy.

Literaturverzeichnis

- Balassa, B. (1964). The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal. *Journal of Political Economy* 72 (3): 584–596.
- Barro, R., und X. Sala-i-Martin (1995). *Economic Growth*. New York.
- Bode, E. (1998). *Lokale Wissensdiffusion und regionale Divergenz in Deutschland*. Kieler Studien 293. Tübingen.
- Boss, A., K.-J. Gern, C.-P. Meier, J. Scheide und M. Schlie (1999). Für potentialorientierte Geldpolitik und Steuerwettbewerb in Euroland. *Die Weltwirtschaft* (1): 49–78.
- Canzoneri, M. B., R. E. Cumby und B. Diba (1999). Relative Labour Productivity and the Real Exchange Rate in the Long Run: Evidence from a Panel of OECD Countries. *Journal of International Economics* 44 (1): 1–25.
- Cechetti, S. (1998). Price Level Convergence among United States Cities: Lessons for the European Central Bank. Arbeitspapier 32. Österreichische Nationalbank, Wien.
- De Gregorio J., A. Giovannini und H. C. Wolf (1994). International Evidence on Tradables and Nontradables Inflation. *European Economic Review* 38 (7): 1225–1224.
- Eurostat (1999). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (1999a). *Monatsbericht*. Mai. Frankfurt am Main.
- (1999b). *Monatsbericht*. Juni. Frankfurt am Main.
- (1999c). *Monatsbericht*. August. Frankfurt am Main.
- IMF (International Monetary Fund) (1999). *International Financial Statistics*. Juli. Washington, D.C.
- Lucas, R. E., Jr. (1996). Nobel Lecture: Monetary Neutrality. *Journal of Political Economy* 104 (4): 661–682.
- McCallum, B. T. (1987). The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy. *Weltwirtschaftliches Archiv* 123 (3): 415–429.
- Meier, C.-P. (1998). *Reale Wechselkurse und internationale Wettbewerbsfähigkeit. Eine empirische Analyse der Auswirkungen von Wechselkursschwankungen für die Bundesrepublik Deutschland*. Köln.
- OECD (1995). *Economic Outlook*. Dezember. Paris.

- OECD (1999a). *Statistical Compendium*. Heft 1. Paris.
- (1999b). *Main Economic Indicators*. August. Paris.
 - (1999c). *Economic Outlook*. Juni. Paris.
- Quah, D. T. (1993). Galton's Fallacy and Tests of the Convergence Hypothesis. *The Scandinavian Journal of Economics* 95 (4): 427-443.
- Samuelson, P. (1964). Theoretical Notes on Trade Problems. *Review of Economics and Statistics* 46 (1): 145-164.
- Scheide, J. (1998). Central Banks: No Reason to Ignore Money. Kieler Diskussionsbeiträge 316. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Siebert, H. (Hrsg.) (1996). *Sozialpolitik auf dem Prüfstand*. Tübingen.
- (Hrsg.) (1998). *Redesigning Social Security*. Tübingen.
- Solveen, R. (1998). *Der Einfluß der Unabhängigkeit auf die Politik der Zentralbanken*. Kieler Studien 288. Tübingen.
- Ströhl, G. (1994). Zwischenörtlicher Vergleich des Verbraucherpreisniveaus in 50 Städten. *Wirtschaft und Statistik* (6): 415-433.
- Taylor, J. B. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference on Public Policy* 39: 195-214.
- (1996). *Monetary Policy Guidelines for Employment and Inflation Stability*. Stanford University (mimeo).
- Weltbank (1998). *World Development Indicators*. CD-rom.