

ZINSENKUNG IN DER EURO-ZONE

GESAMTWIRTSCHAFTLICHE AUSWIRKUNGEN IN DER EU UND IN ÖSTERREICH

Gemäß Modellsimulationen löste die Zinssatzsenkung der EZB einen leichten Konjunkturimpuls für die Euro-Zone und für Österreich aus. Der Aufschwung wird von einem mäßigen Preisauftrieb begleitet.

Erstmals seit Inkrafttreten der Europäischen Währungsunion senkte die Europäische Zentralbank (EZB) im April 1999 die Zinsen für den Euro-Raum. Am 8. April 1999 faßte der EZB-Rat folgende geldpolitischen Beschlüsse:

- Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurde um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt auf 2,5% herabgesetzt, und zwar beginnend mit dem am 14. April 1999 abzuwickelnden Geschäft.

ERSTE ZINSENKUNG DER EZB

- Der Zinssatz für die Spitzenfinanzierungsfazilität wurde mit Wirkung vom 9. April 1999 um 1 Prozentpunkt auf 3,5% gesenkt.
- Der Zinssatz für die Einlagenfazilität verringerte sich mit Wirkung vom 9. April 1999 um 0,5 Prozentpunkte auf 1,5%.

Der Präsident der EZB, Willem F. Duisenberg, begründete diesen Schritt mit folgenden Argumenten:

- Das Wachstum der Geldmenge (gemessen am Geldmengenindikator M3) hat sich im Februar von 5,6% im Jänner auf 5,2% verlangsamt. Der EZB-Rat kam zum Schluß, daß diese Entwicklung derzeit kein Signal für Inflationsdruck erkennen läßt. Das Wachstum von M3 liegt nahe dem festgelegten Referenzwert von 4,5%.
- Im Euro-Raum ist praktisch Preisstabilität erreicht. Diese ist laut Definition der EZB dann gegeben, wenn die Inflationsrate (gemessen an der jährlichen Veränderung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex) unter 2% liegt. Die Inflationsrate ist seit mehreren Monaten im Euro-Raum niedriger als 1%. Auch wenn man in Betracht zieht, daß die Kosovo-Krise die Erdölpreise steigen lassen könnte, bleiben alle kurzfristigen Prognosen für die HVPI-Inflationsrate

Die Autoren danken Peter Brandner und Ewald Walterskirchen für wertvolle Anregungen und Hinweise. Aufbereitung und Analyse der Daten erfolgten mit Unterstützung von Christine Kaufmann.

unter dem vom Euro-System definierten Preisstabilitätsziel von 2%.

- Die Indikatoren für die Finanzmärkte zeigen, daß sowohl die Aktien- und Wertpapiermärkte als auch die Devisenmärkte von globalen Faktoren beeinflusst sind. Nachdem die Wertpapierzinsen im Gleichschritt mit jenen in den USA im Februar 1999 leicht angezogen hatten, blieben die Erträge langfristiger Staatspapiere im Euro-Raum seither unverändert. Zusätzlich festigte sich der Dollar gegenüber dem Euro in letzter Zeit deutlich.
- Die Weltwirtschaft wird dominiert von einem starken Wachstum in den USA, einer Erholung in Asien und einer Stabilisierung in Lateinamerika. Es gibt kaum Anzeichen für eine Erholung in Japan. Die Wachstumsaussichten für den Euro-Raum haben sich in letzter Zeit eher verschlechtert. Die Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission geht davon aus, daß sich das Wachstum des realen BIP der Euro-Zone von 3,0% (1998) auf 2,2% abschwächen wird (EU 15 von 2,9% auf 2,1%). In den USA fällt die Dämpfung geringer aus: von 3,9% auf 2,7%.
- Die Zinssatzsenkung wurde nicht so sehr zur unmittelbaren Konjunkturstimulierung vorgenommen. Sie ist vielmehr eine vorausschauende Entscheidung mit der Absicht, die mittelfristigen Inflationstrends in Übereinstimmung mit dem Hauptziel der EZB (Preisstabilität gemäß ihrer Definition: HVPI höchstens +2%) zu bringen. Die Entscheidung, die Zinsen zu senken, soll auch dazu beitragen, eine günstige Ausgangsposition für die Ausschöpfung des Wachstumspotentials in der Euro-Zone zu schaffen. Die EZB hat damit die Verantwortung für eine lockere Geldpolitik wahrgenommen. Nun liege es – so Duisenberg – bei den Teilnehmerländern, gemäß dem Stabilitäts- und Wachstumspakt die Budgetdefizite abzubauen (mittelfristiger Budgetausgleich). Um ein besseres Funktionieren der EWU zu fördern, sollten auch die Strukturreformen weiter vorangetrieben werden (d. h. Flexibilisierung der Arbeitsmärkte).

GESAMTWIRTSCHAFTLICHE AUSWIRKUNGEN IN DER EURO-ZONE

Die Europäische Währungsunion (EWU) weist eine einzigartige wirtschaftspolitische Konzeption auf: Die Geldpolitik liegt einheitlich für alle Teilnehmerländer der Euro-Zone zentral bei der EZB bzw. dem ESZB. Die Fiskalpolitik (Budgetpolitik) bleibt in der Verantwortung der Teilnehmerländer, die jedoch durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt mit seinen einheitlichen Zielvorgaben für das Haushaltsdefizit einem starken Harmonisierungs- bzw. Kooperationsdruck unterworfen sind. Nunmehr senkte die EZB im ersten Zug die für die Geldpolitik relevanten Leitzinsen einheitlich für die Euro-Zone. Die

möglichen Auswirkungen eines solchen Schritts sind theoretisch und empirisch umstritten; weil die Interaktionen komplex sind, sind die Effekte am besten mit Modellsimulationen zu schätzen. Zum einen sind die Transmissionskanäle der Geldpolitik kompliziert (*Baumgartner – Url, 1999*, fassen die theoretischen Argumente zusammen), zum anderen unterliegen die Länder der Euro-Zone einem gänzlich neuen Politikregime. Damit verbunden sind jene Probleme, die Regimewechsel üblicherweise auslösen. Das Verhalten der Wirtschaftsakteure wird jenem im bisherigen Politikregime nicht unbedingt gleichen. Dies gilt sowohl für die Reaktion des Bankensystems als auch für jene von Investoren und Konsumenten auf eine Zinssatzänderung.

In der Folge werden mit einem Modell, das Parameterschätzungen aus der Vergangenheit verwendet, die künftigen Reaktionen auf die jüngste Zinssatzänderung simuliert. Dieses Vorgehen setzt sich möglicherweise der berühmten Lucas-Kritik¹⁾ aus. Allerdings gilt dies für alle derzeit verfügbaren Instrumente zur Analyse von geldpolitischen Aktionen der EZB, seien es Makromodelle oder Zeitreihenmodelle (VAR) – die WWU besteht erst seit vier Monaten.

Für die Schätzung von Auswirkungen der Zinssatzsenkung der EZB auf die Länder der Euro-Zone, die Nichtteilnehmer sowie auf die USA und Japan wird das Oxford Economic Forecasting Model (OEF) in seiner jüngsten Version verwendet. Dieses Makroweltmodell modelliert die Euro-Zone wie folgt:

- Alle Teilnehmer der Währungsunion haben gleiche Zinssätze.
- Die bilateralen Wechselkurse sind in der Euro-Zone ab 1999 entsprechend den Ende 1998 festgelegten Umrechnungskursen fixiert.

Das Modell verwendet kurz- und langfristige Zinssätze; die Zinssatzfunktion folgt einer typischen Taylor-Regel, wonach der kurzfristige Zinssatz auf Abweichungen vom Inflations- und Outputziel reagiert. Der kurzfristige Zinssatz geht mit negativem Vorzeichen sowohl in die Konsum- als auch in die Investitionsfunktion (Ertragsrate von Investitionen) ein.

Die Simulationen werden unter folgenden Annahmen durchgeführt:

- Der zinspolitische Schritt der EZB schlägt sich in einer Senkung der kurzfristigen Zinsen in allen Teilnehmerländern der EWU um ½ Prozentpunkt nieder. Die Zinssätze der nicht an der WWU teilnehmenden Länder (Dänemark, Griechenland, Großbritannien und Schweden) sowie jene der USA und Japans bleiben unverändert.

¹⁾ Modellparameter, die in einem bestimmten Regime geschätzt wurden, bilden möglicherweise das Verhalten in einem veränderten Regime nicht richtig ab.

- Die Senkung der kurzfristigen Zinsen hält zwei Jahre lang an (1999 bis 2000).
- Gemäß bisherigen Erfahrungen verringern sich die langfristigen Zinssätze in allen EWU-Ländern nur halb so stark wie die kurzfristigen. Im OEF-Modell sinken daher aufgrund des jüngsten Zinsschrittes die langfristigen Zinsen um nur $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt.

Unter diesen Voraussetzungen liefern Simulationen mit dem OEF-Modell folgende Ergebnisse (Übersicht 1):

Das reale BIP würde im Euro-Raum 1999 um 0,18% und bis 2000 kumuliert um 0,33% höher sein als in einem Szenario ohne Zinssenkung. Aufgrund der unterschiedlichen Konjunkturlage in den einzelnen Ländern streuen die Effekte relativ stark. Am höchsten sind die BIP-Impulse in den Kohäsionsländern Portugal, Irland und Spanien (rund +0,4% bis +0,5% nach zwei Jahren). Im Durchschnitt sind die realen Impulse auf das Wirtschaftswachstum in den Kernländern der Euro-Zone (Deutschland, Frankreich, Belgien, Niederlande und Österreich; rund +0,3% nach zwei Jahren) zurückzuführen²⁾. Die hauptsächlichen Wirkungskanäle (siehe dazu die Klassifikation von *Baumgartner – Url*, 1999, S. 76-78) hinter diesem Ergebnis sind der traditionelle Zins- und Kreditkanal (eine Kreditverbilligung stimuliert Investitionen und die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern) und der Wechselkurskanal (eine Abwertung des Euro stimuliert die Exporte). Dahinter verbirgt sich ein Vermögenspreiskanal (Portfolioumschichtungen von Wertpapieren zu Aktien), der den privaten Konsum beeinflussen kann.

Eine expansive Geldpolitik schlägt sich in einer Beschleunigung des Preisaufretriebs nieder. Dieser ist aber so schwach, daß das Preisstabilitätsziel der EZB (HVPI höchstens +2%) durch den jüngsten Zinsschritt kaum gefährdet ist. In den meisten Ländern der Euro-Zone wäre dadurch die Inflationsrate nach zwei Jahren um rund $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt höher. Nur in Belgien, Portugal und Italien wäre der Inflationsauftrieb etwas stärker (Übersicht 1). Der Anstieg der Verbraucherpreise resultiert einerseits aus der steigenden Nachfrage und andererseits aus der Abwertung des Euro. Diese verstärkt über eine Verteuerung der Importe die inländische Inflation etwas. Die Realzinsen würden um den Inflationseffekt stärker sinken als die Nominalzinsen.

²⁾ Effekte in ähnlicher Größenordnung wurden in zahlreichen anderen empirischen Studien mit unterschiedlichen Methoden (Einzelländer-Makromodelle oder Mehrländer-Makromodelle, VAR-Modelle) ermittelt (einen Überblick über solche Studien bieten *Baumgartner – Url*, 1999, S. 80, und *OECD*, 1999, S. 66). Die meisten Modelle erfüllen allerdings die theoretisch geforderten Kriterien (geldpolitische Reaktionsfunktion, kurzfristige Zinsen als Instrument der Geldpolitik, gleiche Zielvariable und vor allem die EWU-Bedingung: einheitliche Geldpolitik und fixe Wechselkurse zwischen den Teilnehmern) nicht (*Baumgartner – Url*, 1999, S. 78-79). Das OEF-Modell kommt diesen Vorgaben sehr nahe.

Übersicht 1: Senkung der kurzfristigen Euro-Zinsen um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt

	Bruttoinlandsprodukt, real		Verbraucherpreise	
	1999	2000	1999	2000
	Auswirkungen der Zinssatzsenkung in %			
Euro-Raum ¹⁾	+0,18	+0,33	+0,08	+0,34
Deutschland	+0,18	+0,36	+0,07	+0,29
Frankreich	+0,18	+0,29	+0,09	+0,33
Italien	+0,13	+0,32	+0,09	+0,37
Spanien	+0,27	+0,36	+0,05	+0,23
Niederlande	+0,17	+0,37	+0,03	+0,20
Belgien	+0,19	+0,25	+0,29	+1,09
Österreich	+0,20	+0,31	+0,05	+0,22
Finnland	+0,21	+0,41	+0,08	+0,24
Portugal	+0,33	+0,45	+0,08	+0,52
Irland	+0,27	+0,55	+0,06	+0,21
Andere EU-Länder ¹⁾	+0,12	+0,21	-0,01	+0,17
Großbritannien	+0,10	+0,19	-0,04	+0,13
Schweden	+0,18	+0,28	+0,11	+0,50
Dänemark	+0,19	+0,32	+0,08	+0,34
EU 15 ¹⁾	+0,17	+0,31	+0,06	+0,30
OECD insgesamt	+0,08	+0,13	-0,00	+0,07
USA	+0,02	+0,01	-0,05	-0,09
Japan	+0,02	+0,04	-0,02	-0,04
OECD-Europa	+0,16	+0,29	+0,06	+0,28
Schweiz	+0,10	+0,19	+0,02	+0,09
Norwegen	+0,14	+0,21	+0,03	+0,24
	Euro je Dollar		Euro je Pfund	
	1999	2000	1999	2000
	Auswirkungen der Zinssatzsenkung in %			
Wechselkurse	+1,01	+1,18	+0,75	+1,15

Q: OEF-Modell; eigene Berechnungen. – ¹⁾ Für Luxemburg und Griechenland wurden technische Annahmen getroffen, die Länder sind in den Aggregaten enthalten.

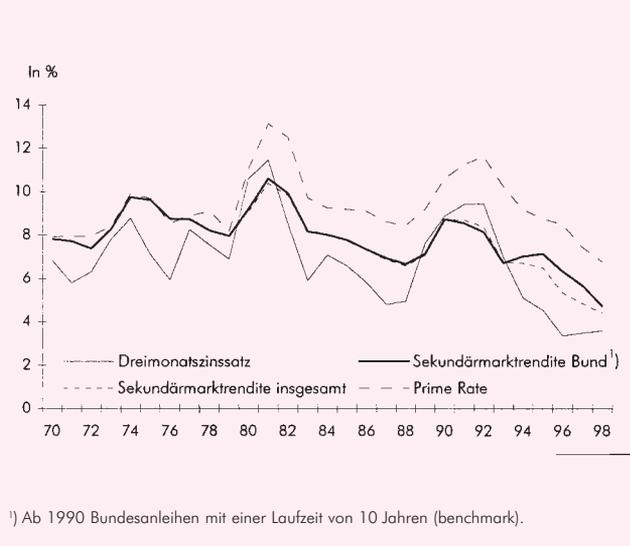
Unter der Annahme, daß die Zinsen nur im Euro-Raum gesenkt werden, in den nicht an der EWU teilnehmenden Ländern (Dänemark, Griechenland, Großbritannien und Schweden) sowie außerhalb Europas (insbesondere in den USA) aber gleich bleiben, ergibt sich aufgrund des Zinsdifferentials zwischen der Euro-Zone und den USA eine leichte Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar um zunächst 1% und zunehmend bis 1,2% im Jahr 2000. In ähnlichem Ausmaß würde das britische Pfund gegenüber dem Euro stärker werden (Übersicht 1).

Sofern die Nichtteilnehmer an der EWU den Zinssenkungsschritt der Euro-Zone nicht mitvollziehen, bleibt der direkte Impuls auf das reale BIP in diesen Ländern aus. Sie würden dann lediglich von indirekten Spillover-Effekten aus der BIP-Erhöhung in der Euro-Zone profitieren. Allerdings wären diese Spillovers durch einen leichten Aufwertungseffekt ihrer Währungen gegenüber dem Euro gedämpft. Der jüngste zinspolitische Schritt der EZB hat auf die Realwirtschaft der USA und Japans praktisch keine Auswirkungen (Übersicht 1).

In den meisten Teilnehmerstaaten der EWU würden die realen Wechselkurse (gemessen an den relativen Arbeitskosten) sinken (d. h. real abwerten). In den meisten EWU-Ländern würde die reale Abwertung innerhalb von zwei Jahren nur rund $\frac{1}{4}$ und $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt ausmachen.

Die geldpolitische Stimulierung im Euro-Raum würde eine leichte Entlastung der Staatshaushalte bringen und die Zinszahlungen für die Staatsschuld verringern.

Abbildung 1: Zinssatzstruktur in Österreich



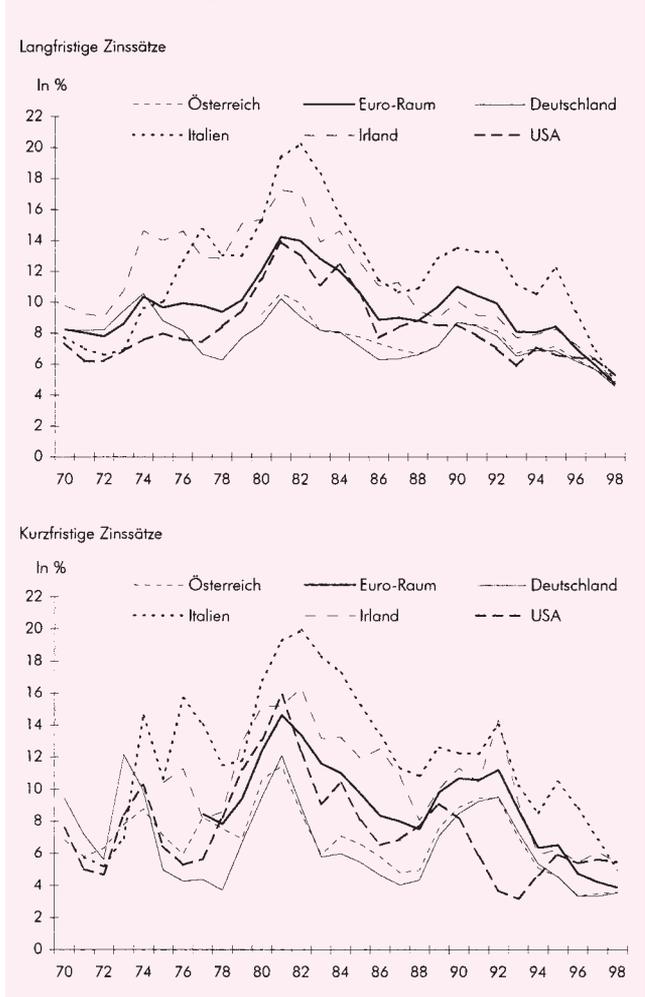
GESAMTWIRTSCHAFTLICHE AUSWIRKUNGEN IN ÖSTERREICH

Österreich nimmt an der EWU teil. Die von der EZB vorgenommene Leitzinssatzsenkung gilt daher automatisch auch für Österreich. Allerdings kann Österreich – ebenso wie jedes andere Land der EWU – die vorgegebene Zinspolitik in unterschiedlichem Ausmaß auf seine Zinssatzstruktur umsetzen. Trotz einheitlicher Geldpolitik in der Euro-Zone wird es in der Praxis unterschiedliche Zinsniveaus in den einzelnen Ländern geben. Länder, die sehr hoch verschuldet sind (wie z. B. Belgien und Italien) zahlen in der Regel eine höhere Risikoprämie auf die Staatsverschuldung als Länder, die nicht hoch verschuldet sind. Allerdings dürften technische Charakteristika der Anleihen (Liquidität, Emissionsgröße) eine größere Rolle spielen. Je nach Verhalten des Bankensektors aufgrund der Wettbewerbssituation werden sich die Leitzinsen in unterschiedlichen Spar- und Kreditzinsen niederschlagen.

Wie die Zinsentwicklung in Österreich zeigt (Abbildung 1), laufen lang- und kurzfristige Zinssätze nicht immer parallel. In der Vorbereitungsphase auf den Eintritt in die dritte Stufe der Währungsunion waren eine beträchtliche Konvergenz der Zinssätze in der EU sowie eine deutliche Zinssatzsenkung zu beobachten. Die EWU startete mit einem einheitlichen kurzfristigen Zinssatz von rund 3% und einem Satz von rund 4½% für langfristige Staatsanleihen (Abbildung 2).

Ausgehend von den Simulationen einer einheitlichen Zinspolitik für den Euro-Raum mit dem OEF-Modell werden in der Folge mit dem WIFO-Makromodell die Auswirkungen der Zinssatzsenkung der EZB im Falle einer unterschiedlichen Weitergabe auf die österreichische Zinslandschaft simuliert:

Abbildung 2: Lang- und kurzfristige Zinssätze im internationalen Vergleich



SZENARIO I: KEINE VERÄNDERUNG DER LANGFRISTIGEN ZINSSÄTZE

Die Senkung der kurzfristigen Euro-Zinssätze in der Euro-Zone um ½ Prozentpunkt hat in diesem Szenario keine Auswirkungen auf die langfristigen Zinssätze in Österreich. Der im Modell verwendete Zinssatz (Prime Rate) wurde deshalb nicht verändert. Die Impulse auf die österreichische Wirtschaft ergeben sich nur aus den Spill-over-Effekten durch den Anstieg des realen BIP im Euro-Raum um 0,18% (1999) bis 0,33% (2000) sowie eine leichte Verteuerung der Importe (diese Vorgaben liefern die Simulationen aus dem OEF-Modell). Dadurch steigen die österreichischen Exporte im Jahr 1999 real um 0,37% und bis zum Jahr 2000 kumuliert um 0,64%. Die Importdynamik verstärkt sich etwas weniger (+0,28% bzw. +0,45%). Die zunehmende Exportnachfrage hat eine Ausweitung der Investitionen zur Folge (+0,35% bzw. +0,71%). Das ergibt eine Stimulierung des realen BIP um 0,17% bis 0,34%. Aufgrund des geringen Produktionszuwachses fallen die Beschäftigungseffekte mäßig aus: Die Zahl der unselbständig Beschäftigten ist um 0,06% (1999) und bis 2000 kumuliert um 0,15% höher

Übersicht 2: Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der Zinssatzsenkung auf Österreich

	Kurzfristiger Zinssatz im Euro-Raum 1999/2000: –½ Prozentpunkt					
	Szenario I		Szenario II		Szenario III	
	Österreich: keine Zinssatzsenkung		Österreich: Prime Rate –¼ Prozentpunkt		Österreich: Prime Rate –½ Prozentpunkt	
	1999	2000	1999	2000	1999	2000
Abweichungen von einer Lösung ohne Zinssatzsenkung in %						
Privater Konsum, real	+0,03	+0,06	+0,04	+0,07	+0,05	+0,08
Bruttoanlageinvestitionen, real	+0,35	+0,71	+0,52	+0,84	+0,70	+0,97
Exporte i. w. S., real	+0,37	+0,64	+0,37	+0,64	+0,37	+0,64
Importe i. w. S., real	+0,28	+0,45	+0,33	+0,48	+0,38	+0,52
Bruttoinlandsprodukt, real	+0,17	+0,34	+0,19	+0,36	+0,21	+0,38
Verbraucherpreise	+0,02	+0,09	+0,01	+0,08	+0,01	+0,08
Unselbständig Beschäftigte	+0,06	+0,15	+0,07	+0,16	+0,07	+0,18
Abweichungen von einer Lösung ohne Zinssatzsenkung in Prozentpunkten						
Arbeitslosenquote	–0,02	–0,03	–0,02	–0,03	–0,02	–0,03
Leistungsbilanz, in % des BIP	–0,01	–0,04	–0,03	–0,05	–0,05	–0,07
Finanzierungssaldo des Staates, in % des BIP	+0,04	+0,09	+0,05	+0,09	+0,05	+0,10
Staatsschuld, in % des BIP	–0,11	–0,27	–0,14	–0,30	–0,15	–0,33

Q: Simulationen mit dem WIFO-Makromodell.

als ohne Zinssatzsenkung (+1.900 bis +4.800 im Jahr 2000; Übersicht 2).

SZENARIO II: ABGESCHWÄCHTE VERÄNDERUNG DER LANGFRISTIGEN ZINSSÄTZE

Zusätzlich zu Szenario I wird nun unterstellt, daß sich der Zinsschritt der EZB auch in Österreich in einer Senkung der langfristigen Zinsen (Prime Rate) um ¼ Prozentpunkt niederschlägt. Die Investitionsnachfrage würde sich dadurch modell-technisch zusätzlich etwas beleben. Dieser

Interest Rate Cuts in the Euro Area

Macroeconomic Effects in the EU and in Austria – Summary

On April 9, the European Central Bank reduced interest rates by half a percentage point; this was the first interest rate cut since the launch of the euro. Several model simulations were carried out for the euro area and for Austria, under the assumption that short-term interest rates will remain at the lower level for two years.

Simulations with the OEF model show that this interest rate cut results in higher economic activity in the form of an increase in real GDP by 0.18 percent in 1999 and 0.33 percent in 2000 for the euro zone. The expansionary monetary policy also results in an acceleration of inflation. The rate of inflation in the euro zone rises by about ¼ percentage point after two years.

For Austria, the WIFO model was used to simulate three scenarios, which differ in the way the interest rate

Effekt würde aber durch steigende Importe weitgehend kompensiert, sodaß fast kein zusätzlicher BIP-Effekt zu erwarten wäre (Übersicht 2).

SZENARIO III: VOLLE VERÄNDERUNG DER LANGFRISTIGEN ZINSSÄTZE

Ergänzend zu Szenario I wird in der dritten Simulation angenommen, daß sich die Senkung der kurzfristigen Zinssätze um ½ Prozentpunkt in vollem Ausmaß auch auf die langfristigen Zinssätze (Prime Rate) niederschlägt. Der Effekt auf die reale Investitionsnachfrage würde sich dadurch – besonders in der Anfangsphase – gegenüber dem Szenario I fast verdoppeln. Dies ist eher modell-technisch zu begründen. Die aktuelle Liquiditätssituation und Kreditnachfrage deuten nicht auf Finanzierungsengpässe der Unternehmen hin. Der zusätzliche Effekt auf das reale BIP wäre infolge zusätzlicher Importnachfrage nach wie vor relativ schwach. Insgesamt wäre das BIP im Jahr 1999 um 0,21% und bis zum Jahr 2000 kumuliert real um 0,38% höher als ohne Zinssenkung. Der Staatshaushalt würde insgesamt leicht entlastet: Die sinkende Zinsenlast trägt zum Abbau der Staatsschulden bei. Die geringen Beschäftigungseffekte sind ähnlich jenen im Szenario I.

SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die realen Effekte von geldpolitischen Maßnahmen sind sowohl theoretisch als auch empirisch nicht immer eindeutig. Ob und in welchem Ausmaß sich eine Senkung der kurzfristigen Zinsen in einer Senkung der langfristigen Zinssätze niederschlägt, hängt jeweils von der Kon-

reductions in the euro zone are passed through to interest rates in Austria. The first scenario deals only with economic impulses on the Austrian economy resulting from the rise in real GDP in the euro area. Higher exports and investment boost GDP by 0.17 percent (1999) and 0.34 percent (2000). The rise in import prices triggers a slight price increase. The two other scenarios consider also the effects of a reduction in long-term interest rates (prime rate) by half or the full extent of the cut implemented by the ECB. This is likely to strengthen investment demand, but the stimulus to real GDP should remain relatively weak because of a rise in imports.

In sum, the model simulations show that the ECB's first reduction in interest rates may help to improve the business climate in Europe but is unlikely to provide a hefty stimulus to economic activity in Europe.

junktursituation ab. Wie die Abbildungen 1 und 2 zeigen, herrscht zwischen kurz- und langfristigen Zinssätzen weder ein eindeutiger Gleichlauf noch ein einheitlicher (immer positiver oder negativer) Zinsspread. Der Zinsspread (langfristige minus kurzfristige Zinssätze) ist ein Vorlaufindikator für den Konjunkturverlauf: Ein positiver Zinsspread weist auf einen bevorstehenden Konjunkturaufschwung hin. Seit Jahreswechsel vergrößert sich in der Euro-Zone der Abstand zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen.

Die erste Zinssatzsenkung der EZB von Anfang April 1999 wird eher zur Verbesserung des allgemeinen Konjunkturklimas in Europa beitragen als konkrete wesentliche Wirtschaftsimpulse bewirken. Dies wird von den Mo-

dellsimulationen bestätigt. Angesichts der derzeit in der Euro-Zone hohen Liquidität besteht die Gefahr, daß die durch die Zinssatzsenkung zusätzlich geschaffene Liquidität teilweise in Finanzmarktanlagen fließt und weniger die realen Anlageinvestitionen erhöht. In Österreich kommen die Impulse tendenziell von einer Verbesserung der Konjunktur in der EU und nicht von den direkten Zinssatzanpassungen im eigenen Land.

LITERATURHINWEISE

Baumgartner, J., Url, Th., „Gemeinsame Geldpolitik – unterschiedliche Auswirkungen?“, WIFO-Monatsberichte, 1999, 72(1), S. 75-88.

OECD, EMU: Facts, Challenges and Policies, Paris, 1999.