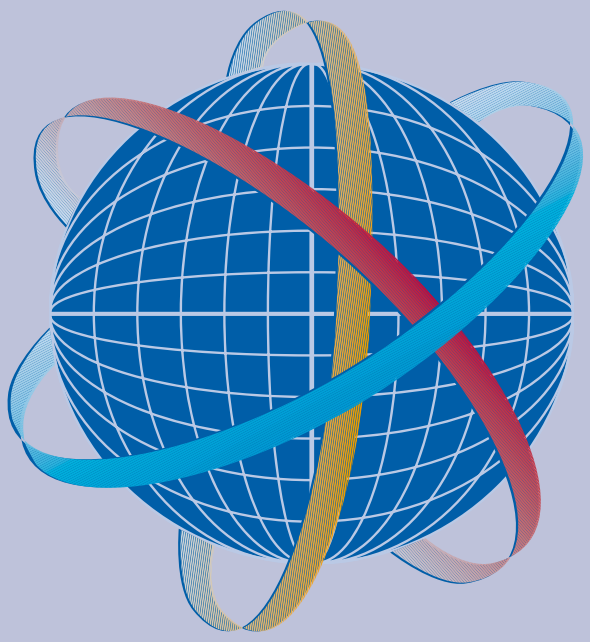
OESTERREICHISCHE NATIONALBANK
EUROSYSTEM

36. VOLKSWIRTSCHAFTLICHE TAGUNG 2008
36th ECONOMICS CONFERENCE 2008

Erfahrungen im ersten Jahrzehnt der Wirtschafts- und Währungsunion: Erste Schlussfolgerungen und Ausblick

Toward the First Decade of Economic and Monetary Union: Experiences and Perspectives



Inhalt – Contents

Tagungsblock 1: Politische und Institutionelle Perspektiven
Session 1: Political and Institutional Views

Klaus Liebscher
Tagungseröffnung 6

Alfred Gusenbauer
Der Euro in der erweiterten Union aus österreichischer Sicht 12

Jean-Claude Trichet
Toward the First Decade of Economic and Monetary Union – Experiences and Perspectives 18

Wilhelm Molterer
Herausforderungen und Chancen für die österreichische Wirtschaftspolitik 28

Jean-Claude Juncker
Die WWU und die wirtschaftspolitischen Institutionen der EU – Intelligentes Design oder „Learning by Doing"? 34

Edward P. Lazear
EMU, the Euro and Europe's Role in the World Economy – A Transatlantic Perspective 46

Klaus Liebscher Award
Klaus Liebscher Award for Scientific Work on European Monetary Union and Integration Issues by Young Economists from EU and EU Candidate Countries 56

Tagungsblock 2: Schwerpunktthemen aus wissenschaftlicher Perspektive
Session 2: Academic Perspectives on Key Subjects

Wolfgang Duchatczek
Introductory Remarks 60

Charles Wyplosz
The First Decade of EMU: What Have Academics and Policymakers Learned from Each Other? 64

Mathilde Maurel
Economic Monetary Union Enlargement 76

Philip R. Lane
EMU and Financial Market Integration 90

Andrew K. Rose
EMU, Trade and Business Cycle Synchronization 96

Charles Albert Eric Goodhart
Is the Euro Sustainable? 108

Dinner Speech

Arnout H. E. M. Wellink
Banking Supervision in Europe: Developments and Challenges 118

Grundsatzreferat
Policy Lecture

Hans Tietmeyer
Die Währungsunion aus historischer Perspektive 128

Tagungsblock 3: Österreich und die WWU – Podiumsdiskussion
Session 3: Austria and EMU – Panel Discussion

Christine Marek
Österreich in der WWU 144

Markus Beyrer
Geldpolitische Erfolge, aber Nachholbedarf in der Fiskalpolitik 150

Georg Kovarik
Langfristiger Gewinn an Stabilität 158

Bernhard Felderer
Österreich und die WWU 162

Karl Aiginger
Zehn Jahre Währungsunion: Status und Handlungsbedarf für Österreich 170

Josef Christl
Concluding Remarks 184

Vortragende/Speakers 188

Tagungsblock 1:
Politische und institutionelle Perspektiven

Session 1:
Political and Institutional Views

Klaus Liebscher

Gouverneur
Oesterreichische Nationalbank

Tagungseröffnung

Sehr geehrte Damen und Herren!
Ich begrüße Sie herzlich zur 36. Volkswirtschaftlichen Tagung der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB). Wir feiern heuer das zehnjährige Bestehen der Wirtschafts- und Währungsunion – unsere diesjährige Konferenz steht daher unter dem Motto: „Erfahrungen im ersten Jahrzehnt der Wirtschafts- und Währungsunion: Erste Schlussfolgerungen und Ausblick." Eine kleine Ausstellung im Foyer dieses Sitzungssaals fasst die Meilensteine rund um das vergangene, erste Jahrzehnt mit dem Euro aus verschiedenen Blickwinkeln zusammen. Ich lade Sie herzlich ein, sich in den Pausen bei unseren Schautafeln zu informieren.

Es freut mich ganz besonders, dass wir für unsere Tagung namhafte internationale und nationale Vortragende als Redner gewinnen konnten. Wir alle sind gespannt, welche Bilanz der ersten zehn Jahre Währungsunion diese Vertreter der Politik, Zentralbanken, wirtschaftspolitischer Institutionen und der akademischen Forschung ziehen und welche Herausforderungen der nächsten Jahre sie sehen.

Ich möchte mich bei allen Vortragenden und bei den Teilnehmern der Podiumsdiskussionen sowie bei allen Mitarbeitern und Mitarbeiterinnen der Oesterreichischen Nationalbank, die diese Tagung vorbereitet haben, sehr herzlich bedanken.

Eine besondere Auszeichnung für die Oesterreichische Nationalbank ist es, dass Herr Bundeskanzler Dr. Alfred Gusenbauer sich wieder die Zeit genommen hat, unsere Volkswirtschaftliche Tagung zu eröffnen. Herzlich willkommen, Herr Bundeskanzler!

Eine besondere Ehre ist es auch, Herrn Vizekanzler und Bundesminister für Finanzen, Mag. Wilhelm Molterer, begrüßen zu dürfen. Vielen Dank für Ihr Kommen!

Ich freue mich ebenfalls sehr, Frau Staatssekretärin Marek, Spitzen der Sozialpartnerschaft sowie die Chefs der beiden Wirtschaftsforschungsinstitute bei dem speziell auf Österreich bezogenen zweiten Teil der Tagung begrüßen zu dürfen.

Sehr herzlich willkommen heiße ich Herrn Präsident Jean-Claude Trichet, der wie kein Zweiter die stabilitätsorientierte und erfolgreiche Geldpolitik des Eurosystems verkörpert. Eine große Ehre ist es, Herrn Premierminister Jean-Claude Juncker bei uns begrüßen zu dürfen, der als einer der Gründungsväter der Wirtschafts- und Währungsunion, sowie als Präsident der Eurogruppe den Euroraum entscheidend geprägt hat. Last but not least, freue ich mich sehr, dass der Vorsitzende des Council of Economic Advisors der Vereinigten Staaten von Amerika, Professor Edward P. Lazear, den weiten Weg nicht gescheut hat, um uns die Transatlantische Perspektive der Währungsunion darzustellen. Ich danke Ihnen für Ihr Kommen!

Mein herzlicher Gruß gilt aber auch den zahlreichen anwesenden Botschaftern aus einer ganzen Reihe von Ländern, Vertretern der diplomatischen Korps hier in Wien, den Kollegen vieler ausländischer Zentralbanken und den Medienvertretern des In- und Auslands, die unsere Einladung wieder so zahlreich angenommen haben.

Mit dem Beschluss der europäischen Staats- und Regierungschefs vom Dezember 1995 in Madrid mit 1. Jänner 1999 in die 3. Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) einzutreten, wurde ein wahrhaft historisches Projekt in der Entwicklung der Europäischen Union, vor allem aber der europäischen Integration, eingeleitet. Ein Projekt, für das es kein Vorbild gab. Ein Projekt, bei dem die früheren nationalen Geld-

politiken und Währungen auf eine „pan-europäische“ Institution – die EZB – übertragen wurden. Ein Projekt, das das politische, wirtschaftliche und monetäre Gesicht Europas nachhaltig verändert hat.

Aus meiner Sicht war und ist die Schaffung der WWU die richtige Antwort Europas auf die Herausforderungen der Globalisierung, und die Teilnahme Österreichs von Beginn an war die logische Fortsetzung einer seit Jahrzehnten betriebenen währungspolitischen Integrationspolitik. Gerade ein auch geld-, und währungspolitisch geeintes Europa stärkt die Wettbewerbsfähigkeit der an der einheitlichen

Währung teilnehmenden Mitgliedstaaten und trägt dazu bei, dass wir in der globalen Arbeitsteilung des 21. Jahrhunderts erfolgreich bestehen werden können. Aber der Erfolg wird sich auch weiterhin nicht automatisch einstellen. Er setzt voraus, dass die gemeinsame Geldpolitik wie im EU-Vertrag festgeschrieben, eine stabilitätsorientierte ist. Dauerhafte Geldwertstabilität ist der Humus, der den Boden für erfolgreiches Wirtschaften aufbereitet.

Die traumatischen Erfahrungen der 1970er- und 1980er-Jahre, einer Periode, die in die ökonomische Literatur, als die „große Inflation“ einging, hatte nachhaltige Auswirkungen auf die geldpolitischen Paradigmen und die monetäre Verfassung Europas.

Das unabhängige Eurosystem – das sind die EZB und die der Währungsunion angehörenden Zentralbanken – dessen integraler Teil die OeNB seit 1999 und damit seit dem Beginn der Währungsunion ist, hat daher einen klaren und eindeutigen Auftrag.

Es soll vorrangig die Erhaltung der Preisstabilität (für einen einheitlichen Währungsraum von derzeit rund 320 Millionen Menschen) gewährleisten. Preisstabilität wurde durch den EZB-Rat damit definiert, dass die Verbraucherpreise auf mittlere Sicht unter, aber bei 2% liegen sollen.

Zur Absicherung der Erfüllung dieses Stabilitätsauftrags sind die Zentralbanken des Eurosystems mit Unabhängigkeit ausgestattet und dürfen den öffentlichen Stellen keine Kredite geben.

Die Sicherung von Preisstabilität bedeutet die Vermeidung anhaltender Inflation wie auch Deflation. Sie ist der beste Beitrag, den die Geldpolitik leisten kann, um ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum und hohe Beschäftigung zu sichern. Letztendlich stellt Preisstabilität sicher, dass es nicht durch unerwartete Inflation zu einer arbiträren Umverteilung von Wohlstand und Einkommen kommt.

Preisstabilität steht nicht im Konflikt mit Wirtschaftswachstum und Beschäftigung, sondern ist deren Grundlage. Die Geldpolitik darf daher im Interesse internationaler wie auch binnenwirtschaftlicher Glaubwürdigkeit sowie im Interesse der Stabilisierung der Inflationserwartungen, weder kurzfristige Konjunktur- oder beschäftigungspolitische Ziele, noch einzelne Länder- oder Brancheninteressen verfolgen.

Nur eine nachhaltige und damit glaubwürdige, stabilitätsorientierte Geld-

politik schafft die Basis für die richtigen Erwartungen der Wirtschaftssubjekte, und damit für Sicherheit und so für Investitionen, Wachstum und Beschäftigung. Monetäre Stabilität wirkt für eine Volkswirtschaft wohlfahrtserhöhend, weil erst über die damit verbundene Stabilisierung von Erwartungen, Kalkulationsgrundlagen und Handlungen langfristig orientiertes Wirtschaften ermöglicht wird.

Diese stabilitätsorientierte Politik hat sich in den vergangenen zehn Jahren sehr gut bewährt. Die Inflationsrate (gemessen am HVPI) lag im Euroraum durchschnittlich nur knapp über 2% p. a. Ein großer Erfolg, wenn man berücksichtigt, dass die letzten Jahre durch wiederholte externe, wie aber auch zuletzt durch teils „hausgemachte" Preisschocks gekennzeichnet waren.

Nicht minder wichtig für die Funktion der Währungsunion ist ein stringentes und transparentes fiskalisches Regelwerk, wie auch eine dynamische Strukturpolitik. Der 1997 etablierte und 2005 reformierte Stabilitäts- und Wachstumspakt hat die Budgetdisziplin gefördert und Defizit- wie auch Schuldenquoten deutlich rückzuführen geholfen.

Die im Jahr 2000 installierte und 2005 überarbeitete Lissabon-Strategie trägt wesentlich zu der guten Wachstums- und Beschäftigungsperformance der letzten Jahre und zu erhöhter Elastizität gegenüber externen Schocks bei.

Die Anstrengungen zur Budgetkonsolidierung wie auch die teils sehr ambitionierten Strukturreformen haben in den letzten Jahren die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der einzelnen Länder des Euroraums bzw. der EU stimuliert sowie Beschäftigung und Wachstum geschaffen.

Das reale Wirtschaftswachstum betrug kumuliert 21% oder 2,2% p. a. Die Zahl der Beschäftigten wuchs im Euroraum seit 1999 um rund 18 Millionen, die Arbeitslosenquote verringerte sich von 10% (1998) auf zuletzt 7,1% (Februar 2008). Dies ist der niedrigste Stand seit mehr als 25 Jahren. Der Budgetsaldo ging von seinem Höchststand von –3,1% im Jahr 2003 auf –0,6% des BIP im Jahr 2007 zurück.

Der Motor, bzw. der Katalysator hinter dieser eindrucksvollen wirtschaftlichen Performance ist zu einem Gutteil der Euro. Alle Wirtschaftsakteure – Verbraucher, Unternehmen, die Mitgliedstaaten des Euroraums, die Finanzmärkte – haben vom Euro profitiert. Der Euro ist eine stabile Währung, ist mit hoher Glaubwürdigkeit ausgestattet, und ist – nach dem US-Dollar – die bedeutendste Weltwährung.

Die seit 1999 bestehende Mitgliedschaft Österreichs in der Währungsunion und die Einführung des Euro haben auch in unserem Land beträchtliche Wohlstandsgewinne generiert. Bei Wettbewerbsfähigkeit und Standortqualität nimmt Österreich eine Spitzenposition ein. Das Wirtschaftswachstum ist robust und war in den letzten Jahren durch einen stabilen Wachstumsvorsprung von rund einem ½ Prozentpunkt gegenüber dem Durchschnitt des Euroraums gekennzeichnet. Die Arbeitslosenquote ist international gesehen niedrig, die Beschäftigung wächst sehr dynamisch.

Österreich liegt im Rückblick, mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von knapp 2%, nach Deutschland und Finnland an der dritten Stelle der preisstabilsten Länder in der Währungsunion.

Die dadurch ermöglichte hervorragende preisliche Wettbewerbsfähigkeit hat auch zur herausragenden außenwirtschaftlichen Performance Österreichs beigetragen. Die Leistungsbilanz

wies in den letzten Jahren ein steigendes Aktivum von über 3% des BIP im Jahr 2007 auf. (1999 wurde noch ein Passivum im Ausmaß von 3,2% des BIP verzeichnet.)

Die Internationalisierung der österreichischen Wirtschaft hat mit dem Euro erst so richtig an Tempo gewonnen: Die Direktinvestitionen Österreichs im Ausland haben sich von etwa 8% (1998) auf rund 32% des BIP (2007) vervierfacht, wobei der ursprüngliche Überhang ausländischer Direktinvestitionen in Österreich kompensiert wurde.

Im Jahr 2007 gab es fast gleich viele österreichische Direktinvestitionen im

Ausland wie ausländische in Österreich. Die Internationalisierungsquote (Summe aus Finanzaktiva und Finanzpassiva) hat sich seit Beginn der Währungsunion auf über 500% erhöht und sich damit mehr als verdoppelt. Dabei findet der Großteil der Finanzbeziehungen – trotz der gestiegenen Bedeutung der östlichen Nachbarländer – nach wie vor mit dem Euroraum statt.

Eine der zentralen künftigen Herausforderungen der WWU ist ihre Erweiterung. Beim Start im Jahr 1999 führten elf Mitgliedstaaten den Euro ein. Im Jahr 2001 folgte Griechenland. Nach den Erweiterungsrunden der Europäischen Union in den Jahren 2004 und 2007, trat Slowenien im Jahr 2007 dem Euroraum bei, und anschließend Malta und Zypern am 1. 1. 2008.

Die Einführung des Euro ist der Endpunkt eines strukturierten Prozesses, der die Erfüllung eines hohen Grades an nachhaltiger Konvergenz, gemessen an den Kriterien des Vertrags von Maastricht und seiner Protokolle erfordert. Alle zwei Jahre, oder über Ersuchen eines Mitgliedstaats, verfassen die Europäische Kommission und die EZB Konvergenzberichte um eine Beurteilung und Bewertung der erzielten Fortschritte hinsichtlich der wirtschaftlichen und rechtlichen Konvergenz vorzunehmen. Das Eurosystem ist selbstverständlich offen für neue Beitritte zur Währungsunion. Die Anwendung der Konvergenzkriterien bzw. ihre Beurteilung haben nach den Grundprinzipien einer Gleichbehandlung von Beitrittswerbern im Vergleich zu den bereits dem Eurogebiet beigetretenen Ländern zu erfolgen. Die Anwendung der Konvergenzkriterien für die neuen EU-Mitgliedstaaten darf keineswegs schwächer, aber auch nicht schärfer als für die bestehenden Euro-Teilnehmerstaaten erfolgen.

Der erfolgreiche Start der Währungsunion und die damit bisher einhergegangene Phase der hohen Preisstabilität dürfen aber nicht dazu verleiten, dass wir unaufmerksam gegenüber inflationären Gefahren werden. Voreilige Analysten hatten schon mehrmals das Ende der Inflation ausgerufen. Dazu ist – wie die Entwicklungen der letzten Monate deutlich zeigen – kein Anlass gegeben.

Die stark steigenden Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise, wie auch Anhebungen der administrierten Preise und indirekten Steuern durch die öffentliche Hand und die damit verbundene Gefahr für Zweitrundeneffekte erfordern besondere Aufmerksamkeit und ein vorausschauendes Handeln des EZB-

Rats. Nur so kann dauerhaftes, inflationsfreies Wachstum mit seinen positiven Auswirkungen auf Investitionen und Beschäftigung gesichert werden.

Wer das Geld zersetzt, zersetzt die Wirtschaft und letztendlich die Gesellschaft. Daher kam der berühmte österreichische Ökonom, Joseph Schumpeter einst zu dem Urteil: „Der Zustand des Geldwesens eines Volkes ist ein Symptom aller seiner Zustände."

So gesehen ist das erfolgreiche Projekt der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion viel mehr als nur ein wirtschaftliches Projekt – es ist auch ein gesellschafts- und sicherheitspolitisches Projekt mit dem Ziel der Friedenserhaltung und Wohlstandsvermehrung in Europa.

Die OeNB ist stolz darauf – mit ihrer 192-jährigen Erfahrung – am Projekt der europäischen Währungsunion mitzuwirken und mit ihrer Expertise ihren Beitrag bei der Bewältigung der künftigen Herausforderungen zu leisten.

Alfred Gusenbauer

Bundeskanzler der Republik Österreich

Der Euro in der erweiterten Union aus österreichischer Sicht

Sehr geehrter Herr Gouverneur!
Sehr geehrte Damen und Herren!
Ich freue mich sehr, heute hier zum Thema „Der Euro in der erweiterten EU“ sprechen zu können. Auch wenn wir zehn Jahre Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) feiern, so gilt es, nicht ausschließlich Vergangenes zu bewerten, sondern auch in die Zukunft zu blicken. Vieles ist gelungen, der Euro funktioniert und hat sich international großartig behauptet. Er ist eine – auch von vormaligen Kritikern – weltweit anerkannte Erfolgsgeschichte, auch dank der hervorragenden Arbeit der Notenbanken und der Europäischen Zentralbank, die im Juni ihr zehnjähriges Bestehen feiert.

Allerdings hat sich auch vieles in diesen zehn Jahren verändert, und dass es keine Währungsunion aus einem Guss gibt, sondern dass sie, um erfolgreich zu sein, Zeit braucht, ist für niemanden etwas Neues.

Wesentlich für die europäische Erfolgsgeschichte ist nicht nur die Vertiefung der Europäischen Union, sondern auch deren Erweiterung. Der 1. Mai 2004 war das historische Datum, an dem die Teilung Europas beendet wurde. Die Wiedervereinigung unseres Kontinents machte eines klar: Stabilität, Wachstum und Wohlstand können langfristig nur garantiert werden, wenn Solidarität und nicht Abgrenzung in den Vordergrund gerückt wird.

Und es ist mir auch wichtig festzuhalten, dass der Euroraum keine geschlossene Gesellschaft ist und sich auch nicht den Anschein geben darf, ein exklusiver Klub zu sein. Denn von Anfang an war es erklärtes Ziel der Gemeinschaft, dass schlussendlich alle Mitgliedstaaten den Euro einführen sollen. Dabei dürfen wir aber nicht vergessen, dass die WWU unter Ausgangsbedingungen entworfen wurde, die den Herausforderungen der 1990er-Jahre entsprachen: relativ hohe Budgetdefizite und Staatsverschuldung sowie Inflationsraten, die über dem heutigen Preisstabilitätsziel lagen. Die Kriterien für den Eintritt in den Euroraum spiegeln diese Herausforderungen wider, und sie wurden – mangels anderer historischer und ökonomischer Erfahrungen – für die Industrieländer Westeuropas konzipiert.

Diese Situation hat sich jedoch geändert. Die Länder, die nun vor einem Beitritt zur WWU stehen, sind dynamische, rasch aufholende Volkswirtschaften und unterscheiden sich damit vom Kern der Gründungsmitglieder des Euroraums. Ausgehend von niedrigeren Niveaus der Wirtschaftsleistung sind sie durch höhere Wachstumsraten gekennzeichnet, welche vor allem auf ein hohes Produktivitätswachstum und eine robuste Binnennachfrage zurückzuführen sind. Nur drei Staaten ist es bisher gelungen, die Eintrittkriterien zu erfüllen: Slowenien, Malta und Zypern.

Unser Nachbar, die Slowakei, hat sich zum Ziel gesetzt, mit 1. Jänner 2009 den Euro einzuführen. Die makroökonomischen Indikatoren zeigen, dass die Slowakei auf einem guten Weg ist. Die abschließende Bewertung der slowakischen wirtschaftlichen Konvergenz obliegt der Europäischen Kommission – auch der EZB. Ich bin zuversichtlich, dass der Europäische Rat im Juni die Aufnahme der Slowakei in den Euroraum beschließen wird.

Ich möchte nun ein paar Überlegungen zur Stärkung der Europäischen Union und der Währungsunion im Besonderen darlegen; die Themen, die ich ansprechen werde, sind:

1. Soziale Dimension der Union
2. Wirtschaftspolitische Koordinierung
3. Wechselkurspolitik
4. Internationale Finanzarchitektur und die Rolle, die die Eurogruppe dabei spielen könnte; und abschließend ein paar Überlegungen zur
5. Finanztransaktionssteuer, deren Einführung ein besonderes Anliegen der österreichischen Bundesregierung ist.

1. Soziale Dimension der Union

In der EU, insbesondere im Euroraum, wird häufig der Mangel an Strukturreformen kritisiert. Tatsache ist aber, dass hier beachtliche Fortschritte erzielt

wurden: Die Steuer- und Sozialleistungssysteme wurden und werden reformiert, um stärkere Anreize für den Verbleib im beziehungsweise Eintritt in den Arbeitsmarkt zu schaffen. Lohnflexibilität wird erhöht und die so genannten „verkrusteten Strukturen" werden am Arbeitsmarkt aufgebrochen. Die Postulate der modernen Arbeitswelt heißen Flexibilisierung und Deregulierung.

Die mit den Reformen verbundenen sozialen Kosten für betroffene Bevölkerungsgruppen bleiben allerdings in der Lissabon-Strategie zu wenig sichtbar. Die Diskussion über eine „Post-Lissabon"-Strategie hat bereits begonnen, und ich bin fest davon überzeugt, dass wir dabei das Europäische Sozialmodell und die soziale Dimension der Integration nicht als fünftes Rad abhandeln sollten, sondern als Reformstrategie, die eine laufende Absenkung der Lohnquoten nicht als unabänderliches Beiwerk der Globalisierung sieht, sondern Rahmenbedingungen setzt, die einzuhalten sind: etwa Mindestlöhne, soziale Mindeststandards oder Einschränkung eines exzessiven Steuerwettbewerbs.

2. Zur wirtschaftspolitischen Koordinierung

Die Koordinierung der Wirtschaftspolitik hat in den letzten Jahren doch erhebliche Fortschritte gemacht – gestärkt durch die Eurogruppe, den Makroökonomischen Dialog und den reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt. Die viel kritisierte Inkonsistenz des Stabilitäts- und Wachstumspakts mit der Lissabon -Strategie haben wir zum Teil beseitigen können. Ich bin aber davon überzeugt, dass dies nicht ausreichend ist.

Es schwächt die Glaubwürdigkeit der Union, dass wir in der Wirtschaftspolitik einerseits über ein undurchsichtiges Netz an Koordinationsverfahren – mit dutzenden Arbeitsgruppen, Gremien und Foren zu den verschiedensten Detailbereichen – verfügen und gleichzeitig keinerlei politischen Willen zeigen, unsere Instrumente der makroökonomischen Koordinierung effektiver zu gestalten.

Wie würden wir etwa handeln, wenn sich abzeichnen würde, dass die Arbeitslosigkeit im Zuge eines konjunkturellen Einbruchs wieder steigt? Soll die Politik auf erforderliche Struk-

turanpassungen, Lohnmäßigungen, automatische Stabilisatoren und die Lissabon-Strategie im Allgemeinen verweisen? Könnten wir dies mit ruhigem Gewissen verantworten?

Ich denke, wenn der globale Konjunkturmotor – diese Rolle wurde in den letzten Jahren wesentlich von den USA eingenommen – ins Stocken gerät, so liegt es an den übrigen Ländern, im Rahmen einer koordinierten Reaktion die Weltkonjunktur zu stimulieren. Geschieht dies nicht, wird der Ausgleich der Leistungsbilanzen durch einen globalen Konjunktureinbruch erzwungen, der die Importausgaben der Defizitländer ebenso vermindert wie die Exporteinnahmen der Überschussländer; die Weltwirtschaft wird destabilisiert.

Im Rahmen eines Ausblicks auf die nächsten zehn Jahre kann ich nicht umhin, hier ein Umdenken einzufordern. Der Euroraum muss in Zukunft in der Lage sein, auf Krisen wirksamer zu reagieren. Dabei wird es sicherlich notwendig sein, überkommene Dogmen im Interesse nachhaltigen Wachstums und dauerhaft hoher Beschäftigung über Bord zu werfen.

3. Wechselkurspolitik

Eine weitere Herausforderung, der wir uns stellen müssen, ist der aktuelle Euro-Wechselkurs. Zuletzt ging die Euroaufwertung mit einer dynamischen Weltnachfrage einher, diese kühlt sich nun ab – der Euro wertet jedoch weiter auf. Das trifft die Wirtschaft am kritischen Punkt. Bereits im März haben die europäischen Staats- und Regierungschefs im Rahmen des Frühjahrsgipfels ihre Besorgnis über zu hohe Wechselkursbewegungen zum Ausdruck gebracht und deutlich festgestellt, dass übermäßige Volatilität und ungeordnete Wechselkursschwankungen für das Wirtschaftswachstum nicht wünschenswert sind.

Daher kann ich mich nur der Aussage des Präsidenten der Eurogruppe, Ministerpräsident Jean-Claude Juncker anschließen, dass es nicht nur die Aufgabe der Zentralbank sei, die Wechselkurse zu beobachten. Ich glaube, wir brauchen letztendlich eine multilaterale Wechselkurspolitik, die unkontrollierten Wechselkursschwankungen entgegenwirkt.

4. Internationale Finanzarchitektur und die Rolle der Eurogruppe

Mit der Einführung des Euro vor zehn Jahren war auch die Erwartung verbunden, eine aktivere Rolle in internationalen wirtschafts- und währungspolitischen Angelegenheiten zu spielen sowie in Zukunft international mit einer Stimme zu sprechen.

Gerade im Vorfeld der Frühjahrstagung des Internationalen Währungsfonds ist eine langjährige österreichische Forderung wieder zur Sprache gekommen: die Forderung nach einer gemeinsamen Außenvertretung, einem Sitz der Eurogruppe in internationalen Finanzinstitutionen, insbesondere im Internationalen Währungsfonds. Eine verbesserte Außenvertretung der Eurogruppe würde dem Euroraum jenes wirtschaftspolitische Gewicht geben, das ihm aufgrund seiner wirtschaftlichen Größe zusteht.

Auch die Finanzmarktturbulenzen haben den Stellenwert der Eurogruppe in der internationalen Finanzwelt auf bezeichnende Weise veranschaulicht. Obwohl der Euroraum von der Finanzkrise betroffen ist, brachte die Eurogruppe nicht die notwendige Geschlossenheit auf, gemeinsame Interessen zu formulieren und durchzusetzen. Das schwächt das Außenbild des Euro als internationale Großwährung, hinter

der die Wirtschaftskraft von mittlerweile 15 Ländern steht.

Es gibt nun Gewissheit darüber, dass sich die USA am Rande einer Rezession befinden, ausgelöst durch eine Finanzkrise, die die tiefgreifendste seit Jahrzehnten – wenn nicht sogar seit den 1930er- Jahren – zu sein scheint. Auch der Euroraum wird – mit der üblichen Zeitverzögerung – davon betroffen sein.

Mit dem Euro als Weltwährung müssen wir Interesse daran haben, dass wir Verbindlichkeit in die bestehenden, überwiegend freiwilligen globalen Mechanismen bringen. Bei den derzeit diskutierten Reformvorschlägen zur Finanz-

marktregulierung dominieren wieder Selbstregulierung, Marktdisziplin sowie das Vertrauen in von den Finanzmarktakteuren selbst definierten Prinzipien. Diese Maßnahmen sind wichtig, aber sie reichen nicht aus.

Ich möchte daher folgende These in den Raum stellen: Wir brauchen eine wesentlich stärkere internationale Finanzarchitektur. Über kurz oder lang müssen wir dem globalen Finanzsystem eine mit rechtlich verbindlichen Möglichkeiten versehene Weltfinanzorganisation gegenüberstellen. Es ist nicht notwendig, eine neue Institution zu schaffen. Es wäre möglich, die Bretton-Woods-Institutionen mit dem Setzen von Regulierungsstandards und der Koordinierung der globalen Aufsicht zu betrauen. Der Internationale Währungsfonds verfügt bereits jetzt über wesentliche Kompetenzen in diesem Bereich.

Konzeptionell wäre eine Weltfinanzorganisation vergleichbar mit der 1995 gegründeten Welthandelsorganisation WTO, der Nachfolgeorganisation des GATT (General Agreement on Tarifs and Trade), deren Mitgliedländer völkerrechtlich verbindlichen Regeln für den Handel unterliegen. Die Weltfinanzorganisation soll und kann nicht die Aufsicht durch bestehende Institutionen ersetzen, ihre Aufgabe bestünde vielmehr darin, internationale Standards für die Finanzmarktregulierung und Finanzmarktaufsicht zu formulieren und deren Durchsetzung zu überwachen. Sie sollte auch damit betraut werden, Bedingungen für eine höhere Transparenz, z. B. durch die Einrichtung eines internationalen Kreditregisters zu schaffen sowie bessere Frühwarnsysteme und Instrumente für das Krisenmanagement zu entwickeln.

Letztlich sollen die Staaten künftig im Wettlauf um Finanzvermögen nicht gezwungen sein, die Regulierung der Finanzmärkte auf Kosten der Allgemeinheit und der Steuerzahler sukzessive zu lockern oder überhaupt nicht zu regulieren, wie das zum Beispiel bei Hedge Fonds der Fall ist. Die regulatorische Arbitrage, die wir in den letzten Jahren und Jahrzehnten vor allem bei der Regulierung außerhalb des Bankensektors beobachtet haben, ist auch ein Teil des heutigen Problems. Allein aus Gründen der Wettbewerbsgleichheit müssen alle Teile des Finanzmarkts durch angemessene Regulierung erfasst

werden. Nur Banken zu regulieren, während das Kreditrisiko bei unregulierten Hedge Fonds landet oder von unregulierten Ratingagenturen bewertet wird, ist fahrlässig. Spätestens in diesen Tagen ist es bittere Gewissheit, dass ein liberalisierter Kapitalverkehr und ein globales Finanzsystem erst dann ihren vollen Nutzen entfalten können, wenn in allen Ländern sanktionierbare regulatorische Mindeststandards gelten.

5. Finanztransaktionssteuer

Die österreichische Bundesregierung spricht sich in ihrer Stellungnahme an die Europäische Kommission zur Überprüfung des EU Haushalts ab 2014 für eine Finanztransaktionssteuer aus. Bereits mit einer minimalen Transaktionssteuer, beispielsweise von 0,01 %, kann man ein beachtliches Steueraufkommen erzielen, ohne die Allokationseffizienz der Finanzmärkte zu beeinträchtigen. Wer durch traditionelle Arbeit sein Geld verdient, Arbeitnehmer ebenso wie Unternehmer, tut sich schwer, die steuerliche Sonderstellung des schnellen Geldes zu verstehen.

Die steuerliche Behandlung der Finanztransaktionen – keine Umsatzsteuer, nationale Transaktionssteuern oder Gebühren wurden in der EU zurückgefahren – muss neu überdacht werden. Die Bevorzugung des schnellen Geldes zulasten des in der Realwirtschaft erarbeiteten Einkommens ist auch unfair, wenn einerseits in guten Zeiten mit Fundamentaldaten nicht mehr zu erklärende Wertsteigerungen auf den Finanzmärkten erzielt werden, und anderseits in schlechten Zeiten eine Sozialisierung von Verlusten stattfindet, sei es durch die Steuerzahler, oder in Form von Wachstums- und Beschäftigungsverlusten in der Realwirtschaft.

Ich habe hier die Gelegenheit genutzt, meine Überlegungen zu einer langfristig erfolgreichen Wirtschafts- und Währungsunion darzulegen. Zu deren Umsetzung ist sicher eine neue Orientierung auf europäischer aber auch auf nationaler Ebene notwendig. Und sagte nicht schon Aldous Huxley: *„Tatsachen schafft man nicht dadurch aus der Welt, dass man sie ignoriert.“* Und Tatsache ist, dass von uns Politikern mehr denn je sowohl mutige Visionen als auch konkrete Konzepte gefordert sind, die die Menschen ansprechen. Ebenso sind klare Bekenntnisse zum europäischen Miteinander gefordert. Denn wie kann man von den Bürgern der Union erwarten, von einem politischen Projekt begeistert zu sein, wenn den Regierenden selbst die Euphorie fehlt. Jedes Jubiläum bleibt bedeutungslos, wenn keiner die Gründe kennt oder versteht, die man feiert. Deshalb ist ein neues Selbstbewusstsein erforderlich, Schritte zu setzen, die unser Europa stärken und spürbarer machen.

Ich möchte daher mit einer Ausführung von Navid Kermani schließen, der zu Europas Realisten Folgendes angemerkt hat: *„Den Gegensatz zwischen den Schwärmern, welche die Universalität der europäischen Idee beschwören, und den Pragmatikern, welche national Partikularinteressen über allgemeine Werte stellen, hat es gegeben, seit Europa in seiner heutigen Verfasstheit zum ersten Mal angedacht worden ist. Und das Erstaunliche ist: Recht behalten haben nicht die Pragmatiker, sondern die Schwärmer.“*

Jean-Claude Trichet

President of the European Central Bank

Toward the First Decade of Economic and Monetary Union – Experiences and Perspectives

Verehrter Herr Bundeskanzler,
Ministers, Excellencies,
Dear Klaus,
Sehr geehrte Kollegen der Oesterreichischen Nationalbank,
Dear colleagues of the Eurosystem,
Ladies and gentlemen,

I would first like to thank very warmly the Oesterreichische Nationalbank for inviting me to speak here today on the occasion of the forthcoming 10th anniversary of the Eurosystem. It is both a privilege and a pleasure for me to be here today and to share with such a distinguished audience my views on the track record of the Eurosystem and the challenges that lie ahead of us.

Not too long ago, many prominent commentators thought a single currency in Europe was unfathomable. Many amongst those adept to the politics and sociology of European integration made the point that national banknotes were more than just a means of payment or the embodiment of a unit of exchange for the citizens of Europe. National banknotes communicated national icons that resonated deeply with homeland feelings. The national central banks themselves were by and large seen as monuments to territorial sovereignty.

Sceptics were numerous among economists. Experts in international macro-economics feared that a single monetary policy would not suit a group of countries deemed diverse in many respects. A single currency would be a hindrance for growth stars – which would suffer from chronic overheating – and laggards – no longer able to devalue their currency – alike. Scholars of political economy found the coexistence of sovereign national fiscal policies and a single monetary policy a precarious combination. A (sub-)optimal currency area would not work in the face of widening economic gaps, free-riding policies and cross-national resentment.

Close to completing its first decade of operations, the euro symbol appears as an icon of the decade-long quest for continental reconciliation. Sceptics of all persuasions and disciplines have been confounded by the determination and ability of the governments of Europe to launch a new single currency. Far from suppressing growth and entrenching divergences, the euro has spurred a spectacular drive of job creation virtually everywhere in the Union – a trend to which I shall return later in my remarks. By fostering a long-due redressing of economic priorities and processes, the euro has helped rejuvenating some economies that had been written off as too ossified and self-complacent to successfully compete in a monetary union. We see signs that this restructuring is spreading to other parts of the Union that have been less successful so far in taking up the challenge.

Well-designed institutions and a strong sense of shared responsibility are the foundations of good collective performance. So, our institutional framework and the inner workings of the Eurosystem will be my principal theme. Examples will include the successful transition to the euro, both at the outset of monetary union – our first operational challenge – and as part of an ongoing process of continental integration and inclusion which the European System of Central Banks (ESCB) has taken

upon itself as a mission. I will then proceed to the impact that the euro is exercising on the deep economic structure of Europe. Finally, I will outline the ECB's conduct of monetary policy through difficult and sometimes agitated events. The recent turbulences in global financial markets will offer the background against which our strategy can be recognised and understood. A strategy that reconciles flexibility of action and a firm, fundamental, concentration on our primary responsibilities.

The ECB itself has very rapidly become a mature institution. Collegial thinking in monetary policy deliberations has instilled a shared strategic

view and common goals. The transformation was quick. Almost instantly, the Governing Council of the ECB shaped into a truly collegial body, a "team", rather than a collection of individuals. Not only has this transformation preserved the Governing Council from the emergence of national biases. It also has inspired in its members a profound sense of common ownership of decisions. This has been decisive for the critical task of active representation that Governors have: the task of expounding the rationale for our common policy course, and explaining our single monetary policy before the various national constituencies in their own languages. And I would like here to pay homage to my dear friend Klaus Liebscher, Gouverneur of the Oesterreichische Nationalbank, who is a fantastic member of our monetary team and whose wisdom has been and is priceless in the Governing Council.

Interactions across staff at the ESCB level have also intensified virtually from day zero. In fulfilling our mandate we rely heavily on the close cooperation between ECB and national central bank (NCB) staff that meet regularly in various technical committees. The existence in the Eurosystem of these technical bodies offers an important first platform in the way toward the achievement of shared decisions. For example, the Monetary Policy Committee is in charge of the Eurosystem staff macroeconomic projections, which represent an important input for the monetary policy deliberations of the Governing Council. The discussions that take place in this committee in preparation of the Eurosystem staff macroeconomic projections provide a forum where differences of assessment across the NCBs can be identified and reconciled into a common picture at an early stage. More generally, the Eurosystem's culture of very close and intimate cooperation at all levels of staff in the context of committees, working groups and taskforces support decision making in the Governing Council.

The Successful Transition to the Euro

Cooperation and a sense of camaraderie were critical in preparing for our big-bang. In spite of the extraordinary operational hazards involved, the euro changeover in January 1999 passed

without any incident affecting the orderly conditions of the monetary system. Large-value payment systems and billions of electronic records were adjusted to function in the new currency. At the same time, a new infrastructure for payments and securities settlement was launched. Three years later, the euro became a tangible reality and the euro banknotes and coins became the legal tender for, at that time, more than 300 million citizens. The smooth introduction of the euro in 1999 and the success of the cash changeover in 2002 were the result of years of thorough preparatory work involving the ECB, the NCBs and a large number of public and private institutions which represent the core of the financial sector in the euro area. This has been reflected in the open and positive way in which the general public and financial markets have received the euro.

No doubt the introduction of the euro and the realisation of stage three of European Economic and Monetary Union (EMU) was a milestone in the long and multifaceted process of European integration. A completely new monetary policy framework was introduced in Europe, with the ECB conducting a single monetary policy for the entire euro area consisting of eleven and soon twelve countries. But despite the uncertainty surrounding the transition to the new regime, the ECB and the euro have been credible from day one. Market interest rates at all maturities converged to the lowest – not the average – interest rates prevailing prior to the euro. This caught by surprise those observers who had long anticipated that the yield curve after aggregation would translate into a sort of arithmetic average of the curves defined on the legacy currencies, rather than into the benchmark set by the most credible previous national currencies. In parallel, long-term inflation expectations aligned with the low levels of the best performing economies that were merged into the euro. As a result, in some euro area countries, short, medium and long-term market interest rates fell to levels that had not been seen since the long-gone days of the gold standard. They have remained at those levels ever since.

How can a new currency with no historical credentials secure such trust and confidence? Preconditions were sound institutions, and the Community's determination to lay the monetary union on the steady foundations provided by the most credible national central banks and the best public policy available in Europe. In two words: strong monetary and strong fiscal institutions.

The new single monetary authority was to be indisputably devoted to the maintenance of price stability in the euro area. Safeguarding stable prices is a necessary condition for serving the other Community objectives, such as non-inflationary economic growth, job creation and social cohesion. In order to accomplish this goal, the new central bank was to be guaranteed full independence, in close continuity with its forebears, in an international Treaty.

While the Treaty was very explicit about the primary objective of the new monetary authority, it was left to the Governing Council of the ECB to define and announce the strategy that would support price stability. But at the time of our institutional design it could not be taken for granted that previously established economic relationships and regularities would continue to hold after the transition to monetary union. This placed a premium on choosing a strategic framework that would prove robust to changing circumstances and would continue to stand the test of time

in the face of new challenges. To devise the best possible monetary policy for the new currency, we built on the wisdom and the wealth of experience that had been accumulated in the preceding decades by central banks and the academia.

By formulating and publishing the definition of price stability, the overriding objective of monetary policy, in quantitative terms, in total continuity with the definition existing, before the euro, in the countries of the core currencies, namely less than 2%, the ECB has provided the basis for market participants to form expectations efficiently and to reduce the sensitivity of

inflation expectations to short-term shocks. Without firm guidance on the strategy and the objective of monetary policy, a central bank risks that temporary adverse price shocks result in a reappraisal of the expected inflation rate by the public. Disorientation about the true intentions and determination of the monetary authorities can force upon the central bank an overly aggressive pattern of reaction to inflationary risks in order to state its intentions by the force of facts. This, in turn, can lead to unnecessary volatility in both output and inflation. We thought that this pattern could be avoided if the potential disconnect between expectations formation and central bank priorities was addressed and solved in the founding act of our central bank, the act that defined its mission and the strategic means to accomplish its mission.

A transparent monetary policy framework, comprising of a quantitative definition of price stability, and of a candid display of our strategy based upon tow pillars, an economic analysis and a monetary analysis, provide a strong anchor for inflation expectations and facilitates markets' understanding of the systematic responses of monetary policy to the evolution of macroeconomic conditions. There is compelling empirical evidence that the ECB's open and timely communication on its objectives, strategy and assessment of the economic outlook has been reflected in a high level of predictability for its monetary policy decisions. Reduced market volatility in recent years also supports the view that the understanding of the ECB's monetary policy framework and its communication has improved over time. At the same time, the ECB's quantitative definition of price stability provides a clear yardstick against which the public and its elected representatives can hold the ECB accountable.

Moreover, research has shown that the inflation process becomes less persistent and more forward-looking when the economy internalises the central bank's objective firmly. In fact, this is what we observe in the euro area. The influence of the ECB's quantified inflation objective on the evolution of inflation is an important factor that expedites the process by which the economy absorbs shocks that, otherwise, could have long-lasting implications for inflation. In a sense, the forward-lookingness that our quantitative definition of price stability introduces in price and wage setting makes the inflation process less inertial – that is, more forget-

ful of past adverse innovations – than it would be otherwise, if expectations internalised our objective less firmly and past inflation were the only guide in price setting. This is an important factor which, in Europe, helps compensate for the added inflation inertia that stems from more rigid production and distribution systems. And when I say "more rigid" I mean relative to the United States where the frequency of price changes is almost twice as high as in the euro area.

Nevertheless, it is not the stability-oriented monetary policy framework of the ECB alone that has made the successful transition to the euro possible. As I said earlier, monetary responsibility is difficult to exercise if economic institutions tolerate unbridled government borrowing. In the end, absent fiscal restraint, hard choices will be forced upon responsible monetary authorities. Over time, the risk that the central bank periodically might be forced to clamp down in the attempt to ensure price stability is capitalised in higher financing costs, making the job of the central bank in controlling inflation all the more difficult. Without the clear directions and the constructive goals offered by the Stability and Growth Pact, the inbuilt bias in favour of budget deficits could undermine a stable monetary constitution, elevate real interest rates, crowd out capital spending and lower productivity growth.

The ECB's Past Track Record

Let me now turn to the ECB's past track record. Guiding inflation and interest rate expectations requires not only precise and consistent communication of the central bank's ultimate objective and the strategy, but also consistency between words and deeds. In the end, only a track record of monetary policy decisions can support the central bank's credibility. Looking back in time, the ECB is also gradually building up its own track record – something which, as a new institution, simply did not exist when we started operations.

Since its inception, the Eurosystem has been tested by a series of events and challenges, some of which we shared with the other major economic areas in the world, and some which were characteristic of our European environment. Thanks to a well-defined institutional framework laying down the conditions for a sustainable convergence process, the progressive integration of a number of catching-up economies is an enterprise, a mission, which the euro area – unique among the great economic powers in the world – has set for itself and to which it has successfully worked. Euro adoption by Greece, Slovenia, Cyprus and Malta was smooth and technically flawless, despite the potential challenges that each enlargement round implicates in both operational and economic terms. Some of these events are charged with formidable symbolic implications. For example, Slovenia's accession and rise to the Union's presidency has been only the most recent and vivid testimony to the notion that the trauma of the iron curtain – once gripping Europe – is definitely behind us.

Some facts which punctuated our short history were less joyful events. My memory goes to the bursting of the dot-com bubble, the aftermath of the tragic terrorist attacks on 9/11, the persistence of sizeable global imbalances, the surge in global commodity and energy prices and, more recently, the surge of food prices and the financial turbulences that originated from the sub-prime crisis. These shocks were very significant and quite persistent, but the ECB has not hesitated to take

firm and timely actions to pursue a monetary policy that best serves the ultimate objective of maintaining price stability, while at the same time trying to minimise unnecessary macroeconomic disruptions.

As a result, over the past ten years, the inflation rate in the euro area has remained on average in a tight vicinity of 2%, although it has occasionally risen above levels that the ECB considers consistent with conditions of price stability. It is remarkable that even amidst such adverse and potentially unsettling disturbances, financial markets and the public at large have not lost faith that, in line with our strategy, we would reaffirm price stability over the medium term. Amidst turbulent circumstances, the ECB has purposely chosen to communicate and enact a sense of direction. Adjustments to its policy stance were intended to preserve medium and long term price stability in an environment of high uncertainty. A steady monetary policy course has substantially contributed to stabilising medium to long-term inflation expectations at a level consistent with our definition of price stability, while, at the same time, protecting our economy from the corrosive influence of policy-induced volatility.

As I mentioned earlier, growth and employment were undeterred by this. The euro and our monetary policy are providing a positive impetus for the euro area economy, vindicating the soundness of the institutional setting of EMU. Since the launch of the euro, most euro area countries enjoy much more favourable financing conditions than in the 1990s, supporting private and public investment as well as fiscal consolidation. Real gross capital formation in the euro area in the nine years after the introduction of the euro grew on average by 2.9% per year, as compared to only 1.7% during the nine year period prior to the euro. A particularly noteworthy development is the marked improvement in the performance of the euro area labour markets. Since the start of EMU, around 15.7 million people have been added to the number of employees in the euro area, in comparison to approximately 5.5 million in the nine preceding years. At the same time, the euro area unemployment rate has fallen to its lowest level since the early 1980s. These are encouraging developments, which show that the structural reforms and the degree of wage moderation necessitated by the new economic environment have helped to overcome some of the constraints on growth stemming, in particular, from still rigid and over-regulated markets in a number of economies.

The euro is also supporting the deepening of trade and financial linkages across euro area countries. There is clear evidence that the introduction of the single currency and the associated increase in price and cost transparency have promoted both intra- and extra-euro area trade in goods and services. Exports and imports of goods and services within the euro area rose from about 31% of GDP in 1998 to around 40% in 2007. The completion of a single market for services will further facilitate trade in services. The rate of increase in extra-euro area exports and imports of goods and services even exceeded that in intra-euro area trade, rising from about 32% of GDP in 1998 to almost 44% in 2007. Extra-euro area trade has, of course, also benefited from a period of strong external demand and increasing integration at a global and European level. All in all, this also proves that we did not build a fortress Europe and that regional integration can go hand in hand

with increased openness and globalisation.

Finally, the euro is acting as a catalyst towards a single market in financial services as evidenced by a number of indicators. For instance, euro area cross border holdings of long-term debt securities have risen markedly since the launch of the euro from around 10% in 1997 to approximately "60%" in 2005. In a similar vein, between 1997 and 2005 euro area residents doubled their holdings of equity issued in another euro area country, while, at the same time, the share of euro area equity assets held outside the euro area remained much lower and increased only slightly. Expanding cross-border investment opportunities enhances the allocation of resources to their best uses. Also, the diversification of national income sources will improve the opportunities for smoothing consumption in the face of localised shocks.

But complacency would be off mark. The European leaders' March 2000 meeting in Lisbon recognised that the European economic model was in need of a competitive fix. They launched what came to be known as the Lisbon Agenda, which set a fully innovative and competitive Europe as a ten-year goal. To date, progress has been uneven. Regulatory inhibitions in many respects still hold back Europe's growth potential. Long-standing structural rigidities are, in my view, the major cause of the remaining difference in growth potential in Europe as compared to the best advanced industrialised economies. Reforms are essential in order to raise factor productivity and potential output, to create new jobs, to achieve lower prices and higher real incomes, and to increase the resilience and flexibility of the economy. When pushed to the edge, we know, Europeans seem to regroup and productively engage the global community. A major catch-up on the Lisbon agenda will be our next frontier.

The ECB's Policy Response to the Tensions in Financial Markets

I left the recent financial turbulence as my last point. Well before the financial turmoil erupted in August last year, the ECB, as well as other central banks and institutions, have pointed out regularly in their communications that there was a significant underpricing of risks in a large array of markets. On the basis of our diagnosis, we explicitly and publicly called for institutions and markets to prepare themselves for a correction

that was unavoidable and necessary to consolidate a smooth return to a normal assessment of risks in markets. When these risks materialised last summer and threatened to impair the orderly functioning of the euro money market, the ECB reacted immediately and provided overnight liquidity to the interbank money markets in a sequence of fine-tuning operations. Subsequent measures that were launched since August 2007 were designed to ensure that very short term money

market rates remained close to the ECB's policy rate and to contain spreads in the longer-term segment of the money market. During this turbulent period, the Eurosystem remained, as usual, in close contact with other major central banks and joined a concerted liquidity providing measure in December 2007. Overall, the ECB's timely liquidity operations have contributed to ensure a smooth functioning of the short end of the money market without – of course – eliminating the causes of the tensions, originating outside the money market.

In this context, it is imperative to stress that the ECB conducted these money market operations without changing its monetary policy stance, which the Governing Council determines on the basis of its economic and monetary analysis and in full accordance with the ECB's primary objective of maintaining price stability over the medium term. In view of safeguarding its credibility and firmly anchoring long-term inflation expectations, it is crucial that the Governing Council sets the appropriate monetary policy stance on the basis of no other considerations than the delivery of price stability in the medium term. Once the appropriate level of the key ECB interest rates has been set, the Executive Board of the ECB implements monetary policy so that the effects of its interest rate decisions are transmitted to the financial markets and the real economy effectively. In this sense, the ECB had to act swiftly and decisively to deviations of money market rates from its policy rate to support its monetary policy objective and to avoid that tensions in the money market would spill-over to other markets and adversely affect the real economy.

But central banks' liquidity operations cannot address the underlying causes of the financial turmoil. Careful reflection has taken place at the European and global level with regard to the policy lessons that need to be drawn on a co-ordinated basis by public authorities with regard to the measures necessary to avoid the recurrence of such major turbulent episodes in the future. In this respect the recent report released by the Financial Stability Forum embodies the consensus of the international community on the recommendations that we consider among the immediate priorities for addressing the underlying causes of the financial turmoil.

Let me briefly stress the essence of the diagnosis that has inspired the G7 recommendations of the Financial Stability Forum: first, and most importantly, financial markets are currently marked by a lack of transparency. The absence of full information on both financial instruments and institutions is a trigger to contagion and herd behaviour at times of financial distress. High levels of transparency are an important feature of a healthy global financial architecture and make markets more efficient by reducing irrational behaviour. Financial institutions should fully and promptly disclose their risk exposures, write-downs and fair value estimates for all instruments. Second, there is a large element of pro-cyclicality present in numerous rules, regulations and procedures that govern global financial markets. These elements tend to amplify the booms as well as the busts and encourage imprudent behaviour. A careful reduction – without any prejudices – of the pro-cyclical components present in the global financial system is therefore warranted.

I kept the turmoil for my conclusions because it crystallises two principal tenets, two leading principles behind our strategy: flexible action guided

by a steady and unwavering compass. We sprung into action as the seriousness of the hardships in markets and the need for the central bank support became evident. It did not take long – a few hours – for us to identify the degree of stress that was gripping the markets and to clearly state that the ECB intended to remain in command of the shortest term interest rates in the money markets, close to our policy rate.

We did not let our medium-term perspective dwindle. We remained committed to a sober evaluation of the underlying factors that – beyond market jitters – impact economic decisions and price setting behaviour in the economy. We drew a clear line between the considerations that pertain to the right calibration of the monetary policy stance and actions that belong to the monetary policy implementation sphere. Liquidity interventions aimed at restoring orderly trade conditions in money markets and maintaining short term interest rates close to our policy rate were not compromising in any respect the longer-term achievement of the price stability or being complacent with imprudent behaviour by market participants. This distinction is particularly important at the current juncture taking into account the upside risks to price stability over the medium term and observing that the adjustment of financial markets is an ongoing phenomenon.

I trust that in all circumstances, but even more particularly in times of heightened uncertainty in global financial markets, our strong commitment to preserve price stability over the medium term is of the essence. In preserving a solid anchoring of medium to long-term inflation expectations at levels consistent with our definition of price stability, it contributes to appeasing tensions and volatility in the financial markets whilst paving the way for future sustainable growth and job creation in Europe.

Concluding Remarks

Let me conclude. The past ten years have been very challenging and demanding for all of us, and for the euro and the Eurosystem in particular. When the euro was set up back in 1999, it was born as a credible currency thanks to the provisions governing the ECB's mandate and its full independence as laid down in the Maastricht Treaty as well as the wisdom and credibility of the ECB's monetary policy framework. Thanks to the joint effort of all institutions forming the Eurosystem, we have lived up to our responsibility and delivered what we promised to deliver: a stable currency as credible and confidence-inspiring as the best previous national currencies. At the same time, the euro has contributed to a further integration of Europe's economies and it protects our economies more effectively from external shocks as ever before. Yet, there is no reason to be complacent: the present circumstances continue to be very demanding. I am confident that the Eurosystem, through its stability-oriented monetary policy strategy, will stand up to these challenges and be successful in maintaining price stability in the euro area. As I have said on behalf of the Governing Council of the ECB, we believe that the current monetary policy stance will contribute to achieving our objective of price stability in the medium term and of firm anchoring of medium to long term inflation expectations. I thank you for your attention.

Wilhelm Molterer

Vizekanzler und Finanzminister der Republik Österreich

Herausforderungen und Chancen für die österreichische Wirtschaftspolitik

Grüß Gott, meine Damen und Herren! Selbstverständlich ist klar, dass die Realisierung der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU), die Einführung einer gemeinsamen Währung in der Europäischen Union einen der historisch weitreichenden Schritte, die die Europäische Union je gemacht hat, nach ihrer Einführung darstellt. Ich möchte ganz besonders betonen, dass die Einführung einer gemeinsamen Währung in der Europäischen Union keineswegs ausschließlich eine wirtschaftpolitische Entscheidung gewesen ist. Die Einführung einer gemeinsamen Währung ist selbstverständlich weit darüber hinaus eine grundlegende Entscheidung der Union gewesen, wirtschaftlich, politisch und gesellschaftspolitisch eine stärkere Rolle spielen zu wollen. Und es ist daher logisch, dass diese Einführung des Euros, der gemeinsamen Währung, einen massiven Beitrag zur weiteren Integration der Europäischen Union geleistet hat und nach wie vor leistet. Und es ist selbstverständlich klar, dass die Einführung der gemeinsamen Währung und die Realisierung der Währungsunion die Europäische Union in ihrer weltwirtschaftlichen Bedeutung und ihrer Rolle in der Welt massiv gestärkt hat. Daher ist es auch klar für Österreich – aus der Logik der Mitgliedschaft zur Europäischen Union heraus – eines der Gründungsländer der Währungsunion zu sein. Diese gemeinsame Währung, diese Währungsunion, hat eine unglaubliche Erfolgsgeschichte der europäischen Integration dynamisiert und weitergeschrieben. Es ließe sich jetzt natürlich trefflich anführen, welche Effekte es gewesen sind. Klaus Liebscher hat es schon getan. Vielleicht lesen Sie als Beitrag zur Überzeugungsarbeit die Autobiographie von Alan Greenspan, der für die in Europa publizierte Ausgabe einen ganz besonderen Teil der Erfolgsgeschichte des Euros gewidmet hat. Und er schreibt dort, dass er einer der Skeptiker gewesen war bei der Einführung des Euro und ihn die Realität ganz massiv überzeugt hat, und er aus der Überzeugung heraus in der Zwischenzeit diese gemeinsame Währung in Europa als einen der Schlüsselfaktoren des Erfolgs, des weiteren Erfolgs der Europäischen Union bestätigt. Ich sehe aus meiner Sicht drei wesentliche Dinge, die den Euro als Erfolgsgeschichte darstellen lässt.

1. Die gemeinsame Währung hat einen massiven Beitrag zur Realisierung des Binnenmarkts der Europäischen Union geleistet, einen massiven Beitrag, dass der Binnenmarkt tatsächlich wirtschaftlich dynamisiert wurde und für viele Menschen in Europa eigentlich erst konkret spürbar wurde. Diese gemeinsame Währung, die Stärkung des Binnenmarkts und letztendlich auch das Sichtbarmachen für die Menschen in Europa, die Mitglieder des Euroraums sind, ist essentiell.
2. Die gemeinsame Währung ist ein wesentlicher Stabilitätsanker in der Europäischen Union. Mit der gemeinsamen Währung, mit der Realisierung der Europäischen Zentralbank ist ein Hort, wenn Sie so wollen, ein fester Anker bei der stabilitätsorientierten Politik in der Europäischen Union geschaffen worden. Mit der Währung der EZB und der Euro-Gruppe haben wir diese Stabilitätsanker auch sichtbar, spürbar und – ja, politisch vernehmbar gemacht.
3. Damit untrennbar verbunden ist eine stärkere Kohärenz der Wirtschaftspolitiken der Mitgliedsländer

der Europäischen Union, Abteilung Euro-Gruppe. Hier bin ich noch nicht zufrieden, weil die Kohärenz der Wirtschaftspolitiken, die eigentlich der Euro-Einführung zugrunde gelegen ist, lässt zu wünschen über. Denken Sie nur daran, wie unterschiedlich sich die Mitgliedstaaten des Euroraums in den letzten zehn Jahren ökonomisch entwickelt haben. Wir sind bei Weitem noch nicht dort, wo wir sein wollen, wenn wir über die Konvergenz der Wirtschaftspolitiken in der Europäische Union, Abteilung Euro-Gruppe reden.

4. Es ist klar, dass der Raum der Euro-Gruppe erweitert werden wird und

erweitert werden muss. Und ich teile die Einschätzung von Gouverneur Liebscher, dass die Anwendung der Konvergenzkriterien die Grundlage für die Erweiterung ist. Die Anwendung der Kriterien so wie sie bisher angewendet wurden, nicht aufgeweicht, aber genauso klar wie etwa beispielsweise bei den letzten Erweiterungen der Euro-Gruppe auch für die kommenden. Und aus österreichischer Sicht – und ich denke auch aus europäischer Sicht – ist es notwendig, dass ein nächstes Erweiterungssignal für die Euro-Gruppe gesetzt wird und diese soll und wird aus meiner, aus unserer Sicht die Slowakei sein, ein Land, das in einer hervorragenden Weise die ökonomische Entwicklung nach dem Beitritt zur Europäischen Union darstellt, aber auch eine Strategie der politischen Entwicklung und der politischen Stabilitätsorientierung. Die Konvergenzkriterien anwendend, denke ich, dass das nächste Mitglied der Euro-Gruppe Slowakei heißen wird.

Was sind nun diese Fragestellungen, die uns bewegen, wenn wir über die zukünftige Entwicklung der Euro-Gruppe und der gemeinsamen Währung nachdenken? Und das zehnjährige Jubiläum soll ja eigentlich der Anlass sein, nicht zurück zu blicken sondern nach vorne. Natürlich haben wir neue Fragen. Die Turbulenzen auf den Finanzmärkten, die Wechselkurse, die Rohstoffmärkte, die Nahrungsmittel, der daraus resultierende Inflationsdruck. Aber gerade angesichts dieser neuen Herausforderungen möchte ich einige Elemente betonen, die ich für die zukünftige Entwicklung für wesentlich halte, weil sie letztendlich auch in der Vergangenheit die Basis des Erfolgs gewesen sind.

1. Ein klares Bekenntnis zur Stabilitätsorientierung und zur Stabilitätspolitik im Euroraum. Ein klares Bekenntnis zur Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank und ein klares Bekenntnis zur Aufgabe der Europäischen Zentralbank. Und es genügt nicht, dass diese Europäische Zentralbank in ihrer Unabhängigkeit gestärkt wird, sondern ich denke, dass auch die politischen Verantwortungsträger, vor allem der Euro-Gruppe diese Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank auch tat-

sächlich unterstützen und leben müssen. Gerade in einer Zeit wirtschaftlicher Unsicherheiten, stärkerer Unsicherheiten als in den letzten zwei, drei Jahren, gerade in einer Zeit, wo die Inflation zu einem Thema wird, ist das Bekenntnis zur Stabilitätsorientierung durch die Politik und durch politische Institutionen von ganz essentieller Bedeutung. Wer jetzt die Unabhängigkeit der EZB und die Stabilitätsorientierung in Frage stellt, zieht die vollkommen falschen Schlüsse aus den Schwierigkeiten, die sich auf den Märkten derzeit ergeben.

2. Die Europäische Union und damit selbstverständlich auch Österreich muss gerade in diesen Zeiten massiv für die weitere Öffnung der Märkte eintreten. Marktöffnung ist die Antwort und nicht neuer Protektionismus. Und es ist aus meiner Sicht daher sehr klar, dass jetzt die Zeit reif ist, um auf globaler Ebene einerseits alles zu tun, um die WTO-Verhandlungen abzuschließen, damit auch durch einen derartigen Abschluss ein entsprechendes Signal gesetzt wird. Es bedeutet für Europa und auch für die Mitgliedstaaten der Europäischen Union, dass wir die weitere Marktöffnung und die weitere Dynamisierung auch unserer Außenhandelsbeziehungen als essentielle Strategie außer Streit stellen müssen. Gerade für kleine oder mittlere Volkswirtschaften wie Österreich ist der Export und ist die Marktöffnung einer der Erfolgsfaktoren schlechthin. Das gilt mittelfristig selbstverständlich auch für die Arbeitsmärkte, weil eine Vollendung der Binnenmärkte bei Ausklammerung mancher Märkte nicht funktionieren wird. Auch der Arbeitsmarkt ist einer, wo diese Dynamisierung notwendig ist.
3. Das bedeutet ein stärkeres Setzen auf Wettbewerb und auf Deregulierung und keineswegs die Rückkehr zu einem neuen Protektionismus. Ganz im Gegenteil. Wir brauchen die rasche Umsetzung der Dienstleistungsrichtlinie, wir brauchen eine Dynamisierung des Wettbewerbs auch in den Energiemärkten. Dazu gehört auch, dass sich die europäischen und damit auch die österreichischen Entscheidungsträger klar sind, dass wir im Spitzenfeld bleiben wollen, wenn es um die Produktivitätsentwicklung geht. Das ist ein Thema, das Jean-Claude Trichet in besonderer Weise immer wieder betont. Die Frage der Faktorkosten hat uns stark gemacht. Die Frage der Positionierung Österreichs beispielsweise bei den Lohnstückkosten ist ein essentieller Erfolgsfaktor für den Export. Es wird daher eine der großen Aufgaben sein, gerade in einer Zeit mit Inflationsdruck, dass wir in ganz besonderer Weise die Tarifpartner an ihre Verantwortung erinnern. Eine verantwortungsvolle Tarifpolitik ist jetzt von besonderer Bedeutung. Einerseits, um Zweitrundeneffekte zu vermeiden, andererseits aber auch, um die Wettbewerbsposition Europas und Österreichs langfristig im Spitzenfeld abzusichern.
4. Wir brauchen eine Senkung der Steuer- und Abgabenquote, insbesondere die Entlastung des Faktors Arbeit, wiederum Stichwort Produktivität. Aber genauso klar muss sein, dass diese Senkung der Steuer- und Abgabenquote keineswegs die budgetäre Disziplin in der Europäischen Union, Abteilung Euro-Gruppe, aber auch in den Mitgliedstaaten der Euro-Gruppe, damit auch in Österreich, in Frage stellen darf. Die Frage der Haushaltsdis-

ziplin, die Frage der ausgeglichenen Haushalte, ist gerade für eine stabilitätsorientierte Entwicklung, die Wachstumsimpulse setzen will, von herausragender Bedeutung. Eine Abkehr von der stabilitätsorientierten Budget- und Haushaltspolitik würde dramatische, negative Folgen haben. Dieses Thema der budgetären Leistbarkeit von Senkung der Steuer- und Abgabenquote ist daher essentiell und betrifft als ein spezifisches österreichisches Phänomen nicht nur die Disziplin des Bundes bei der Erfüllung seiner Budgetziele, sondern die Disziplin aller Gebietskörperschaften, weil wir in Österreich eine

Gesamtverantwortung für unsere Haushaltspolitik tragen.

5. Die Innovationskraft: Wenn wir über Innovationskraft reden, dann sage ich Ihnen ganz offen, habe ich eine gewisse Sorge, dass die Stimmungslage und die Bereitschaft zu positiven Veränderungen in der Euro-Gruppe, in Europa, aber auch in Österreich schon größer gewesen ist als heute. Diese Frage der Veränderungsbereitschaft ist tatsächlich das Lebenselixier einer Gesellschaft und damit auch einer Volkswirtschaft. Diese Frage der Veränderungsbereitschaft ist und kommt in der Innovationskraft zum Ausdruck. Das ist nicht nur das Element der Investitionshöhe in Forschung und Entwicklung, sondern das ist auch die Frage: Wie gehen wir mit neuen Themen um, etwa mit einer Neuorientierung der Energiepolitik in der Europäischen Union, in der Euro-Gruppe, aber auch in den Mitgliedstaaten. Diese Frage kann nicht mit Rezepten der Vergangenheit beantwortet werden, wenn wir uns mit neuen Fragen beschäftigen. Ich habe schon einmal bei anderer Gelegenheit gesagt: Es wird in Österreich viel zu viel über das Risiko von Innovation diskutiert, es wird nämlich so lange über das Risiko von Innovation diskutiert, bis die Chance verpasst ist. Und diese Innovationskraft, diese Veränderungsbereitschaft ist selbstverständlich auch im Bildungssystem zu verankern. Und im Bildungssystem in besonderer Weise, was die Ausbildung und die Qualifikation der Facharbeiter betrifft, etwas, das vielleicht sehr spezifisch österreichisch ist, das aber Österreich extrem stark gemacht hat, die Qualität der Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter in den Betrieben.
6. Wenn wir über die Entwicklung der Kapitalmärkte reden, dann ist selbstverständlich auf der einen Seite schon klar, dass wir uns bei den Kapitalmärkten und Finanzdienstleistern global insgesamt angesichts der Entwicklung klar sein müssen: Globale Märkte brauchen globale Regeln. Und es ist auch klar, dass dabei – und da teile ich die Einschätzung von Alfred Gusenbauer, dass dabei der IWF, die Bretton-Woods-Institutionen eine besondere Bedeutung bekommen. Ich warne aber davor, dass Reglementierung in Überreglementierung mündet, die Kraft der Finanzmärkte durch Überreglementierung geschwächt wird in

einer Zeit, wo wir sie besonders brauchen. Und daher ist das richtige Maß zwischen Reglementierung und zwischen letztendlich marktwirtschaftlicher Orientierung die Herausforderung schlechthin. Die Euro-Gruppe, die Europäische Union als solche, hat dabei eine besondere Verantwortung und gerade die IWF-Frühjahrstagung in Washington hat gezeigt, wie wesentlich und stark letztendlich auch die Stimme der Euro-Gruppe und der Europäischen Union geworden ist; noch nicht stark genug, aber viel stärker als in der Vergangenheit. Aber genauso wie wir über die Frage der Spielregeln reden, müssen wir über die Stärkung der Finanz- und Kapitalmärkte reden. Und da hat insbesondere Österreich durchaus Nachholbedarf. Sprechen wir das offen an. Und gerade in einer Zeit, wo wir kritischen Entwicklungen ins Auge blicken, wäre es völlig falsch, hier die Hände in den Schoß zu legen und zu sagen: Gerade jetzt kann man nichts machen. Nein, ich bin der Meinung, gerade jetzt muss auch Politik gestalten. Wir arbeiten daher an einer gesetzlichen Regelung Kapitalmarktstärkung, um tatsächlich auch die Impulse für diese so wichtigen Märkte zu setzen, weil, die wirtschaftliche Entwicklung ist zwar derzeit nicht ganz so rosig wie in den letzten drei Jahren, aber jetzt müssen die Voraussetzungen dafür geschaffen werden, dass das Wachstum wieder steigt, das Wachstum unterstützt wird und dazu braucht es effiziente und starke Finanz- und Kapitalmärkte. Nicht Märkte, die überreguliert sind, sondern Märkte, die dann, wenn es notwendig ist, in der Lage sind, diesen entsprechenden Push zu geben.

Daher abschließend: Die Wirtschafts- und Währungsunion, die Einführung des Euro ist eine Erfolgsgeschichte. Sie ist alternativlos und es ist daher aus österreichischer Sicht, gerade aus der Sicht eines kleinen, eines mittleren Landes, einer starken außenorientierten Volkswirtschaft von unverzichtbarer Bedeutung und es ist für die Welt und aus globaler Sicht genauso unverzichtbar, weil die WWU dazu beigetragen hat, dass Europa in der Zwischenzeit zu einem berechenbaren, wichtigen Stabilitätsfaktor und Stabilitätsanker geworden ist. Und in diesem Sinne herzlichen Glückwunsch zum zehnjährigen Jubiläum. Die Bewährungsprobe der Einführung ist bestanden. Die Bewährungsprobe der realen marktwirtschaftlichen Tests ist bestanden. Und es wird auch die Bewährungsprobe der Rolle der Euro-Gruppe und der gemeinsamen europäischen Währung in wirtschaftlich kritischeren Zeiten absolut bestanden werden. In dem Sinne braucht dieses Europa diesen Enthusiasmus, aber es braucht genauso, würde ich sagen, Politiker wie Jean-Claude Trichet, die mit dem notwendigen Augenmaß an dieser Sache arbeiten. Herzlichen Glückwunsch zur Performance der EZB, Jean-Claude!

Jean-Claude Juncker
Präsident der Eurogruppe

Die WWU und die wirtschaftspolitischen Institutionen der EU – Intelligentes Design oder „Learning by Doing"?

Lieber Klaus, ich bin sehr froh, dass ich heute Morgen hier in Wien sprechen darf. Ich bin gerne nach Wien gekommen, weil ich das sowieso gerne tue und auch, weil ich dies als Beweis einer für Finanzminister und Zentralbanker erstaunlich lang anhaltenden Freundschaft werten möchte, dass ich hier von Dir eingeladen worden bin. Ich würde mich gerne mit dem mir gestellten Thema zu kurz, wie ich finde, befassen, weil wir ja in Zeitnot sind.

Mein Thema ist, ob europäische Wirtschafts- und Finanzpolitik, überhaupt die ökonomische Entscheidungsfindung im Euroraum, auf intelligentes Design oder auf „Learning by Doing" oder auf beides zurückzuführen ist. Nun bin ich überhaupt nicht der Meinung, dass die europäische Integration das Gesamtergebnis vielschichtiger göttlicher Eingebung wäre.

Ich kann nicht verkennen, dass der Mantel Gottes manchmal durch die europäische Geschichte zieht und man sich beeilen muss, um ihn zu erhaschen, aber im Regelfall ist das doch so, dass die europäische Integration, die ein Teilergebnis göttlicher Eingebung ist, das Ergebnis eines gut durchdachten Planes ist. Dieser Plan, das merkt man ihm auch an, wurde nicht von Gott, sondern von den Menschen gemacht. Und die, die diesen Plan, dieses Projekt auf den Weg gebracht haben, das waren nicht die Männer und Frauen unserer Generation, obwohl wir sehr oft so tun, als ob die Weltgeschichte erst mit uns angefangen hätte.

Sie hat angefangen mit der Talentbildung, mit der Energiemassierung, mit der Erfahrensdichte und ihrer Umsetzung in die Realität derer, die nach dem Zweiten Weltkrieg aus den Konzentrationslagern, von den Frontabschnitten zurück in ihre zerstörten Städte und Dörfer kamen und die die Ärmel hochgekrempelt haben. Die also nicht in der Larmoyanz gebadet haben, in der wir uns normalerweise baden, obwohl sie dazu jeden Grund gehabt hätten. Das, was nach jedem Krieg gesagt wird, dieser epochale, immer wiederkehrende fast zur Banalität verkommene Nachkriegssatz „Nie wieder Krieg" wurde von der Generation unserer Eltern nicht nur zu einem Gebet gemacht, sondern wurde zu einem politischen Programm für den Gesamtkontinent gemacht und wir sind nichts anderes als die eher unbegnadeten Erben einer großen Vorgängergeneration. Deshalb kommt das initiale Design denen zu, die unter seiner Abwesenheit schrecklich auch an Leib und Seele zu leiden hatten.

Nun gibt es diese geniale Idee der Gründungsväter, dass man über ökonomische Umwege die aber zielgerade verliefen, der europäischen Integration auf die Sprünge helfen könnte. Wir haben es erlebt, dass Europa aus seinen schrecklichen Erfahrungen des 20. Jahrhunderts klüger geworden ist. Und wir haben es erlebt, nachdem die Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl und die Europäische Union in der Form der europäischen Wirtschaftsgemeinschaft auf den Weg gebracht wurde – immer wieder krisengeschüttelt – dass wir sehr viel „Learning by Doing" gebraucht haben.

Unsere Vorgänger, wir manchmal auch, wenn wir über das Tun lernen, vergessen das initiale Design nicht, bleiben der Grundarchitektur treu, verlassen das vorgeplante Gebiet politischen Tuns und kollektiven Handelns

im Regelfall nicht. Diese ökonomische Logik, die Pate stand bei der Gründung der Europäischen Union, nämlich die Einführung in unser Vertragswerk der vier Freiheiten – Warengüter, Personen, Kapital und Dienstleistungen – ein erfolgreiches Konzept war, kann man auch daran erkennen, dass es uns gelungen ist, den europäischen Binnenmarkt, der noch nicht vollkommen ist, der größte Schwächen noch in sich trägt, vor allem eine, wie ich finde, massiv unterentwickelte soziale Dimension, zu krönen durch die Einführung des Euros. Dass wir es überhaupt geschafft haben in Europa, bis heute 15 nationale Währungen zu einer ein-

heitlichen europäischen Währung zu fusionieren, ist etwas, von dem ich nicht verstehe, wie es den Europäern partout nicht gelingen möge, darauf stolz zu sein. Obwohl ich hätte wissen müssen, dass die Europäer es überhaupt nicht mehr schaffen, überhaupt auf etwas stolz zu sein; wir sind nicht stolz darauf, dass wir den Krieg von unserem Kontinent vertrieben haben und dem Frieden eine andauernde Heimstatt gegeben haben. Wir sind nicht stolz darauf, dass wir den größten Binnenmarkt der Welt auf die Beine gestellt haben und logischerweise sind wir auch nicht stolz darauf, dass wir etwas geschafft haben, was sonst niemand geschafft hat, nämlich uns eine einheitliche Währung in die Hand zu geben.

Das, was wir über den Umweg des Binnenmarkts und der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion erreichen wollten, nämlich den Wohlstand Europas zu steigern und für beste Lebensbedingungen auf unserem Kontinent zu sorgen, das haben wir im Großen und Ganzen, wenn auch nicht voll umfänglich geschafft. Wir kriegen es nicht hin, den Menschen in Europa, diejenigen, die den Euro gebrauchen, davon zu überzeugen, dass dies ein richtiger Schritt war. Wir haben es ja auch nicht geschafft, den Menschen in Europa zu erklären, dass die Erweiterung der Europäischen Union nach Ost- und Mitteleuropa auch ein richtiger Schritt war. Dass wir das geschafft haben auf diesem Kontinent, europäische Geschichte und europäische Geografie wieder zusammenzuführen, ohne auf militärische Mittel zurückzugreifen, sondern durch die Kraft der Tat dieses zu bewirken, findet ja auch einen abbröckelnden Zustimmungslevel, wenn ich mir das richtig ansehe, auch hier in Österreich, was in hohem Maße erstaunlich ist, weil die österreichische Volkswirtschaft ja ohne jeden Zweifel zu den größten Nutznießern der Erweiterung der Europäischen Union nach Ost- und Mitteleuropa gehört.

Wir vergessen schnell, was die europäische Wirtschafts- und Währungsunion uns eigentlich bis heute schon alles gebracht hat. Es gibt nicht mehr sehr viele, auch nicht hier im Raum, die auf Anhieb beziffern können, welchen Umfang denn die Transaktionskosten, in Bruttosozialprozentpunkten ausgedrückt, eigentlich ausmachten, bevor es den Euro gab. Es

war sehr erheblich und es würde unser Wachstum heute behindern, wenn es sie noch gäbe. Kaum jemand weiß sich noch daran zu erinnern. Erstaunlich ist das schon, weil so lange ist das ja noch nicht her, was denn eigentlich im europäischen Währungssystem alles passierte, wenn etwas passierte. Ich bin der dienstälteste Finanzminister der Europäischen Union und auch gleichzeitig der dienstälteste Regierungschef. Aber in der Zeit, als ich Finanzminister war und bevor es den Euro gab, bin ich, denke ich, etwa 20-mal nach Brüssel gereist, um die Alignments vorzunehmen.

Jean-Claude Trichet war auch als strikter Wächter französischer Tugenden an diesen Übungen beteiligt. Andere hier im Saale auch. Immer, wenn in der Welt etwas passiert, passiert auch etwas bei uns und das war nie gut. Es wurde, weil Regierungen ihr Handwerk nicht verstanden und die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Länder nach unten korrigierten, immer wieder Rückgriff genommen auf kompetitive Abwertungen, die auf Kosten der Nachbarn stattfanden. Es passierte nach der einen Abwertung die nächste Abwertung und die zwei Abwertungen hatten zur Folge, dass andere Währungen aufwerteten, was wiederum zur Folge hatte, dass die Produkte, die in diesem Land hergestellt werden, sich viel schwerer auf ausländischen Märkten, wenn nicht sogar auf dem eigenen Binnenmarkt absetzen ließen.

Insofern ist diese Währungssicherheit, diese Vorausschaubarkeit, ein unschätzbares Gut für die wirtschaftlichen Akteure und im Übrigen auch für die sozialen Akteure, die unter diesem Durcheinander, diesem Auf und Ab, sehr oft unsäglich litten.

Man redet viel über Haushaltsdefizite. Sie sind unwahrscheinlich geringer, als sie es Ende der 1980er- Anfang der 1990er-Jahre waren. Wir sind im Jahre 2007 auf einem Defizitstand, auf einem durchschnittlichen Defizitstand im Euroraum von 0,6 % Bruttosozialprozentpunkten gekommen. Wesentlich weniger, als dies vor 10, 15 Jahren noch der Fall war, im Übrigen auch weniger, als dies im Jahre 2002, 2003, 2004, 2005 und 2006 der Fall war. Die Schuldenstände haben sich nach unten bewegt, obwohl sie, wie ich finde, immer noch überhöht sind und sogar eine leichte Tendenz nach oben erkennen lassen. Dass wir jetzt 7 der 15 Länder des Euroaums haben, die 2007 mit einem Haushaltsüberschuss abschließen konnten, und dass noch keines der 15 Mitgliedstaaten sich in einem Defizitverfahren befunden hat, ist ein eindeutiger Beweis dafür, dass die Stabilitätskultur, die beim Abfassen des Maastrichter Vertrags versprochen wurde, ihre Wirkung nicht verfehlt hat, obwohl ich mir für das Haushaltsjahr 2008 wesentlich engere Verhältnisse vorstellen kann und ich auch etwas besorgt bin über den nachlassenden Spareifer, der in vielen Mitgliedstaaten des Euroraums zur Zeit zu beobachten ist.

Auch die Zinssätze, über die zur Zeit viel geklagt wird, waren lange auf einem historisch niedrigen Niveau und sind auch heute, wenn ich mir das von der Realseite ansehe, zu den niedrigsten Zinsständen zu zählen, die wir in Europa seit Kriegsende hatten.

Auch die Inflation hat sich merklich nach unten bewegt, obwohl sie uns zur Zeit sehr viel – vor allem der Europäischen Zentralbank – Kopfzerbrechen macht. Die Inflation betrug in Luxemburg 14 % als ich anfing mich in Regierungsämtern zu tummeln. Die Inflation ist jetzt wesentlich niedriger. Als ich Finanzminister wurde, betrug das Haushaltsdefizit in Belgien 14 %, was für mich eine relevante Größe war, weil Luxemburg befand sich mit Belgien in einer Währungsunion und

Luxemburg war sechs Jahre lang nach Inkrafttreten des Maastrichter Vertrags das einzige Land der Europäischen Union, das allen Konvergenzkriterien des Maastrichter Vertrags gerecht wurde. Ich habe mir damals oft gesagt, dass dies als kritische Masse für die Einführung des Euros wahrscheinlich nicht reichen wird, wenn wir nicht bald Gesellschaft bekommen würden.

Wir haben den Stabilitätspakt 1996/97 auf den Maastrichter Vertrag gesattelt und damals gab es die heftige Debatte zwischen Deutschland und Frankreich, aber jeder hatte seine Anhänger, ob man jetzt in Richtung „Gouvernement économique" losmarschieren sollte oder ob man dem Element der Stabilität die absolute Priorität zuzuweisen hätte.

Diesen Stabilitätspakt haben wir im März 2005 novelliert, abgeändert und ihm eine ökonomische Lesbarkeit gegeben, die er im vollen Umfang vorher nicht hatte. Und wir haben Sorge dafür getragen, dass dieses Prinzip des gesunden Menschenverstands, dass man in guten Zeiten spart, damit man in weniger guten Zeiten Verfügungsmasse in genügender Dichte zur Verfügung hat, um auch konjunkturell gegenreagieren zu können, Eingang in die Endformulierung des revidierten Stabilitätspakts fand.

Bedauerlich bleibt, dass nicht alle Mitgliedstaaten des Euroraums sich dieses Prinzip zum natürlichen Reflex gemacht haben und einige es wiederum geschafft haben, dieselben Fehler zu wiederholen, die auch Ende der 1990er-Jahre und am Anfang dieses Jahrtausends gemacht wurden, als in Zeiten voller Kassen die Spendierhosen angezogen wurden. Derjenige, der die Spendierhose jetzt in guten Zeiten angezogen hatte, steht jetzt relativ nackt da, wo die Ebbe in den Staatskassen wieder zu einer wahrscheinlich bald spürbaren Realität in fast allen Mitgliedstaaten des Euroraums wird.

Wir haben Strukturreformen zuhauf durchgeführt. Ich bin der Erste, der weitere strukturpolitische Anstrengungen anmahnt, aber so zu tun, als ob wir in Europa und im Euroraum es völlig unterlassen hätten, Strukturreformen auf den Weg zu bringen und sie auch erfolgreich abzuschließen, verkennt die wirkliche Lage sogar. Denn der nationale Währungsfonds wird nicht müde, darauf hinzuweisen, dass Europa eine sehr erhebliche Strukturreform-Performance in den letzten vier, fünf Jahren vorgelegt hat. Der IWF war lange Zeit der Meinung, dass sogar die Produktivitätssteigerungen, die man in Europa beobachten konnte, auf diese strukturpolitischen Anstrengungen zurückzuführen wären. Wir waren dieser positiven Imprimatur, des Internationalen Währungsfonds immer kritisch gegenüber eingestellt, weil wir immer dachten, dass die strukturpolitischen Anstrengungen eigentlich immer noch ungenügend seien.

Die Europäische Zentralbank, über die ich mich ja immer nur mit ausgesuchter Höflichkeit und Vorsicht äußere, hat sich zu dem entwickelt, was die Urvorstellung und Grundvorstellung der Vertragsväter war, zu denen ich gehöre, weil ich den Maastrichter

Vertrag mit ausgehandelt habe und unterschrieben habe.

Im Übrigen weise ich immer wieder darauf hin, dass ich der einzige, sich noch im Amt befindliche Finanzminister bin, der diesen Vertrag unterschrieben hat, sodass Maastricht mit dem Euro und Juncker eigentlich nur zwei Überlebende hat, die man heute noch bestaunen kann, wobei ich dem Euro ein längeres Leben wünsche als mir selbst. Und das wird er auch haben, weil er ist auf Dauer angelegt. Werden Sie nie nervös und kriegen Sie keine schwitzigen Hände, wenn man irgendwo und meistens nicht irgendwo, sondern dort, wo ich meine, sich mit dem Gedanken trägt, dass man wieder aus dem Euro aussteigen könnte. Wer Schwierigkeiten hat optimal und in Form im Euroraum zu sein, der wird erst richtig ins Schwitzen kommen, wenn er aus dem Euroraum aussteigen möchte. Insofern wird niemand sich diese übermenschliche Anstrengung zumuten wollen.

Auch die Europäische Zentralbank ist die Antiinflationsmaschine geworden, die wir haben wollten. Vordergründiges, absolut prioritäres Ziel europäischer Währungspolitik und deshalb fast Exklusivmandat der Europäischen Zentralbank ist die Wahrung der Preisstabilität. Und dass sie dies in einem unabhängigen Umfeld tun muss, geht insofern in Ordnung, als man sehr gut und sehr präzise feststellen konnte, zu welchen Irren und Wirrungen nationaler Währungspolitik unter der Dominanz der Politik es in den 1960er-, 1970er- und 1980er-Jahren gekommen ist. Insofern ist dies ein Angebot der Vernunft, und es macht strikt keinen Sinn, dass man immer wieder versucht, das Mandat der Europäischen Zentralbank in Frage zu stellen oder unter Prüfungsvorbehalt zu stellen.

Ich stelle mit einiger Beruhigung fest, dass weder bei der Vorbereitung des Verfassungsvertrags, noch bei der Vorbereitung des Lissabonner Reformvertrags, der Versuch unternommen wurde, und wäre es auch nur ein bescheidener gewesen, das Mandat der Europäischen Zentralbank zu ändern oder in der Prioritätensetzung anders festzulegen.

Im Übrigen und das möchte ich auch gesagt haben: Es wird immer so getan, als ob es einen Widerspruch gäbe zwischen Inflationsbekämpfung und Sozialpolitik. Es wird immer so getan, als gäbe es einen Widerspruch zwischen Preisstabilität und Wachstum. Ich gehöre zu den altmodischen Menschen, die der strikten Auffassung sind, dass Inflationsbekämpfung, Preisstabilität und dauerhaftes Wirtschaftswachstum zusammengehen und nicht konträr verlaufen. Es handelt sich hier nicht um widersprüchliche Begriffe, es handelt sich hier um komplementäre Begriffe. Und unsozial ist es nicht, wenn man massiv gegen Preisanstiege und gegen ausufernde Inflation kämpft, weil die Inflation, um dies etwas salopp zu formulieren, der Feind des kleinen Mannes ist. Wenn Lebensmittelpreise steigen, und dies tun sie zurzeit unabhängig von europäischem Willen und auch teilweise auch unabhängig von europäischem Verschulden, sind es die einkommensschwachen Bevölkerungsteile, die am meisten darunter leiden. Deshalb ist Inflationsbekämpfung eine soziale Tat an sich und nicht das Gegenteil dessen, was man gemeinhin unter Sozialpolitik versteht.

Dass die Inflationsziele nicht als reine theoretische Extravaganzen aus Frankfurt eingeschätzt werden, dass die EZB es geschafft hat, dass die mittel- und langfristige Verankerung der Inflationserwartungen genau in dem Kanal bleibt, in dem die Europäische

Zentralbank diese einweisen wollte, spricht für die Richtigkeit dieser Politik und spricht auch dafür, dass man in Sachen Geldpolitik der Europäischen Zentralbank einen Vertrauensvorschuss auch für die Zeit, die kommt, geben sollte, als dass man jetzt schon wieder im Vorfeld anstehender geldpolitischer Entscheidungen an der Entscheidungskraft dieser Europäischen Zentralbank herummeckern sollte.

Der Euro ist die zweite Reservewährung der Welt geworden, in einer unwahrscheinlich kurzen Zeit – einen regelrechten Sprint hat der Euro hingelegt – um zweite Reservewährung der Welt zu werden, wobei dies ja kein Ziel weder der Geldpolitik noch der Politik sein kann, unbedingt zum Dollar aufzuschließen. Es ist überhaupt nicht wünschenswert, wenn es zu sehr massiven Bestandsteilverschiebungen bei den Reservenbeständen der Zentralbanken weltweit käme. Dies wäre nicht in unserem Interesse.

Real hat der Euro in den letzten 12 Monaten 6 % aufgewertet, komparativ zum Dollar 18 % auf die letzten 12 Monate. Dies spricht für gute ökonomische Fundamentaldaten im Euroraum. Dies spricht für ein insgesamt gutes sich mit einander Vertragen von Geldpolitik und Wirtschaftspolitik. Und so sehr ich auch die Gefahren auf der Exportseite sehe, so sehr bitte ich doch auch darum, dass man auch die ins Auge springenden Vorteile, die sich stark entwickelnden Wechselkursbeziehungen sieht. Weil wenn ich mir nur die Preisentwicklung bei Erdöl, Benzin und was auch immer anschaue, dann stelle ich fest, dass von Oktober 2000 mit einem Wechselkurswert damals von 0,82, bis heute der Dollarpreis pro Barrel sich von 30 auf 120 Dollar erhöht hat, quasi also eine Vervierfachung des Ölpreises, in Dollar ausgedrückt. Wenn ich dies in Euro ausdrücke, dann ist das eine Verdoppelung des Ölpreises, was immerhin erheblich ist, was aber nur die Hälfte von viermal ist. Wenn wir also dort wären, wo einige uns zurück wünschen, dann wäre Benzin an der Pumpe wesentlich teurer.

Ich verstehe es auch dort nicht, wieso es weder Politik noch Geldpolitik richtig gelingen kann, den Menschen zu erklären, welchen enormen Vorteil die Euroeinführung eigentlich auf die Preisgestaltung in essentiellen Lebensbereichen zur Folge gehabt hat. Dies könnte ja ein regelrechtes Marketingargument für den Euro sein, der auch hier in Österreich normalerweise als „Teuro“ in aller Munde ist, aber in der Beziehung, und dies ist keine unwesentliche Beziehung, deutlich preisdämpfenden Effekt gehabt hat. Über die Wechselkursproblematik, von der ich weiß, dass man sich zu ihr öffentlich nicht äußern soll, werde ich informell auch nur sagen, dass es mir sehr darauf ankommt, dass wir das in Erinnerung behalten, was wir am 11. April in der G7-Gruppe mit Jean-Claude Trichet und mir an Bord verabredet haben, nämlich dass wir unsere gemeinsame Besorgnis über die exzessive Volatilität der Wechselkurse zum Ausdruck gebracht haben und uns Sorgen machen über den realen Impakt, den diese exzessive Volatilität und das unordentliche Gerangel auf der Wechselkursfront auf die reale Wirtschaft haben könnte.

Wir haben also ohne jeden Zweifel viele Erfolge einfahren können in den vergangenen Jahren und trotzdem bin ich als Eurogruppevorsitzender nicht jemand, der vor Zufriedenheit überlaufen würde, weil es auch anhaltende Schwächen in der europäischen Wirtschaftspolitik gibt. Dazu gehört ohne jeden Zweifel der schleppende Verlauf der Strukturreformkurve, die wir in Europa insgesamt und im Euroraum im

Besonderen zu beklagen haben. Nicht dass keine Strukturreformen gemacht worden wären, aber der strukturpolitische Anspruch bleibt weit unter den Ambitionen zurück, die er eigentlich haben müsste.

Wir wissen im Übrigen sehr genau, was wir machen müssten, wir wissen nur nicht, wie wir, wenn wir das, was wir machen müssen, gemacht haben, die nächsten Wahlen wieder gewinnen können. Daran hapert es, dass viele, ja, rückwärts gewandte Strukturkonservative zu diesem reformerischen Tempo eigentlich nicht bereit sind. Wir werden daran arbeiten müssen.

Es ist uns nicht gelungen, die Inflationsdifferenziale, die es im Euroraum gibt, wesentlich zu verkleinern. Ich halte dies derzeit nicht für ein überragendes Problem, halte dies aber auf längere Sicht für ein ernst zu nehmendes Problem, weil Inflationsdifferenziale sehr wohl dazu führen, dass einige Länder an Wettbewerbsfähigkeit einbüßen. Das haben einige Länder des Euroraums seit ihrem Eintritt in den Euroraum auch an sich selbst beobachten können. Und diese abnehmende Wettbewerbsfähigkeit in einem Währungssystem, in dem es keine wettbewerbsbedingten Abwertungen mehr gibt, führt im Regelfall zu sehr schmerzhaften Anpassungsprozessen, sei es auch nur, und was heißt hier nur, in der Form von höherer Arbeitslosigkeit. Insofern muss man sich mit dem Thema Inflationsbekämpfung sehr intensiv auseinandersetzen. Und das Thema Inflationsbekämpfung kann nicht nur ein Thema für die Geldpolitik, für die Europäische Zentralbank sein. Die 15 Mitgliedsregierungen des Euroraums sind im selben Maße der Preisstabilität verpflichtet, wenn es um die Inflationsbekämpfung geht. Es gibt hier kein unterschiedliches Mandat, es gibt ein flächendeckendes, identisches Mandat zwischen Europäischer Zentralbank und den Mitgliedsregierungen im Euroraum.

Wir haben ungenügende Produktivitätsfortschritte im Euroraum zu beklagen. Ich sage nicht, dass es nicht Produktivitätsfortschritte gegeben hat, aber diese bleiben ungenügend, was ja auch regelmäßig dazu führt, dass wir darauf hinweisen müssen, sowohl Geldpolitik als auch Wirtschaftspolitik, dass Lohnabschlüsse Schritt halten müssen mit den Produktivitätsfortschritten, diesen also nicht vorauseilen dürfen, weil sie sich sonst in zusätzlicher Inflation wieder finden. Dies ist kein Plädoyer für Null-Lohn-Runden, dies ist kein Plädoyer für Null-Tarifabschlüsse.

Dies ist ein Plädoyer für sozial ökonomisch vernünftige Tarifabschlüsse. Und wenn wir diese Politik noch eine Zeit lang weiterführen, dann werden wir ohne jeden Zweifel auch in den Genuss derselben treten können.

Nun ist die Koordinierung der Wirtschaftspolitik, für die ich ja an erster Stelle zuständig bin, ein schwieriges Feld. Ich sage nicht, dass europäische Wirtschaftspolitik schwieriger wäre als europäische Währungspolitik. Die ist schwierig genug, und Gott weiß, wie

viel Fragestellungen auf die dafür Verantwortlichen jeden Tag einstürzen. Aber Herr Trichet hat im Gegensatz zu mir einen glasklaren, einen kristallklaren, wie er sagen würde, Vertrag zur Hand. Er weiß, was er zu tun hat. Und ich bin eigentlich dafür zuständig, dass der Rest folgt. Oder aber der Rest den Entscheidungen der EZB so voraus geht, dass die EZB im gesicherten Umfeld Entscheidungen treffen kann.

Es war ja eine große Debatte – Jean-Claude Trichet war als französischer Schatzdirektor daran intensiv beteiligt, im Vorfeld des Maastrichter Vertrags – wie viel einheitliche Regierungsgewalt wir dem wirtschaftspolitischen Arm der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion als Muskelkraft zur Verfügung stellen sollten. Wir waren uns relativ schnell einig, dass es nur eine singuläre einheitliche, gut strukturierte Geld- und Währungspolitik geben kann. Aber wir waren sehr gespalten in der Frage, wie viele wirtschaftspolitische konjunkturnormative Kraft den Regierungen eigentlich an die Hand gegeben werden sollte, weil es auch sehr auseinanderstrebende, divergierende wirtschaftspolitische Grundauffassungen in der Europäischen Union damals gab.

Deutsche Politik und französische Wirtschaftspolitik verliefen nicht einheitlich. Sie waren in den 1980er-Jahren sogar sehr auseinander gedriftet und deshalb war es notwendig, dass man die Wirtschaftspolitik in nationaler Zuständigkeit behielt, mit dem Hinweis allerdings, dass sich diese EU-verträglich zu gestalten hätte und daraus erwuchs das Konzept der Koordinierung der europäischen Wirtschaftspolitik.

Die ist schwierig, weil diese romantische Vorstellung, in der Eurogruppe säßen Überzeugungstäter, die alle in dieselbe Richtung wollten, der kann ich nicht weiter anhängen. Ich habe diese Hoffnung übrigens auch nie gehabt. In der Eurogruppe sitzen 15 Finanzminister und der Präsident der Zentralbank ist immer dabei. Diese 15 Finanzminister vertreten 15 Regierungen. Aber diese 15 Regierungen sind sehr unterschiedlich aufgestellt. Es gibt in diesen 15 Regierungen 35 politische Parteien. Jetzt, nachdem unsere italienischen Freunde sich etwas kontinentalisiert haben, gibt es 11 Parteien weniger, weil bis vor zwei Monaten waren wir bei 46. Jetzt sind wir 35. Die Vorstellung, dass in diesen 35 politischen Parteien alle Uhren so ticken würden, dass man sie miteinander verwechseln könnte, das ist eine irrige Auffassung. Es gibt sehr erhebliche politische Einschätzungsdivergenzen zwischen diesen 15 Regierungen und diesen vielen Teilhabern an der nationalen politischen Entscheidungsfindung. Und deshalb bleibt dies eine schwierige Sache.

Es ist uns immerhin gelungen, jetzt für eine etwas ausgeprägtere verbale Disziplin in der Eurogruppe zu sorgen, dergestalt, dass die 15 Finanzminister aufgehört haben – ich auch –, die letzten Erkenntnisse vom Vorabend sofort in die Radiointerviews am jeweiligen Morgen zu bringen. Wir reden jetzt einheitlicher, als wir dies zu Anfang der Wirtschafts- und Währungsunion und einheitlicher, als wir das noch vor zwei, drei Jahren gemacht haben. Alle an den Entscheidungsprozessen beteiligten Partner, sofern sie dies nicht ohnehin tun, sollten sich ein Beispiel an dieser wieder gefundenen verbalen Disziplin der Eurogruppe nehmen. Das ist vor allem wichtig in einem Moment, wo über Wechselkurse viel, und wenn zu viele reden, zu viel geredet wird. Für Wechselkurse ist nicht nur die Europäische Zentralbank zuständig. Hier gibt es ein Miteinander von Geld-

politik und von nationalen Regierungen und wenn jeder in seine Richtung drauf los plappert, dann wird die europäische Politik total unleserlich und darunter haben wir in der Vergangenheit mehrfach gelitten. Dies wurde in Ordnung gebracht und drückt sich instrumental darin aus, dass sich die Finanzminister des Euroraums immer öfter darauf verständigen, sogenannte *Terms of Reference* anzunehmen, um sich ein *Wording* an die Hand zu geben, das es den 15 Regierungen erlaubt, zu zentralen Fragen internationaler Währungs- und Wirtschaftspolitik die gleichen Auskünfte zu geben.

Dies findet sich wieder in einigen Teilentfaltungen, die sehr oft unbeobachtet von der größeren Öffentlichkeit trotzdem zustande kommen. Wir haben uns, ich nehme ein paar Beispiele, in Manchester im Jahre 2005 darauf verständigt, als die Ölpreise anfingen, sich nach oben zu bewegen, dass wir nicht mit steuerlichen Mitteln gegensteuern sollten, um zu verhindern, dass in derselben Währungszone die eine Regierung Konsumsteuern senkt, die andere Regierung Konsumsteuern stabilisiert und wiederum eine andere Regierung in Sachen Mehrwertbesteuerung der Erdölprodukte eigene Wege gehen sollte. Nein, wir haben hier ein *„stand still"* nationaler Steuerpolitik vereinbart und diese wurde auch im Normalfall von allen Regierungen so gehandhabt.

In Inflationsproblembereichen, über die wir uns sehr oft unterhalten, haben wir uns darauf verständigt, dass die Regierungen jetzt dringendst, nachdem sie diesen in den vergangenen Jahren ungenügend getan haben, einen Stillstand auf der Ebene der administrierten Preise herbeiführen sollten. Dies geschieht im ungenügenden Umfang zurzeit, aber es geschieht immer mehr. Es gibt Regierungen, die jetzt regelrechte Stopps bei den administrierten Preisen verfügt haben. Wir haben uns darauf verständigt, dass in Sachen Anpassung nach oben der indirekten Steuern eine Bremse eingelegt werden muss, es sei denn, es gäbe zwingende Gründe, eine Erhöhung indirekter Steuersätze ins Auge zu fassen.

Es gibt einige Staaten, in denen Mehrwertsteuererhöhungen für das Haushaltsjahr 2009 sehr fest geplant waren, wo aber, aufgrund dieser Entscheidungslage, jetzt wieder öffentliche und auch parlamentarische Debatten über den Verzicht auf diesen Steuererhöhungsschritt stattfinden, was absolut zu begrüßen ist.

Wir haben unter dem Eindruck der Schwierigkeiten der amerikanischen Wirtschaft uns in Europa, nachdem unsere amerikanischen Freunde ein Konjunkturprogramm aufgelegt haben – ein *fiscal stimulus programme* – darauf verständigt, dass wir dies in Europa nicht tun sollten, weil die wirtschaftliche Fundamentallage und die denkbaren Erweiterungen derselben sich in Europa sehr positiv abheben von dem, was wir zur Zeit in den Vereinigten Staaten von Amerika beobachten. Keine

Konjunkturprogramme in Europa, auch deshalb nicht, weil es inzwischen auch die Botschaft die Finanzminister erreicht hat, dass die großen Konjunkturprogramme der 1970er-Jahre im Regelfall Strohfeuer waren, die keine lang anhaltende Wirkung zur Folge hatten.

Wir haben uns darauf verständigt, dass die Mitgliedstaaten des Euroraums, die ihr mittelfristiges Finanzziel, dessen Erreichen wir im April 2007 fürs Jahr 2010 angesetzt haben, schon erreicht haben, über Haushaltsmargen im genügenden Umfang verfügen, um die automatischen Stabilisatoren wirken zu lassen, falls es zu einem stärkeren Impakt amerikanischer Auswüchse auf die europäische Realökonomie käme. Insofern entsteht so etwas wie eine informelle Institutionalisierung der Eurogruppe, die laut dem Vertrag von Maastricht keine eigene Entscheidungsgewalt hat.

Jetzt wenn der Lissabonner Vertrag in Kraft sein wird, dann wird es so sein, dass wir für unsere eigenen Belange selbst entscheiden können, ohne die Zustimmung der anderen zu brauchen.

Wir sind schwach geblieben in Sachen Außenvertretung des Euroraums. Es bleibt strikt lächerlich und Nichteuropäern ist es auch nicht verständlich zu machen, wieso ein derartig großes Währungsgebiet wie der Euroraum sich nicht mit einer Stimme äußert, und sich auch nicht mit einem gemeinsamen Sitz in den Gremien der internationalen Finanzorganisationen vertreten lassen will.

Koordinierung der Wirtschaftspolitik muss entlang der Linie gemacht werden, die in der Ratsentscheidung vom 13. Dezember 1997 festgelegt wurde. Dort steht nachzulesen, dass wir uns über Strukturreformen als Regierungen zu unterhalten haben, über Preisbildung, über Lohnbildung, über Wettbewerbselemente und über ein faires Steuersystem und dies alles in das Wachstumspotenzial der europäischen Währungszone nach oben zu erweitern. Der Vertrag, der den Euroraum zu einer informellen Gruppe gemacht hat, hat sich letztendlich mit dem Willen seiner Väter darauf verständigt, eine weiche Führungskapazität der Eurogruppe zuzuerkennen, statt ein Diktat der Euro-Finanzminister über das Gesamtwirtschaftsgeschehen in der Europäischen Union.

Grundbedingung und Folgerung daraus ist, dass sich alle Mitgliedsregierungen, die im Euroraum vertreten sind, darauf verständigen, dass sie die einheitliche Währung kollektiv und solidarisch, d. h. gemeinsam und nicht auf Kosten der Nachbarn führen müssen. Dies ist vielleicht ein Design, das nicht intelligent genug ist, um dauerhaft wirken zu können, weil das wie „We want the government“ klingt. Aber weil die Dinge so sind, wie sie sind und weil wir Europäer auch so sind, wie wir sind, müssen wir die Koordinierung der Wirtschaftspolitik so zielorientiert führen, dass nachher der Eindruck entsteht, als hätten wir doch eine Regierung.

Vielen Dank.

Edward P. Lazear
Chairman, Council of Economic Advisers
The White House, U.S.A.

EMU, the Euro and Europe's Role in the World Economy – A Transatlantic Perspective

Despite what you may have heard, the United States is not in the Great Depression. Indeed, the indicators that we currently have suggest that we probably are not even in a recession, at least not by historic standards.

Chart 1 shows the five indicators that the National Bureau of Economic Research has used historically to date recessions. Only retail and manufacturing sales are declining at rates commensurate with prior recessions. Job loss, while an unwelcome development, is less than half the rate that prevailed during the mild recession of 2001. Neither Industrial Production nor Personal Income indicators are in the recession range. Monthly GDP is a volatile series and at worst earns a "maybe."

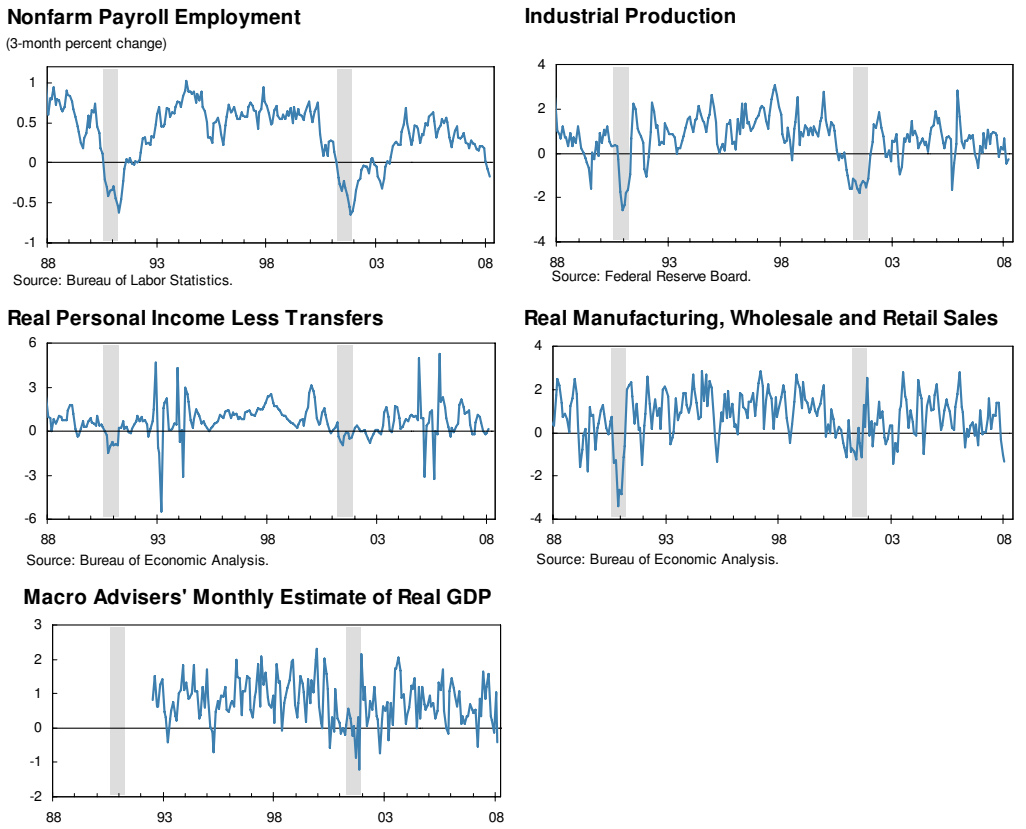
Still, the first quarter of 2008 was not a good period for the U.S. economy. We expect to have had near zero, probably slightly negative growth last quarter, but the economy is still moving and unemployment is still low at 5.1%.

Most observers believe that the weak growth in the fourth quarter of 2007 will be followed by weak growth in the first half of 2008. Low growth forecasts are common right now.

Additionally, the President signed an economic growth package in February that was proposed by the Administration. This will help stimulate the economy in the near term.

Why did the President feel that it was necessary to act? After all, we saw

Chart 1



0.6% growth in the first quarter of last year and did not propose any stimulus package at that point.

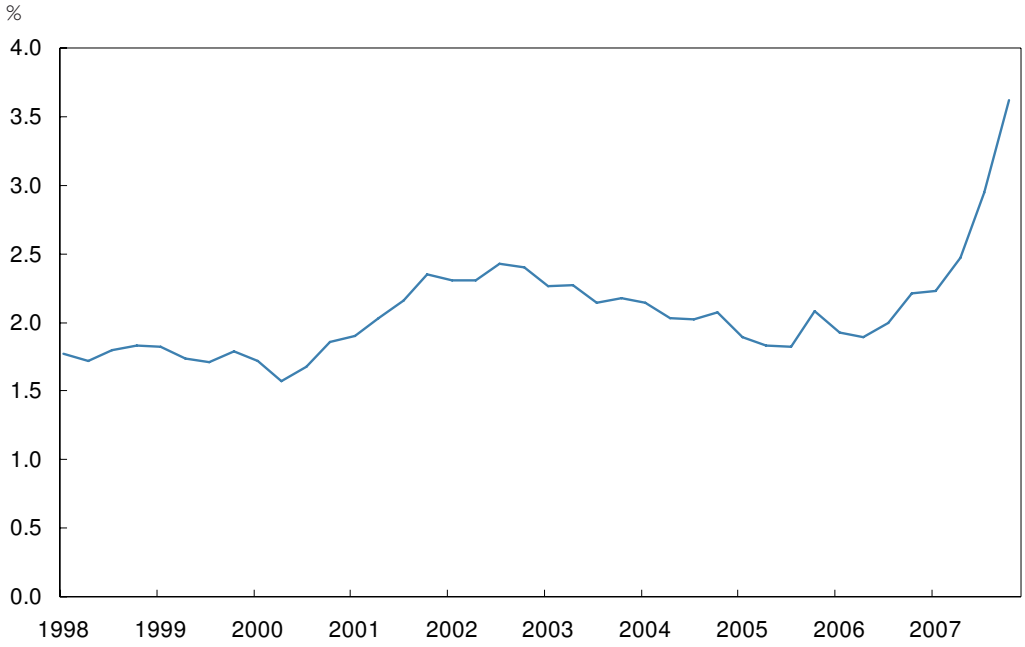
Conditions are different right now than they were a year ago. Part of this is the continued decline in the housing market, which most did not forecast. It is important to recognize, however, that the housing decline is not new. This is a continuation of the trend that started in earnest about 8 quarters ago. But the rise in mortgage foreclosures is a new phenomenon. As shown in chart 2, there was a rise in foreclosure rates that began in mid-2006 that became an apparent deviation from the norm by mid-2007. The jump is substantial, from a low of about 2% of all mortgages 90 days past due or in the process of foreclosure in mid-2006, to a bit more than 3.5% by the end of 2007. These numbers are still small relative to the total stock of mortgages outstanding, but the increase is one worthy of our attention.

We also know that the rapid housing appreciation that occurred in 2005 and 2006 is now a thing of the past (see chart 3). House values are falling in many communities and this is a different picture than the one that prevailed even one year back.

We believe that the decline in housing prices is not primarily a result of foreclosures. The timing does not fit and the causation actually seems to go the other way. Housing starts peaked in January 2006 at almost 2.3 million units at annual rate, and the inventory-to-sales ratio began to rise in late 2005. Downward pressure on prices and reduced liquidity in the market made it more difficult for people to sell or refinance their houses, and some of this showed up in foreclosure rates. I believe that the excessive rate of growth in the stock of housing that occurred a few years ago was the primary cause of downward pressure on housing that we are seeing today.

Chart 2

Percent of Mortgages 90+ Days Past Due or in the Process of Foreclosure

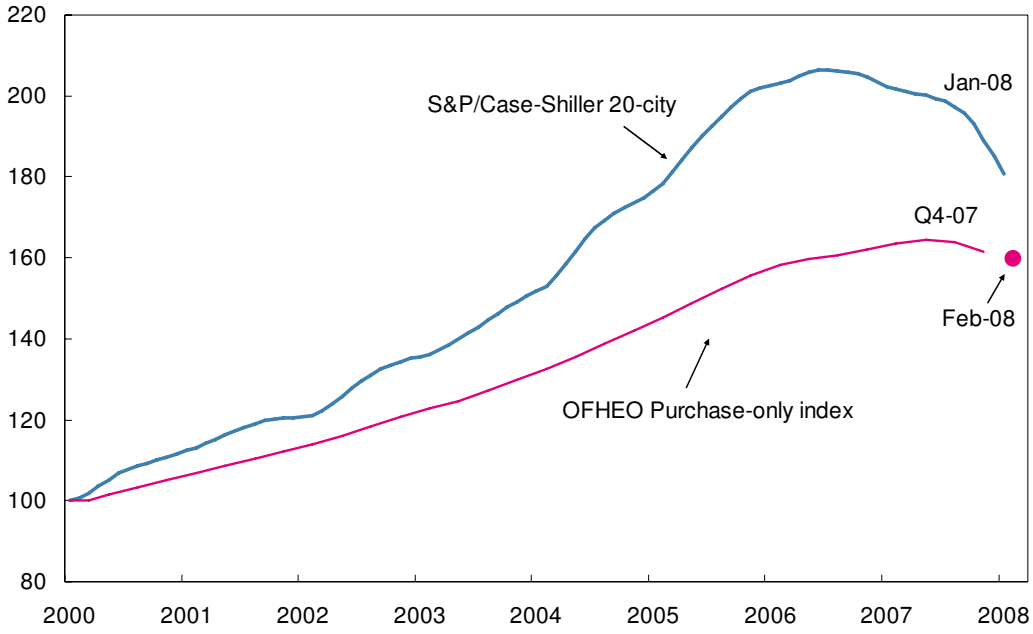


Source: Mortgage Bankers Association.

Chart 3

Home Price Indexes

Index, Q1-2000=100

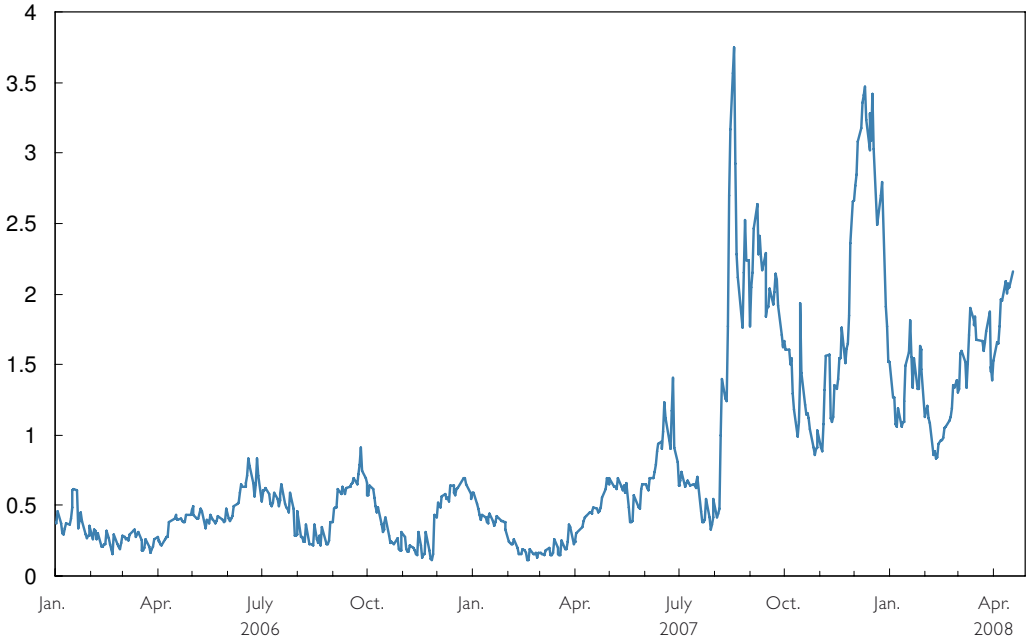


Source: Mortgage Bankers Association.

Chart 4

30-Day Asset Backed Commercial Paper to 1-Month Treasury Bill Spread

Percentage points



Source: Bloomberg LP, Federal Reserve Board.

A primary factor that does have the potential to hurt the economy is credit tightening, which grabbed the world's attention starting last summer. Again the causes are not clear and will be argued for years to come, but the initial picture seems to be one of under-pricing of risk. The under-pricing showed up first in mortgage markets as they related to sub-prime lending, but other financial instruments were affected. As shown in chart 4, the commercial paper spread over Treasuries widened noticeably (and so did corporate spreads). Credit spreads were very low by historic standards and the market seems to be readjusting to data

that suggested that risk was under priced.

The credit issues have clearly affected the financial sector. Write-downs at major banks jumped in the latter half of 2007. Our tally of write-downs announced at nine major banks exceeds USD 100 billion between June of last year and the end of the first quarter of this year. A Bloomberg report released a couple of days ago puts total asset write-downs and credit losses since the beginning of 2007 for more than 70 of the world's largest banks and securities firms at nearly USD 290 billion, and some analysts have suggested that they expect write-downs to go much higher. But write-downs per se, while painful, are second to solvency. Most important is that financial institutions continue to have the ability to attract capital. So far, so good on that score.

Other evidence suggests that the financial sector is in decline. Payroll employment in finance, insurance, and real estate fell by 79,000 jobs between July and December and edged down further so far this year.

The effect of credit tightening has shown up dramatically in merger and acquisition activity. For example, a 3-month moving average of announced deals in North America fell from about USD 190 billion in August to under USD 42 billion in November. It seems clear that the difficulties that firms are facing in terms of finding financing for M&A deals is showing up in volume. Additionally, the Federal Reserve's Senior Loan Officer Opinion Survey has shown that banks have been tightening lending standards in recent quarters.

This may not be bad. Lending standards were lowered significantly before the market recognized some of the mistakes of its ways. The proportion of mortgages that are 60 or more days delinquent within the first 5 months of the loan date almost tripled for loans issued late in 2006 and early 2007 as compared with loans made in the first quarter of 2005. The point is that brand new loans at the end of 2006 and early 2007 were much riskier than brand new loans in 2005. Lending standards seem to have relaxed significantly during that period. This is not a reset issue, since these delinquencies are occurring right at the outset. Instead, it reflects loans made under different standards during the past couple of years than were made earlier on. The tightening of lending standards that we now see

seems to be at least in part a reaction to this excessive willingness to lend that characterized the period between 2004 and 2006.

Liquidity is a major issue for credit markets around the world. The most obvious manifestation of liquidity difficulties was the Bear Stearns near-bankruptcy that was prevented only by quick action by the Federal Reserve Bank in conjunction with JP Morgan. Since then, credit markets have quieted down somewhat and financial institutions have shown the continued ability to raise money, but we remain vigilant in our monitoring of the credit situation.

What has been the effect of credit tightening on the rest of the economy? Most of our information suggests that through the end of 2007, credit tightening had not affected the ability of firms to invest – at least outside the financial and housing sectors. And even in the first quarter of 2008, the effects have been small, so that in March only 2% of small business owners listed the ability to obtain credit as their number one business problem – a figure that has been roughly steady over the past year. A few warning signs have appeared on the horizon, however, indicating potential additional credit problems. For example, senior loan officers report raising standards on commercial and industrial loans in January. And yields on junk bonds have increased more than a percentage point since year end.

Credit tightness has the potential to affect in a dramatic way business investment, and it is one of the key areas that we monitor. The President's Working Group, which includes the Principals from the Federal Reserve System, Treasury, Securities and Exchange Commission, and the Commodity Futures Trading Commission (CFTC), as well as myself and a number of other White House representatives, meets regularly to discuss long-term reform. These include examination of credit-rating agencies, initiatives involving private pools of capital, the safety and soundness of hedge funds, international accounting standards, the securitization process, risk management, and capital adequacy in banks.

A positive force on growth in the United States is economic activity in the rest of the world. World economic growth in 2007 was strong. And although most forecasts for growth have been lowered for this year, there is still a significant expansion abroad. For example, the International Monetary Fund projects growth around 7% for the emerging economies, but only 1.3% for the advanced economies. A growing world economy is important to the United States for a variety of reasons, the most direct of which is that there is a close link between the change in our trading partners' GDP and changes in demand for American products. To a first approximation, a 1% increase in growth in a trading partner's economy translates into a 1% increase in demand for products from the United States.

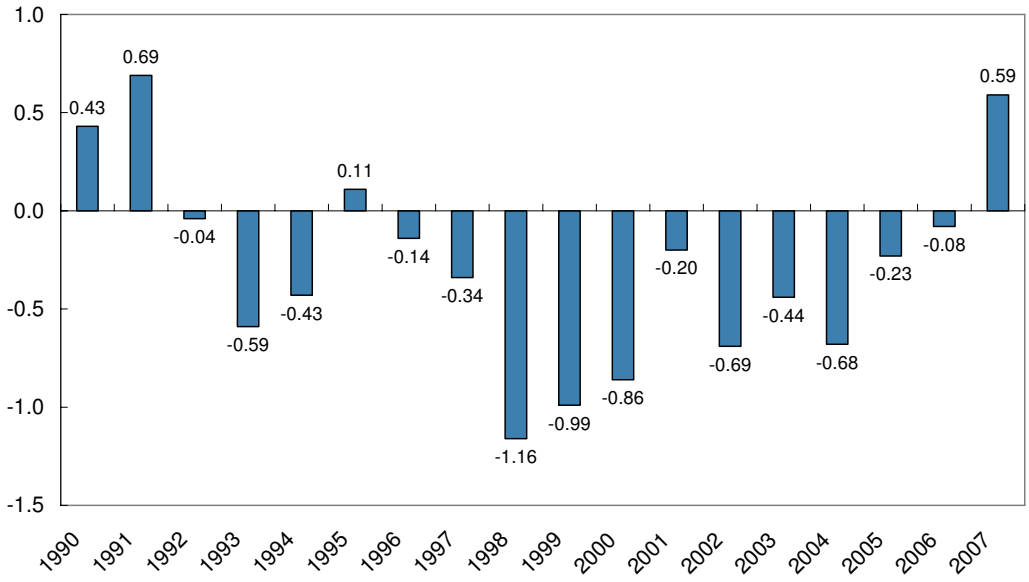
Exports have contributed increasingly to U.S. economic growth. Chart 5 shows that since 1990, real net exports have generally subtracted from U.S. GDP growth, but that situation reversed in 2007 with net exports contributing about a half a percentage point to real GDP growth in that year.

It is important to keep this going. The President has emphasized the significance of pending bilateral free trade agreements in a variety of contexts. In addition we continue to press forward to get a good agreement in the Doha Round of the World Trade talks.

Chart 5

Net Export Contributions to U.S. GDP Growth

%



Source: Commerce Department, Bureau of Economic Analysis.

"Decoupling"

Given that the United States are going through a period of flat economic performance, it is important to ask whether the world has "decoupled" from the U.S.A. It used to be said that when the U.S.A. sneezes, the rest of the world catches cold. Is that less true today than it was a decade or two ago?

For the United States to have an important influence on the rest of the world, two conditions must hold. First, the United States must be a major part of the world economy. Second, the United States must be interconnected with other countries through trade. If the U.S.A. were only 1% of the world economy, it could exert little influence on other larger economies, even if a large share of its products were exported to and goods consumed imported from the rest of the world. Conversely, even if the United States comprised half of world output, it would have little or no effect on other countries if it were closed to imports and exports.

Thus, decoupling is most likely to occur if two conditions hold: First, the United States' share of world GDP has declined over time. Second, the importance of trade with the rest of the world has declined over time. Neither condition appears to have been met.

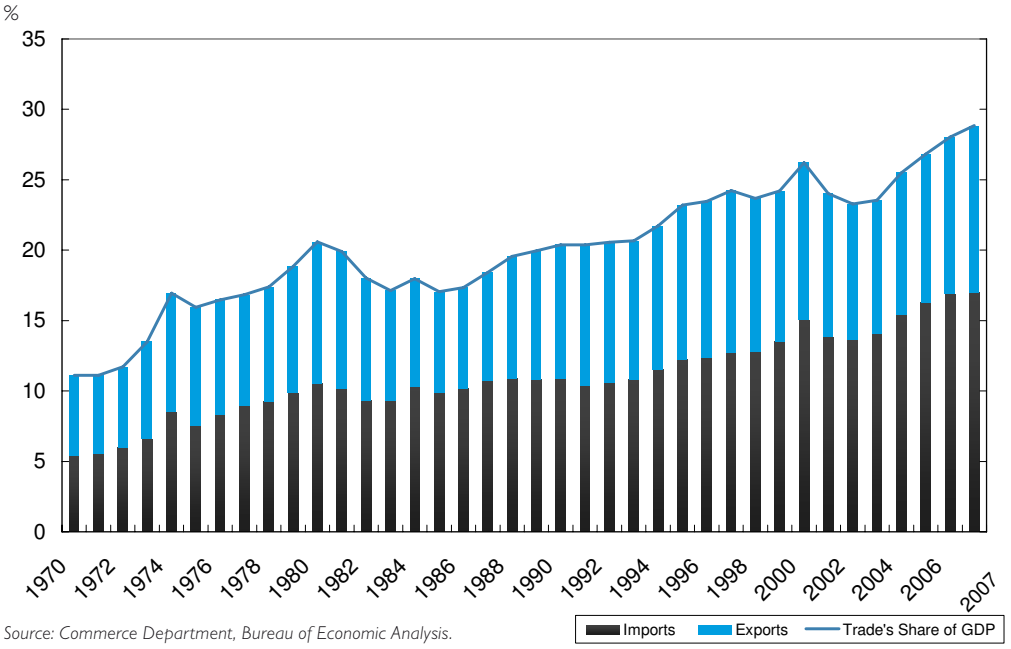
In 1980, the United States accounted for nearly 25% of world GDP. In 2007, the United States accounted for about 27% of world GDP.

Second, the U.S.A. are now more, not less, connected to the rest of the world through trade. Along with world growth has come increased specialization and the division of labor. As a result of falling transport costs, improved technology, trade agreements, and economic development, production has become more refined, and trade has increased.

In 1970, the United States exports plus imports as a share of U.S. GDP

Chart 6

U.S. Trade as a Share of GDP: 1970–2007



Source: Commerce Department, Bureau of Economic Analysis.

were about 11%. As seen in chart 6, the share increased to nearly 29% by the end of 2007. Over the last ten years, the total value of U.S.-EU (EU-15) merchandise trade has nearly doubled (up 88%). And trade between the United States and our host country, Austria, has increased by more than 200%.

If anything, the world is likely to be more integrated rather than more decoupled. We believe these trade linkages help foster growth and increase standards of living in the United States and in the rest of the world. It would be difficult to dispute that China's and India's rising incomes and growing middle classes were not a result of increased interaction with Europe and the United States, as well as the rest of Asia.

Although integration and trade are good for the world economies, increased interdependence also means that the ills of one country may spread to others. Indeed, some of the financial concerns that stem from American institutions and credit market practices have been felt as heavily by some European financial institutions as their American counterparts. We believe that international cooperation, openness and transparency are the best ways to prevent country-specific problems from becoming major faults in the world economy.

The Near Future

Going forward, the President's economic growth package should help stimulate growth. The stimulus package was designed with a particular logic, namely, that there are two major parts of the economy that should be considered: consumption and investment. On the investment side, favorable tax treatment of business investments made in 2008 will create incentives to invest. Because of the temporary nature of the program, businesses need to take advantage of the program this year, which tends to move investment forward into a period during which the

economy might experience weak investment growth. Furthermore, we believe that any displacement of investment forward into 2008 will not harm the economy in future years. Those reductions will be smoothed over long periods of time and will likely hit when the economy does not have significant vulnerability.

On the consumption side, reducing taxes always provides some positive effects, and we believe that the adverse consequences to the public debt are minimal. At this point, giving Americans back their money to spend as they see fit will be good for the economy. The approximately USD 100 billion that will go directly into the hands of consumers will allow them to increase consumption, pay down bills, or get a head start on major purchases. All of these activities have positive effects on the economy. Nor is this a hand-out. Most of this – about 65% – takes the form of a tax cut, and even the part that is scored as a payment to individuals that is not strictly a tax reduction has some positive effects on labor supply.

Furthermore, combining business investment incentives with personal tax cuts provides better timing of the growth incentives. The business investment incentives tend to bite as the time period is running out, mainly in the fourth quarter of this year, while the consumption effects may be felt almost immediately as consumers anticipate checks coming in.

It is always difficult to be precise about the estimated effects. Despite that, our best estimates suggest that as a result of the growth package, more than half a million more Americans will be working than would otherwise have been the case. This means that the unemployment rate will be 3 to 4 tenths of a percentage point lower as a result of the stimulus package by the fourth quarter of this year. Businesses can anticipate this increased demand and can act on it.

We are not alone in believing that these effects are considerable. By the third quarter of this year, the Consensus forecast projects solid growth.

The American economy is resilient and has withstood a variety of shocks over the past few years, any one of which might have been expected to cause considerable distress. We started this century with a recession, were soon hit by terrorist attacks that stifled a number of industries. We were blasted by major hurricanes that wiped out a large amount of the physical plant and housing stock in some of our southern states. Despite these difficulties and others, we have maintained a strong economy and low unemployment. We believe that good policies have been part of the reason for sustained growth and a record period of increasing job growth. These days are tough ones for the U.S. economy, but we have seen similar days in the recent past and our economy has rebounded each time. I assure you that the slow growth that we are experiencing right now is a temporary phenomenon. The United States is still a good bet. You can count on us to be a strong and cooperative part of the world economy.

Thank you.

Klaus Liebscher Award

Klaus Liebscher Award for Scientific Work on European Monetary Union and Integration Issues by Young Economists from EU and EU Candidate Countries

On the occasion of the 65th birthday of Governor Klaus Liebscher and in recognition of his commitment to Austria's participation in European Monetary Union and to the cause of European integration, the Oesterreichische Nationalbank (OeNB), in 2005, established the "Klaus Liebscher Award." This award is the highest scientific distinction, the OeNB offers every year for two excellent papers on European monetary union and European integration issues written by young economists (up to 35 years) from EU member or EU candidate countries. The award is worth EUR 10,000 per paper. The papers are refereed by a panel of highly qualified reviewers.

The Klaus Liebscher Award is granted this year for the fourth time.

The winners of the Klaus Liebscher Award 2008 are *Kerstin Gerling* (University of Mannheinm) and *Aleksandra Riedl* and *Silvia Rocha-Akis* (both University of Economics and Business Administration, Vienna). The papers of the laureates are available as OeNB-Working Papers 141 and 142.

In the first paper, *The Real Consequences of Financial Market Integration when Countries are Heterogeneous,* Kerstin Gerling develops a new theory of how financial market integration affects both the pattern of international capital flows and domestic economic performance of individual countries. The theory implies that financial market integration is overall beneficial but some countries may be adversely affected through the pattern of capital flows and restrictions in the access to domestic credit. In this way the theory has important economic policy conclusions by identifying conditions under which a country is most likely to benefit from integration into the global financial market.

In the second paper *Testing the Tax Competition Theory: How Elastic are National Tax Bases in Western Europe,* Aleksandra Riedl and Silvia Rocha-Akis complement the theory of tax competi-

tion between countries by establishing empirical evidence about how sensitive the tax base in a country reacts to the tax rates in neighboring countries using a database covering 14 western European countries. The authors find that the tax base of small countries is more sensitive to the countries own tax rates than to the tax rate of neighboring countries. In contrast the tax base of large countries reacts more sensitive to the tax policy in other countries. These facts are important for the policy discussion about tax competition and tax harmonization in Europe.

Tagungsblock 2:
Schwerpunktthemen aus wissenschaftlicher Perspektive

Session 2:
Academic Perspectives on Key Subjects

Wolfgang Duchatczek

Vice Governor
Oesterreichische Nationalbank

Introductory Remarks

When the idea of a common currency in Europe suddenly changed its nature from a long term theoretical objective for the very distant future to a real political opportunity after the fall of the Iron Curtain, policy makers at that time had only very little guidance from academic research. Neither could they rely on a stock of established scientific knowledge on how to create a currency union, nor did they have much time for a very detailed economic analysis of all the issues. Academic economists first had mainly the role of commentators and critics. With the course of time both sides entered a more interactive debate and a mutual learning process started.

Professor Wyplosz our speaker in this session was involved in these debates from the very beginning. In April 2006, he first took stock of the exchange between practical policies and academic comment and criticism in a widely read paper in a special issue of the Journal *Economic Policy* with the title *European Monetary Union: the Dark Side of a Major Success*. His lecture on the topic *The First Decade of EMU: What Have Academics and Policymakers Learned from Each Other,* will allow us a deeper look into this mutual learning process between policy makers and academics in the recent history of EMU. As we are approaching the first decade of EMU the process of mutual learning and influence has certainly proceeded and I could hardly think of a speaker more qualified to give us an update about the controversies, the debates and the discussions between policy makers and academics on the topic of EMU.

The second session this afternoon will give us the opportunity to hear contributions of leading academics on some issues that have always been in the very centre of debates about EMU. On the one hand the beneficial effects on trade and financial market integration and the potential welfare improvements that go along with it have been stressed, while on the other hand issues of EMU enlargement have received wide attention. Also from the beginning of the debate, EMU sceptics have added pessimistic views about the entire project to the debate, even questioning EMU sustainability. We will start with the topical issue of EMU enlargement. The debate around the enlargement process lives from the tension between the accession criteria that are the precondition of joining EMU and the strong growth performance and the catching

up process that brings inflationary pressures with it. How shall policy makers deal with these tensions and how do the insights we gain from academic research help us in assessing the enlargement process?

Mathilde Maurel will look deeper into these issues. From the beginning of EMU the beneficial effects of financial market integration in terms of improved risk sharing, liquidity and financing conditions for households and enterprises have been emphasised by policy makers and academics. Now ten years of EMU what can we say about the high expectations held by many?

Philip Lane, has followed the financial market integration process into EMU from the beginning very closely in his research and he will give us an in depth assessment of how the reality of financial markets in EMU has lived up to the expectations held. The beneficial effects of EMU on trade were another expectation connected to the project of monetary union in Europe.

Andrew K. Rose has analyzed and commented this issue in many of his research papers. Of course, the effects of EMU on trade are of a medium and long term nature and ten years of evidence is perhaps a short period for assessing the evidence. Andrew's intimate knowledge of the topic and his long research experience with the issues will certainly provide us with an interesting assessment of what we know and what we do not know about EMU and trade after ten years of EMU. EMU had critics, even opponents, in the academic community prior to its initiation ten years ago. Especially some U.S. academics doubted the sustainability of EMU. I think in the light of the experience we made during the last decade, it is fair to say that they were wrong. But are there still circumstances that might make EMU unsustainable? This is an issue we must address in the debate about the future of EMU.

Charles Goodhart is going to have a deeper look into this topic. His long experience both as an academic and as a policy advisor makes his perspective on the issue particularly interesting. I am looking very much forward to the contribution of our panel.

Charles Wyplosz
Professor of Economics
The Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR

The First Decade of EMU: What Have Academics and Policymakers Learned from Each Other?

The adoption of the euro has been a politically-driven process. Economic principles then available were not perceived by policymakers as operational and were largely discarded. This was the case for the entry criteria and the monetary policy strategy. Later on, the Stability and Growth Pact could have been built on existing principles, but the link with the Maastricht criteria prevailed, as they did when the pact was revised. Since the launch of the common currency, academic research, largely integrated with central bank research, has made considerable progress on a wide range of policy-relevant issues. Yet, there remain gaps between the results of this research and policymaking. In brief, academic research has learned a lot from policymakers but policymakers absorb slowly the results of academic research.

1 Introduction

The creation of the euro was first and foremost a political undertaking. It did not start with the Delors Report in 1989. It did not even start with the Werner Report in 1970. It goes back to Article 2 of the 1957 Treaty of Rome: "The Community shall have as its task, by establishing a common market and an economic and monetary union [...] to promote throughout the Community a harmonious and balanced development of economic activities, sustainable and non-inflationary growth respecting the environment, a high degree of convergence of economic performance, a high level of employment and of social protection, the raising of the standard of living and quality of life, and economic and social cohesion and solidarity among Member States." Although couched in economic terms, the Treaty aimed at establishing peace and prosperity in a continent which had been at war for times immemorial.

Fifty years after the Treaty of Rome and almost ten years after the creation of the monetary union, we can declare mission accomplished. The current difficulties with the adoption of a new treaty indicate that a page has been turned. Much as history never ends, much remains to be done to improve the European Union, but the new tasks are more of a housekeeping nature than the daring housebuilding carried out so far. This is why it is an appropriate time to reflect on our history. In particular, a decade of experience with the euro invites all of us to review the choices made since the setting up of the Delors Committee.

I look at the debates among economists, mainly those between central bankers and academic economists. Each profession is far from unanimous, so I must start with a disclaimer: When I mention central bankers and academic economics, I refer in each case to the European mainstream. More precisely, most decisions were prepared by official bodies like the Delors Committee or the European Monetary Institute that were dominated by, or composed of central bankers. With few exceptions, academic economists were not involved in preparing these decisions. They were mostly left with the task of evaluating, criticizing and suggesting.

Reviewing the past is not just a historical exercise. Many old debates are still relevant to today's functioning of the euro area. In this paper, I deal with three of them. The first one concerns the entry criteria, pitching the Maastricht Treaty against the optimum

currency area theory. It matters a lot because many countries are still waiting to join the monetary union. The second issue is the stability pact, a permanent and unsettled feature that has become a continuous irritant. Finally, I discuss the monetary policy strategy followed by the Eurosystem. Opinions differ, often sharply on all three issues.

2 Admission Criteria

The admission criteria were largely developed within the Delors Committee. In addition to its Chairman, Jacques Delors, then President of the European Commission, the Committee included the Governors of the central banks of member countries, and three experts. One of them, Niels Thygesen, was an academic economist; another one, Alexandre Lamfalussy was the General Manager of the Bank for International Settlements (BIS) with a distinguished academic career; the third one, Miguel Boyer, was a banker and former Finance Minister of Spain. Central bankers far outnumbered the others.

The Committee broke the tradition that new initiatives of the European Union – then called the European Community (EC) – involve all members or no member at all. Instead, the Committee proposed a number of conditions that would have to be satisfied, implying that some countries could remain outside of the monetary union for an indefinite period. These conditions have become known as the Maastricht criteria.

The entry criteria triggered a debate that was described as opposing "economists" and "monetarists", strange denominations that do not fit what one normally associates with economists and monetarists. In practice, the "economists" were mainly central bankers. Their view was that admission to the monetary union must be seen as the last step of a long process of conversion to the overriding objective of price stability. Therefore, in order to join the monetary union, a country would have to demonstrate that it is fully committed to that objective, the yardstick being adequately designed criteria. And you get in when you are ready. Most of the "monetarists" could be found in universities, although not all academic economists were in that camp. Their view was shaped by the recently developed principles of regime change. They argued that the situation was characterized by two regimes. The first regime was the starting situation, where each country has its own central bank; the second regime, the monetary union, featured just one central bank. The regime principle is that everyone understands that the two situations are radically different and, in particular, that expectations would immediately adjust when the monetary union is created. In this view, previous national experience does not matter at all and entry criteria are not needed for the sake of price stability, which must be a defining feature of the new system. The only criteria worth considering should be derived the optimum currency area theory, which determines whether a country stands to operate correctly within a monetary union. Thus the "economists" vouched for nominal criteria while the "monetarists" argued in favor of real criteria.

The "economists" won and shaped the Maastricht entry criteria. The defeat of the "monetarists" was the consequence of several factors. To start with, as previously noted, central bankers dominated the Delors Committee. In addition, political considerations played an important role. The adoption of a common currency was widely seen as the end of the German mark domination in Europe. Understandably, Ger-

many requested that the new currency should be as strong as the German mark and asked for solid reassurances that the price stability objective would not be challenged. Finally, at the time, the optimum currency area theory was not really operational. It articulated a few principles that were rather informal, with little empirical backing and no operational implications. The views of the "monetarists" were simply not perceived as relevant or useful.

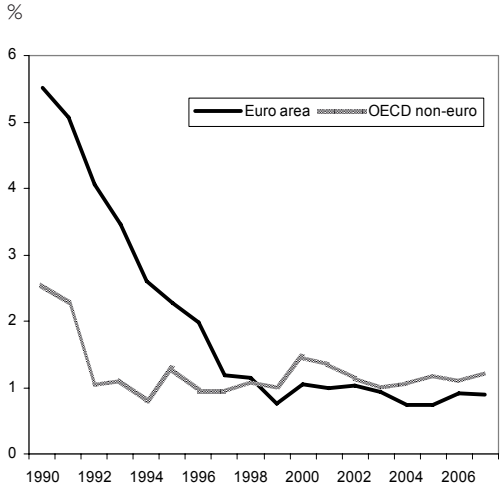
As mentioned above, the monetary union did not come as a complete surprise. It had been discussed long before, but the academics did not undertake the required research. They had accepted the policymakers' opinion that the monetary union was not to be, at least over the foreseeable future; doing research on this topic was generally seen as a waste of time. When the monetary union came, it came very quickly. It took just a few months between the setting up of the Delors committee and the publication of the Delors Report. The report concluded that the monetary union project should be launched quickly. The sense of urgency was partly related to economic considerations, partly to political reasons. From the economic side, in the wake of the elimination of capital movement, the impossible trinity principle meant that the Exchange Rate Mechanism was doomed. Either it would become highly unstable – which it did, as the 1993 crisis soon confirmed – or monetary policy independence would be lost in all but one country, as shown by the emergence of a greater German mark area. Politically, the continuing dominance of the Bundesbank was not sustainable. An additional political factor was the unusual clout the European Commission following the adoption in 1986 of the Single Act, the first major revision of the Treaty of Rome. This conjunction of favorable factors implied that action should be swift.

Academic economists realized the need to further develop the optimum currency area principles. This effort led to a consensus about the importance of asymmetric shocks and the conclusion that Europe was not exactly an optimum currency area. Lack of labor mobility attracted attention to significant degrees of labor market rigidity. While generally supportive of the monetary union, the academic literature warned that the single monetary policy would at times be inappropriate to some countries. This mixed evaluation did not register too well with policymakers, especially in the Commission who argued that "one size fits all". It also stood at variance with the enthusiastic statements of many politicians who promised then that the monetary union would solve a large range of problems.

What is the verdict on this debate? A complete answer requires detailed analysis, but chart 1 provides a rough idea of what has happened so far. It shows a massive reduction in the dispersion of inflation rates in the euro area. This might be seen as a vindication of both the Maastricht criteria and the *one size fits all* promise. The troubling observation is that much the same pattern is observed among the OECD countries that are not monetary union members and therefore not subject to the Maastricht criteria and each equipped with an autonomous central bank. Chart 1, instead, illustrates the absence of significant asymmetric shocks since the late 1990s – the Great Moderation – along with important progress in monetary policymaking. This is not to deny that the euro has probably helped achieve better information outcome is some countries, but there is no evidence that the euro area

Chart 1

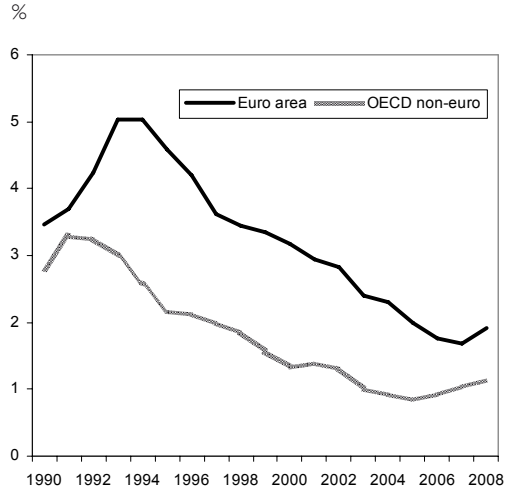
Inflation Dispersion from 1960 to 2007



Source: International Financial Statistics, IMF.
Note: Standard deviations of national CPI inflation rates.

Chart 2

Unemployment Rate Dispersion from 1990 to 2007



Source: Economic Outlook, OECD.
Note: Standard deviations of national CPI inflation rates.

has done better other developed countries.

While the Maastricht criteria do not seem to have delivered on their promises, what about the optimum currency area principles? Since Europe is not a perfect currency area, have we seen some of the costs implied by the optimum currency area theory? In the event of asymmetric shocks, low labor mobility is predicted to lead to either higher inflation dispersion, or higher unemployment dispersion, or both. There is no evidence in chart 1 of higher inflation dispersion and similarly there is no evidence of higher unemployment volatility, as illustrated. This observation could mean that the optimum currency area theory has not been supported by the experience with the single currency. Alternatively, it could mean that the euro area has not yet faced serious asymmetric shocks. The latter is the more plausible conclusion. There is an added twist to this view, however. The optimum currency area theory also asserts that close economic integration and a diversified trade pattern both reduce the odds of asymmetric shocks. It may be that we did not face asymmetric shocks because the European countries are close enough to an optimum currency area on these two criteria. A comparison with other OECD countries, however, does not back either a claim that things have been going well because Europe is close enough to being optimum currency area.

The first ten years of the single currency have not, therefore, settled the debate between "economists" and "monetarists". The value of the Maastricht criteria has been somewhat undermined by the fact that a number of countries have doctored data to pass the entry test. In the end, all the then EU Member States that wanted to join, joined the monetary union, with a two-year delay for Greece. Those that did not join did not want to join. Does that settle the debate? Unfortunately not for a number of countries that accessed the EU in 2004 and still wait to enter into the euro area. Several of them are not admitted because they do not match

the Maastricht criteria; this is, in particular, the case of the Baltic countries. The same discussion is being re-played, except that there is little interest in the issue outside of these countries. The "monetarists" would immediately welcome Estonia into the monetary union while the "economists" are adamant that the Maastricht criteria must first be fulfilled. Now as ten years ago, the "economists" carry the day among decision-makers.

3 The Stability and Growth Pact

The Stability and Growth Pact is probably even more controversial than the Maastricht criteria. Here again, policymakers have moved way ahead of academic economists. The pact was prepared and adopted in a few months, without any serious discussion outside of policy-making circles. The logic of pact is clear. The Maastricht fiscal criteria would make little sense if countries are allowed to run big budget deficit and build up public debts after joining the monetary union. These criteria, therefore, must be made permanent. An additional rationale is that there is ample evidence that a large number of European countries suffer from a deficit bias syndrome; they tend to run significant budget deficits for no good economic reason.

An additional and important rationale is the issue of fiscal versus monetary dominance. The question raised is: At the end of the day, who among governments and central banks drive the other ones when the situation becomes difficult? Are the fiscal authorities forcing the central bank to monetize the debt, or is the central bank able to completely disentangle itself from fiscal difficulties and let governments bear the entire adjustment burden? This is a very fundamental issue that every country, or every currency area, must sort out. The general view is that monetary dominance – that central banks should never be obliged to inflate away the public debt – is a most desirable feature. Monetary dominance, therefore, requires to be carefully protected. This conclusion is not really controversial.

The controversy lies elsewhere. It concerns the question whether the Stability and Growth Pact is the appropriate mean to firmly established monetary dominance in the euro area. Two important issues immediately emerge. The first one concerns the particular approach adopted to instill fiscal discipline. This approach clashes with a standard economic principle: monetary dominance does not call for capping the budget deficit year after year; instead, it requires establishing a long-term – transversality – condition on the public debt. In other words, fiscal discipline is achieved when the public debt does not rise in the long term. This principle is not taken on board by the pact, not even in its new formulation.

The second issue concerns the justification for external constraints on member countries. When the Commission instructs a country to change its fiscal policies, some element of national sovereignty is eroded. It affects one of the most fundamental democratic principles, that public spending is under the control of citizens and their elected representatives. A very strong reason must be produced to erode such an element of national sovereignty. The pact's justification is that large and growing debts create an important externality. Plausible as it seems, this argument is actually very weak. It rests either on the largely unproven – and not backed by solid theory – assertion that a large public debt in one country is bound to raise the euro area's interest rate, or on the equally implausible view that it could weaken the exchange rate.

We have already ample evidence that the Stability and Growth Pact is not functioning well. Its short history has been marked by two coups. The first coup has been carried out by the central bankers who dominated the Delors Committee. They sought to establish monetary dominance by making the ECB strongly independent, a highly desirable feature, and by establishing the Excessive Deficit Procedure (EDP) that foretold the pact, an erroneous view of fiscal discipline. The second coup took place in 2003. The Finance Ministers staged a counter-coup when they put the pact "in abeyance". In so doing, they showed that monetary

dominance is weak, a well known fact since, at the end of the day, governments have the ultimate power. The only way to firmly establish monetary dominance is to rely on adequate and solid institutions. The Stability and Growth Pact is both conceptually weak and in the hands of the potential sinners.

Depressingly enough, the new version of the Stability and Growth Pact adopted in 2005 does not address the conceptual weakness of its predecessor. Once again, during the preceding two years, policymakers did not seek to involve academic economists in their debates, which they considered too delicate. In doing so, they were not exposed to some essential economic principles and instead carried out purely political negotiations, relying on the Commission for technical expertise. Unfortunately, the Commission chose to limit changes to what they saw as the minimum common denominator, in effect doing the political negotiation footwork.

What are the elements of the revised pact that violate basic economic principles? First, the deficit is endogenous, so it is a moving target beyond government control on a year-by-year basis. Implicitly recognizing this difficulty, the new pact gives some undefined role to cyclically-adjusted deficits. This, however, opens up a thorny issue: How to precisely measure cyclically adjust the deficit? How to avoid procyclical fiscal policies? Calling for comfortable surpluses in good year is a very disingenuous solution to the latter problem. A second criticism is that the transversality condition indicates that fiscal discipline is a long-run concept. It identifies the public debt as the proper target, one that ought to be aimed at in the long run, pretty much like the Central Bank is looking at price stability in the medium run. The third problem is a consequence of the previous ones. Because the year-to-year deficit ceiling is too stringent and therefore impossible to achieve, the revised pact allows for exceptions. The original pact already allowed for exceptional circumstances, but they were far too exceptional to be relevant. In trying to achieve more flexibility, the revised pact invoked a new principle, which had been suggested by some academic economists: the distinction between good and bad public spending, which lies behind the idea of golden rules. In the end, the revised pact allows for imprecise exceptional circumstances and for vaguely defined good spending items.

It should be clear that the road taken by the Stability and Growth Pact, the adoption of rules either too rigid or too complex to bind, is erroneous because it ignores that monetary dominance must ultimately be guaranteed by solid institutions. Sadly, this is a story where sound economic principles were not brought to bear in designing the Excessive Deficit Procedure in 1991, which led to the 1997 Stability and Growth Pact, and that policymakers still ignored when revising the pact in 2005.

4 The Monetary Policy Strategy

My third and final description of miscommunications between policymakers and academic economists concerns the monetary policy strategy of the Eurosystem and the goals that the Eurosystem has set for itself. In 1998, the European Monetary Institute (EMI), the ECB's short-lived predecessor, adopted the famous two-pillar-strategy with a prominent role to money growth. This strategy was seemingly borne out by the stunning success of the Bundesbank, the model of a central bank that delivers price stability. It was also designed to re-assure Germany, the largest country in the European Union, which was in effect asked to abandon the German Mark. These are powerful arguments.

However, for many years already, by 1998 many academic economists had shown that, while officially following a rigorous monetary targeting strategy, in practice the Bundesbank was quite flexible. It had repeatedly missed its money growth targets, as the Eurosystem was to do subsequently. The ECB adopted a dogma that had already been abandoned many years ago in Germany.

Did academic economists have a better strategy to offer? Unfortunately again, the answer is negative. Inflation targeting, today's dominating monetary policy strategy, was in infancy in 1998, under experimentation in a few central banks. Academic research was starting to take notice of this strategy, invented by central bankers, but had not fully articulated its logic and properties.

In that sense, the creation of the euro occurred at the wrong time. The EMI went for a formerly successful strategy that was not in use anymore, while academic economists were not ready, one more time, to make a better suggestion. The situation soon changed, however, and led to a serious debate that is still currently under way.

Academic economists soon criticized the two-pillar strategy. Initially, the criticism was based on the Bundesbank's de facto abandonment of the strategy. It soon emerged that the Eurosystem too was unable to keep money growth in tune with its "reference value". Then, gradually, academic economists started to support the inflation targeting strategy, although there was no unanimity. It took a few years for the Eurosystem to acknowledge that its official strategy was not adequate, although it never admitted that it was in fact operating quite flexibly. In 2003, the ECB conducted a review of its monetary policy strategy. This was a purely internal review that carefully excluded outside evaluation by academic or central bank experts. The review led to a revised strategy. The two-pillar strategy was upheld, but the monetary pillar was demoted to second position, with the main aim of using monetary data to "cross-check" the first, economic pillar.

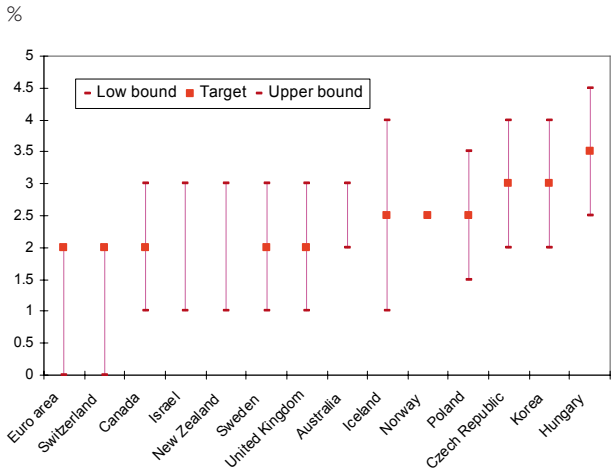
The debate continues. Many academic economists have shown that the Eurosystem functions like most other central banks. It largely follows a Taylor rule, similar to those of inflation-targeting central banks. Interesting re-

search tends to show that the causality no longer runs from money to inflation, but from inflation to money, which is therefore endogenous to inflation while inflation is endogenous to the interest rate. This no-nonsense description of how monetary policy works, including in the EU area, is far away from the official wording of the two-pillar-strategy. This is one aspect of the debate currently under way.

A second debate concerns the goal of monetary policy. Officially, the Eurosystem does not have a target. Instead, it has a definition of price stability. Price stability is mandated by the Maastricht Treaty, and this is not controversial. What is, and has been from the very beginning, controversial is its definition of price stability. The "close to but below two percent" definition is perceived as imprecise. There is no midpoint, no clear objective that can shape expectations and serve as an effective device to communicate the objectives of monetary policy.

Chart 3

Inflation Obejctives



Source: Central bank websites, International Financial Statistics, IMF.

Strikingly, over the last ten years, inflation has almost always been above two percent. This inconsistency between words and deed is unwelcome. It leads to another issue. Could the definition of price stability be too rigorous? The range of admissible inflation rates, which is somewhere between 0% and 2%, is low and is not what other central banks do. For a number of inflation-targeting central banks, chart 3 shows the central target, if it is known, along with the range of tolerance. The Eurosystem – along with the National Bank of Switzerland which has adopted the same definition – appears to be the central bank with the strictest objective. There has been very, very little academic work on what is the proper rate of inflation or how wide should the band be. There is very little theory; there are some older theories, but they are not practical. There has been limited empirical work. Rather than being critical, I would simply note that we need to do more work on that issue.

The final point of contention concerns transparency. In general, over the last decade, central bank transparency has enormously increased. The trend has been driven by a number of central banks, which have started to think very seriously about being transparent. They have been encouraged by financial markets and they have been backed by academic research. The rationale for transparency is currently being explored. We understand that the channels of transmission of monetary policy work through expectations, which has led Mike Woodford to conclude that monetary policy is mostly about managing expectations. There is also some evidence that a more transparent central bank is better able to affect market expectations.

Along with other central banks, the ECB has moved in the direction of more

transparency. Nearly from the beginning, the ECB has actively sought to prepare markets ahead of the next decision. The problem is that from the research point of view, the next decision is not really that important. Markets, and therefore policy transmission, care about the next, next, next decisions. After some initial hesitation, the ECB has started to publish inflation and output gap forecasts, but these forecasts are explicitly those of the staff, not those of the policy makers, which significantly reduces transparency. After some prodding, the ECB has also moved in the direction of basing its inflation forecast on market interest rates and not on the pretty indefensible assumption that the market interest rate will remain constant.

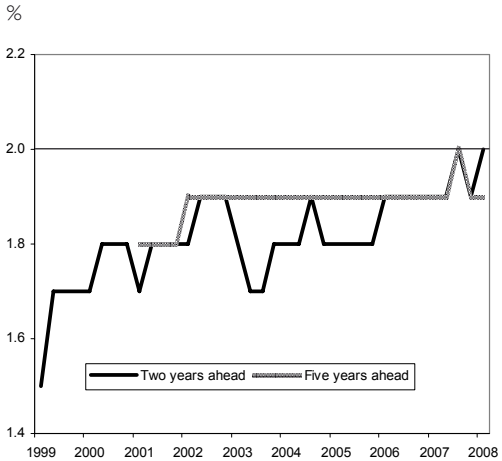
On many other aspects, however, the Eurosystem remains opaque. The Eurosystem refuses to publish the voting records of the deliberation of its Governing Council. Officially, the Council does not even vote, whereas the Maastricht Treaty says they should. Furthermore, the Council does not publish the minutes of its deliberations. The ECB is also famous for its use of code words. Observers are left to interpret the fine distinction between "vigilance" and "strong vigilance".

One argument advanced by the Eurosystem to justify its refusal to be more transparent is that it is a new institution which must gradually establish its credibility. In the mean time, if revealed, differing viewpoints within the Council could be misconstrued as opposing national interests. This could fuel resentment against the Eurosystem and, more generally, against the monetary union. This is a reasonable argument, but its relevance cannot be assessed. It is also implies that the Eurosystem will become more transparent once it has established its credibility. The question then is: How long could that take?

One way to look at the Eurosystem's credibility is to examine private inflation forecasts. Chart 4 reports average forecasts by private forecasters at the two and five year horizons. Credibility requires that these forecasts be "close to but below two percent" at any horizon at which the central bank can affect inflation. It is generally understood that monetary policy produces its effects after about one year, maybe one year and a half. The two year horizon may be to short but the five year horizon is clearly beyond the medium run that the Eurosystem states as its objective. Chart 4 is disquieting; it shows that inflation forecasts have gradually crept up to the 2% level. This could mean that the Eurosystem started with considerable credibility, but that it has since been eroded. Not only does this mean that transparency is put off as time passes by, but it could also suggest that the lack of transparency is taking its toll on credibility.

Chart 4

Private Inflation Forecasts



Source: Survey of Private Forecasters, ECB.

5 Conclusion

There is no doubt that the euro has been, from the start, a massive success. Notwithstanding the current inflation spike, it has delivered price stability. Hundreds of million of citizens use the same currency and hardly anyone doubts that it is here to stay. We now see a new generation that hardly knows the name of the previous national currency. It was not a foregone conclusion ex ante that it would work so well. But we are not in the world of satisfying, we are in the world of optimizing, at least that's what economists are supposed to do. Is the working of the euro area optimized? This paper suggests that the answer is negative.

The essential aims have been achieved but many details remain unsatisfactory. Policy has moved fast and academic economists have learned a lot from policy actions and from the policy makers themselves. Exchanges have been continuous but a fair assessment is policy makers are slow to take up some ideas. Disagreements concern details, for which learning could fruitfully go in the other direction.

Tagung
n Wien
JAHRZEHNT
RUNGSUNION:
RUNGEN

Mathilde Maurel
Deputy Head of CES, Researcher
University Paris 1, Pantheon Sorbonne, CNRS

Economic Monetary Union Enlargement

The fall of the Berlin Wall is considered to be one of the most important historical transitions of the last century. In Eastern Europe, transition was specific; the implementation of the market was accompanied and enforced by EU enlargement, which was responsible to a large extent for its success.[1] Moreover, as compared to previous EU enlargements, the enlargement towards Central and Eastern European countries (CEECs) was achieved extremely rapidly, within 15 years, in 2004 (2007 for Romania and Bulgaria). Given that EU Membership implies the adoption of the *Acquis Communautaire*, including the adoption of the euro, EMU enlargement is the next step of European integration.

The specificity of this EMU enlargement is the existing contradiction between the legalistic and institutional approach, namely the Maastricht criteria, and the necessity of catching up for the New Member States (NMS) to the GDP level of Western Europe. This contradiction has different labels, including the Balassa Samuelson effect, real versus nominal catching up, and Maastricht versus Optimal Currency Area criteria. It can be summarized in the following way: the sooner NMS have converged, the sooner EMU enlargement will be optimal; however, a rapid convergence also means a higher inflation rate, which does not fit the price criteria. Similarly, fixing the currencies or adopting a currency board is also associated with more inflationary pressures, which means that meeting the exchange rate criteria or giving up the independence of the monetary policy hurt the institutional requirement on inflation.

Nevertheless, it is desirable to enter EMU, not only according to the Optimal Currency Area (OCA) criteria, for reasons that are beyond the OCA criteria, including wider access to financing growth, deeper trade integration, and lower vulnerability to external shocks. The true question is therefore not "is it optimal", but "when is it optimal?" and "what should be the feuille de route?". Many economists advocate the approval of a special treatment for the NMS in order to avoid delaying the schedule of the EMU enlargement too much. Besides, there is a strong argument, which lies in the endogeneity of the optimality of a currency union. If business symmetry increases *ex post*, once the currency union is launched, then the latter can be created sooner than when the criteria applied *ex ante* imply. We consider the Irish example[2], and ask whether business cycles are more symmetric during the functioning of the sterling monetary union by using and analysing the implications of its exogenous breakup in 1979.

1 Formal Status of the New Member States in the Legalistic Approach

The treaty sets out five convergence criteria that each EU country must meet to adopt the euro: the rate of inflation and long term interest rates should not exceed by more than 1.5 percentage points (2 percentage points) the average rates of inflation (average long term interest rates) of the three best-performing Member States; fiscal conservatism in terms of deficit and debt (deficit must not exceed 3% of GDP, debt must not exceed 60% of GDP); and finally exchange rates must have

[1] *See Roland and Verdier (2003).*

[2] *The Irish example was emphasised by Tom and Walsh (2002), who looked at the robustness of the link between memberships in a Currency Union and the result of a trade x times over the average.*

Table 1

Overview Economic Indicators of Convergence, Excluding the Exchange Rate Criterion

	Year	HICP Inflation[1]	Long-term interest rate[2]	General government surplus (+) or deficit (−)[3]	General government gross debt[4]
Czech Republic	2004	2.6	4.8	−2.9	30.7
	2005	1.6	3.5	−3.6	30.4
	2006	2.2	3.8	−3.5	30.9
Estonia	2004	3	..	2.3	5.2
	2005	4.1	..	2.3	4.5
	2006	4.3	..	2.5	4
Cyprus	2004	1.9	5.8	−4.1	70.3
	2005	2	5.2	−2.3	69.2
	2006	2.3	4.1	−1.9	64.8
Latvia	2004	6.2	4.9	−0.9	14.5
	2005	6.9	3.9	0.1	12.1
	2006	6.7	3.9	−1	11.1
Hungary	2004	6.8	8.2	−6.5	59.4
	2005	3.5	6.6	−7.8	61.7
	2006	3.5	7.1	−10	67.6
Malta	2004	2.7	4.7	−5	74.9
	2005	2.5	4.6	−3.2	74.2
	2006	3.1	4.3	−2.9	69.6
Poland	2004	3.6	6.9	−3.9	41.8
	2005	2.2	5.2	−2.5	42
	2006	1.2	5.2	−2.2	42.4
Slovakia	2004	7.5	5	−3	41.6
	2005	2.8	3.5	−3.1	34.5
	2006	4.3	4.3	−3.4	33
Sweden	2004	1	4.4	1.8	50.5
	2005	0.8	3.4	3	50.4
	2006	1.5	3.7	2.8	46.7
Reference value		2.8	6.2	−3	60

Source: ECB Convergence Report December 2006, www.ecb.int/pub/convergence/html/index.en.html, www.ecb.int/pub/convergence/html/index.en.html.

[1] *Annual average percentage change. 2006 data refer to the period from November 2005 to October 2006.*

[2] *In percentages, annual average. 2006 data refer to the period from November 2005 to October 2006.*

[3] *As a percentage of GDP. European Commission Projections for 2006.*

[4] *Reference value refers to the period from November 2005 to October 2006 for HICP inflation and long-term interest rates and to the year 2005 for general government deficit and debt.*

remained within the authorized margin of fluctuation for the previous two years without devaluating the currency of any other Member State.

Those Maastricht criteria must be fulfilled by the NMS, although they do not fit their needs. They were conceived indeed to avoid demand-led inflation, not structural inflation or productivity-led inflation. However, in 2006, the GDP at market prices of the twelve NMS accounted for less than 5% of the EU-27, and it has been growing very quickly over the last decade. Growth is expected to continue in the following years, which will induce inflation and real appreciation above the required institutional level.

This high inflation is due to the Balassa Samuelson effect: the increase in productivity in the tradable sector translates into higher wages in both the tradable and non-tradable sectors, while the ratio of productivity in the tradable sector on productivity in the non-tradable sector must be equal to the inverse

of the ratio of tradable on non-tradable prices (equation 2).

$$Y^i = A^i\left(K^i\right)\left(L^i\right)^{1-\gamma^i}$$

$$\textit{with } 0 < \gamma_i < 1 \textit{ and } i=T, \qquad (1)$$

$$NT\ \left(1-\gamma_i\right)\frac{Y^i}{L^i} = \frac{W^i}{P^i}$$

$$W^T = W^{NT} = W \Rightarrow c\frac{Q^T}{Q^{NT}} = \frac{P^{NT}}{P^T} \qquad (2)$$

If the exchange rate is fixed and tradable prices are exogenous, then inflation in the non-tradable sector not driven by productivity gain translates into higher than average inflation rates. If the exchange rate floats, then it can partially accommodate the increase in inflation due to productivity gains. One consequence of the Balassa Samuleson effect in NMS is therefore that inflation rates are higher in fixer countries as compared to floaters, and more importantly the rate is higher than in core EU/EMU countries. This is reflected in table 1.

Eggert (2007), Kovacs (2003), Mihajlek and Klau (2003) and many others provide estimates on the size of the Balassa Samuelson effect for NMS, which is in the range of 1% to 3% per annum. Changing the requirement of an inflation rate not being more than 1.5 percentage points over the average inflation of the three best performers by the requirement of an inflation rate not higher than 1.5 percentage points above the average inflation rate for the euro area would allow for the accomodation of this 1% to 3% Balassa Samuelson effect.

Contrary to what happened to the UK and Denmark, there will be no opt-out clauses. However, NMS are free to specify the dates for ERM II (that is EMU). In practice, Slovenia adopted the euro in January 2007, Cyprus and Malta in January 2008, and Slovakia is well on track. Lithuania was rejected on the grounds that its inflation rate was beyond the limits fixed by the Maastricht criteria. But as reported in table 2, Lithuanian inflation was quite low, and this rejection of the bid to join the EMU based on an inflation rate that was "not sustainable" is disputed.

Table 2

Adoption of the Euro

Country	EU	ERM II	Euro official date
Slovenia	2004	2004	2007
Cyprus	2004	2005	2008
Malta	2004	2005	2008
Slovakia	2004	2005	2009
Bulgaria	2007	n.a.	n.a.
Czech Republic	2004	2008*	2001*
Estonia	2004	2004	2010**
Hungary	2004	2011*	2014*
Latvia	2004	2005	2008**
Lithunia	2004	2004	2010***
Poland	2007	2009*	2012*
Romania	2007	n.a.	n.a.

Source: EMU Convergence Report (2006).
** Official date not yet set; dates provided are forecasts by Ficht Ratings (August 2006).*
*** Under Revision.*
**** In October 2006, the Lithuanian government decided that "Lithuania will aim to join the euro area as soon as possible. The more favourable period for Lithuania to join the euro area starts from 2010".*

2 Economic Arguments for and against Joining EMU

Alongside the institutional criteria, the Optimal Currency Area set up five criteria to be fulfilled for a set of countries to constitute an optimal currency area. If shocks are not symmetric, a common monetary and exchange rate policy will not be too costly if other adjustments are available, e.g., price and wage flexibility. Other considerations also have to be taken into account to properly evaluate the trade-off between entering a monetary union and keeping the autonomy of the fiscal/monetary/exchange rate policy, such as the degree

of trade and financial integration. If potential Member States are highly involved in mutual trade, then the benefit from sharing the same currency increases and might compensate for the loss of independent policies.

In the case of New Member States , the symmetry of business cycles is relatively high, wages and prices are as flexible as other EMU countries, and trade and financial integration increased dramatically over the last decade, to the extent that in 2007, EU partner countries absorbed more than the two tiers of NMS external import and export.

Symmetry of business cycles: The most comprehensive work on this topic has been done by Fidrmuc and Korhonen (2006), who suggest that the criterion of business cycle symmetry could not be used to disqualify NMS for their participation to the EMU. Thirty-five publications about business cycle symmetry amongst NMS and old EU countries have been issued, the most recent being that of Afonso and Furceri (2008).

Price and wage flexibility: Fidrmuc (2004) used regional data to assess the mobility of workers across regions of NMS as a response to asymmetric shocks. Mobility is quite low, which allows a relative pessimistic assessment of the way labour markets could compensate for the loss of monetary policy. But this finding must be nuanced by the fact that current EMU members'

Table 3

MINEFI Indicators

	Rigidity of the formal labour market (private and public)	Guarantee of employment for graduates in the public sector	Practice of guaranteed employment in the private sector (of the "lifelong employment" type)	Indexation of wages on inflation
	from 1 (rigid) to 4 (flexible)	from 1 = guaranteed employment to 4 = no guarantee of employment	from 1 = widely practised to 4 = not practised at all	from 1 = indexation to 4 = no indexation
Germany	3.7	4	3	4
Spain	3.0	4	3	2
France	3.3	4	3	3
United Kingdom	4	4	4	4
Greece	3.3	4	4	2
Irland	4.0	4	4	4
Italy	3.7	4	3	4
Portugal	2.9	3	4	2
Sweden	1.6	2	2	1
Bulgaria	3.6	4.0	4	3
Average for old EU Members	*3.3*	*3.7*	*3.3*	*2.9*
Czech Republic	3.6	4	4	3
Estonia	2.9	4	4	1
Hungary	4.0	4	4	4
Lituania	2.9	4	4	1
Norway	2.6	3	4	1
Poland	3.3	4	3	3
Romania	3.3	3	4	3
Average for potential EMU members	*3.3*	*3.8*	*3.9*	*2.4*

Source: Profils Institutionnels-Database: www.cepii.fr/ProfilsInstitutionnelsDatabase.htm, author's calculations.

labour markets do not perform much better.

Other arguments:

Trade and financial integration: Beyond the reduction of exchange rate volatility, adoption of the euro is expected to lower transaction costs and increase trade and FDI. This provides an additional and substantial benefit from the adoption of the euro. The controversial aspect of this question is not if the increase will take place but by how much will trade increase as a result of the adoption of the euro. As summarized by Rose and Stanley (2005), a currency union might increase overall trade by a factor of between 30% and 90%. For the NMS, Brouwer, Paap and Viaene (2008) compute that the increase could range from 18.5% for Poland to 30% for Hungary.

Financial soundness: EMU reduces the probability of sudden reversals of capital inflow. It reduces the cost of foreign capital as the exchange rate risk premium disappears. Maurel (2004) assesses the potential for more financial integration from participation in EMU.

EMU provides protection against currency crises, but the rapid expansion of domestic credit has to be managed, and can provoke a banking crisis.

EMU accession will bring higher inflation, not only in the short run (one-time increase in inflation), but also in the long run (real appreciation must be achieved through higher inflation). EMU accession will also imply lower real interest rates, which may result in capital misallocation, especially in countries with a weak financial system.

Those financial systems are dominated by foreigners and the transmission mechanisms of ECB monetary policy differs from their old member counterparts because financial markets in NMS are young and relatively shallow.

The quality of monetary policies: The cost of giving up monetary policy is proportional to the ability to respond to shocks and to pursue good fiscal and structural policies. A ranking of NMS by the quality of their policies is calculated by Fabrizio and Mody (2006). It combines measures of the quality of the budget formation and execution process. Generally fiscal institutions are weaker but considerable progress has been achieved over the last ten years.

Relatively strict criteria can be important for addressing the relatively weak capacity of the political process in some NMS to deal with fiscal difficulties. One facet of this capacity lies in the temptation to resort to monetary and fiscal policies, during the years that precede elections. Unlike Fabrizio and Mody (2006), Maurel (2006) shows that although young, the new East European democracies do not run higher deficits as compared to EMU countries when allowing incumbent presidents or governments to get re-elected. The difference comes from the fact that Fabrizio and Mody (2006) focus on NMS, while Maurel (2006) draw lessons from the comparison between old and new potential members.

3 OCA Endogenity

By taking the OCA *à la lettre*, one may postpone the accession to the EMU for most of the NMS. Would that be optimal? One argument, which is radically critical of Mundel's theory, is that those criteria are endogenous, which means that they are more likely to be fulfilled *ex post*, after the completion of the currency union, than *ex ante*. The causality running from being a member of a currency union to the level of trade integration and the symmetry of cycles is as convincing as the causality running the

other way. It implies that the very fact of entering a currency area validates the process by optimizing the criteria endogeneously. Following that vein, Maurel and Flandreau (2005) analyse the Austro-Hungarian precedent of a monetary union between Austria and Hungary. They argue that asymmetric supply shocks were compensated by the synchronisation of demand shocks channelled through both fiscal policy and discipline. Babetski, Boone and Maurel (2004) compare NMS to the most recent accession countries, Portugal and Spain, and show that while supply shocks are asymmetric, because of the transition process, the increasing symmetry of demand shocks reflects monetary policies mimicking the European Central Bank. Necessary adjustments seem to have been made through productivity gains translating into endogenous inflation differentials. Finally, Maurel (2004) interprets the higher than average trade within a monetary union as a reflection that markets are imperfect and reluctant to finance current imbalances. Hence, the explanation for the positive association between being a member of a currency union and trading more is that current imbalances are less of an impediment to further trade integration once the monetary union is achieved.

The same can be applied to labour market performances (unemployment and rigidities) and both exchange rate volatility and monetary regimes. Belke and Setzer (2004) regress exchange rate volatility (alone and multiplied by labour market institution variables) on unemployment level, by arguing that the creation of jobs is delayed when the macroeconomic environment is not sound enough. Hence, the positive association between higher exchange rate volatility and unemployment is in favour of fixing the currency as a way of implementing a sound macroeconomic environment.

Turning back to the symmetry of business cycles within a monetary union, one interesting case is that of Ireland exiting, in 1979, from the currency union it constituted with the UK back in 1929. Simultaneously, Ireland was committed to participate in the ERM while Britain declared it would not. This case is interesting for several reasons. First, instead on running panel equations where currency unions are very heterogeneous and do not resemble the EMU case, the British currency union is a European one. Second, the two parts of the United Kingdom (Ireland and Great Britain) were quite different in terms of economic development, Great Britain being economically more advanced than Ireland, they were specialised in different sectors, but the union was functioning for several decades. Finally, the currency union was certainly not unilateral (although this can be disputed) in the sense of a (former) colonial state having a currency union with its colonies. Ireland was a free state in 1922, as a result of the civil war provoked by the ratification of the Anglo Irish Treaty, and five years before the introduction of the Irish pound at a 1:1 no-margins peg with sterling until 1979.

Ireland's integration in the EU, ERM, and finally EMU could be used as a benchmark for assessing the EMU enlargement, its costs and benefits. As many of the NMS today, Ireland was lagging behind the EU Member States and it caught up the European GDP per capita level within a quite short period of time. Ireland's strategy of reforms combined with the participation to the European institutions has many similarities with the strategies followed in certain NMS. Therefore we could focus on the benefit from adopting the

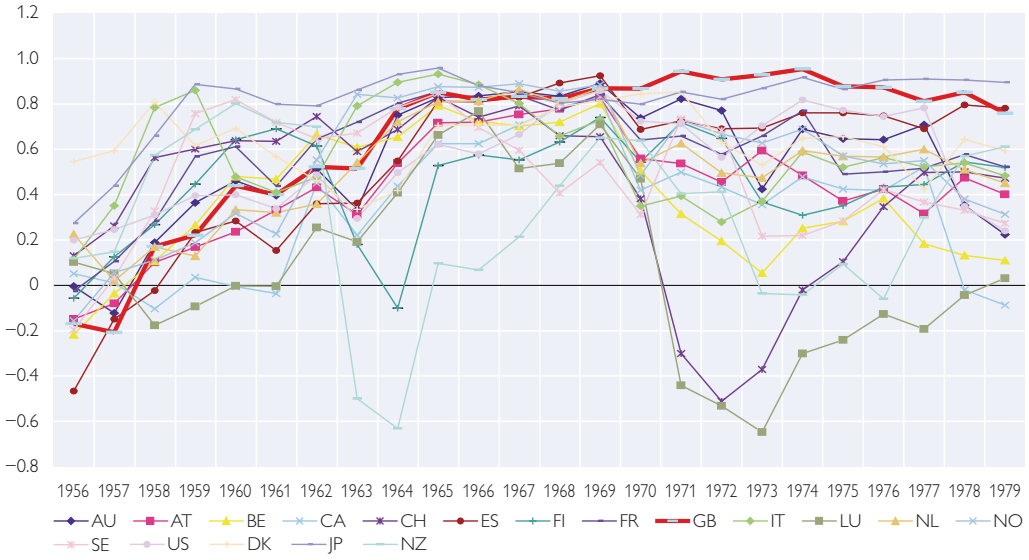
euro in this country, which is the most suitable benchmark.

We adopt another strategy, which is similar to that proposed by Thom and Walsh (2002), and which consists of drawing lessons from the breakup of the currency union in 1979. Thom and Walsh focused on Ireland's trade with its main trade partners, and tested whether it was higher in the currency union before 1979. Here we will test whether business cycles between Ireland and Great Britain are higher than outside the monetary union, and whether exiting the monetary union in 1979 caused a decline in the symmetry

Chart 1a

Symmetry of Business Cycles from 1956 to 1979

Correlation of business cycles

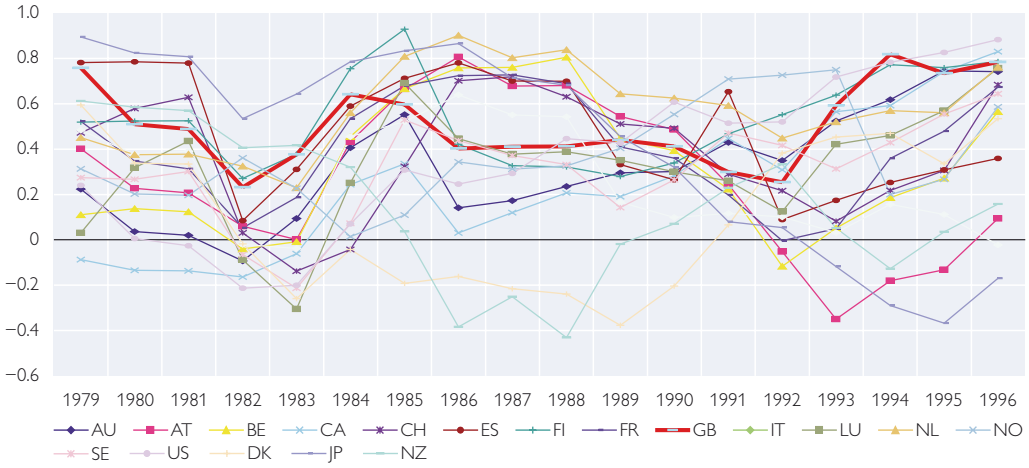


Source: Author's calculations.

Chart 1b

Symmetry of Business Cycles from 1979 to 1996

Correlation of business cycles



Source: Author's calculations.

of the business cycles. This historical analysis has many advantages: first the time span over which the data are available is much larger; we have twenty years (from 1950 to 1979) of the functioning currency union, and 13 years after the breakup (from 1980 to 1992). Second, and more importantly, we focus on exiting a currency union instead of entering it. This strategy allows us to avoid the endogeneity problem coming from the fact that, while symmetry increases the desirability of a currency union, membership in a currency union increases business cycle synchronisation. As a result, we cannot infer from the statistical link between symmetry

and currency union membership that the former is a condition for the latter. The reasons for breaking the sterling link were well motivated, but not based upon the OCA criteria. They included the political perceived benefits (EU subsidies), economic motives, like trade diversification towards the continental EU, and currency anchoring to a zone of monetary stability.

However, many economists believed that the breakup was not economically motivated, and as a result on three occasions provoked the devaluation of the Irish Pound (1983, 1986, 1993). Similar to Thom and Walsh (2002, page 1113), we believe that "we are justified in treating the end of the sterling link as exogenous with respect to trade patterns" and with respect to business cycles symmetry. This assumption is based upon chart 1, where it can be seen than the correlation of Irish and British business cycles is among the highest over the period from 1950 to 1979. Hence the currency union was not broken because of the lack of synchronisation between economic cycles.

The graphs suggest that many other explanatory variables stand behind the patterns of correlation of the business cycles. According to Frankel and Rose (1998), we assume that business cycles can be represented according to the following decomposition:

$$\Delta y = \sum \alpha_i s_i + d \qquad (1)$$

$$\Delta y^* = \sum \alpha_i^* s_i + d^* \qquad (1b)$$

where an asterix denotes a foreign value. Business cycles are the sum of sector shocks weighted by the respective share of each sector i in both domestic and foreign economy (these shares may differ, but not the shocks themselves), and of demand shocks, like the increase or decrease in public expenditures (fiscal policy), inflationary measures not driven by productivity gains or devaluation aimed at improving short run competitiveness. In the case of nominal inertia, these demand shocks might have a long lasting effect.

From equations 1 and 1b, one can derive the following formula:

$$corr\left(\Delta y, \Delta y^*\right) = \sum \alpha_i \alpha_i^* \sigma\left(s_i\right) + \\ + corr\left(d, d^*\right) \qquad (2)$$

This expression shows that the correlation of business cycles depends on: countries specialisation, the co-variation $corr(d,d^*)$ of country-specific demand shocks, and $\sigma(s_i)$, which refers to the variance of sector shocks. If trade is specialised, meaning that a countries productions are concentrated in different sectors or whatever, α_i and α_i^* are very different, and any increase in trade is likely to amplify asymmetry. On the contrary, if trade is intra-industry, countries produce and trade the same commodities and trade integration may be expected to be positively correlated with the correlation of business cycles.

In practice we estimate the equation proposed by Flandreau and Maurel (2005) or Maurel (2004):

$$\begin{aligned} corr(ij,t) &= a_2 + b_2\, inte(ij,t) + \\ &+ c_2\, monetary\ coordination(ij,t) + \\ &+ c3\ trend\ v(ij) + w(ij,t) \end{aligned} \qquad (3)$$

If trade is specialized, b_2 should be negative. Trade integration, by facilitating specialization in supply, will lead to greater asymmetry. We expect that the UK experience will conform to Krugman's view.

For the issues that regard the relationship between monetary integration and business cycles c_2, the empirical analysis in Engle and Rose (2002) suggested it is positive. We can think of two main channels. First, the transmission of monetary shocks across regions will tend to be more important in a closely knit banking and financial system (see Angeloni, Kashyap and Mojon 2003). Second, higher capital markets integration leads agents to diversify their portfolio so that consumer demand tends to exhibit greater co-movements across regions: when a given region is hit by an adverse productivity shock, local demand does not necessarily follow, since risks are spread all over the monetary union. As a result, monetary integration is likely to increase the correlation of business cycles, rather than decrease it.

The data used for estimating the gravity equation[3] come from Thom and Walsh (2002), and have the advantage of being expressed in constant Irish pounds and deflated by Irish import and export price indices. This avoids a sharp decline in the trade volume due to the appreciation of the dollar around the year of the currency union breakup. The sample contains 19 countries, which are the main trade partners of Ireland, over the period from 1950 to 1992.

We have several forms of monetary coordination: the currency union constituted by Ireland, Northern Ireland, Great Britain, and the European Economic Community[4] (EEC hereafter), which takes the value one when both partners belong to the EEC. Ireland entered the EEC in 1973.

The coefficients have the expected signs. More bilateral trade intensity amplifies the asymmetry of business cycles, as suggested by the Krugman's view, while membership in the sterling

[3] *Bilateral Trade: Statistical Abstract of Ireland and UK Statistical Abstract.*
GDP: Heston, Robert Summers and Bettina Aten, Penn World Table Version 6.1, Center for International Comparisons at the University of Pennsylvania (CICUP), October 2002.

[4] *In 1964, the Central Banks of the Member States of the European Economic Community began to meet regularly to discuss the coordination of monetary policy at EEC level. In the early 1970s, when the Bretton Woods system was breaking down, they agreed to put limits on exchange rate fluctuations between participating European currencies as a first step towards closer integration (the so-called "Snake"). With the introduction of the European Monetary System in 1979, the coordination was significantly extended, until the Maastricht Treaty in 1992 and the establishment of the European Monetary Union.*

Table 4

Correlation of Irish Business Cycles from 1950 to 1992

	Eq. (1a) Fixed effects	Eq. (1b) Random effects	Eq. (2a) Fixed effects	Eq. (2b) Random effects
Trade intensity	−0.044	−0.032	−0.065**	−0.045**
	(−1.28)	(−1.35)	(−2.01)	(−2.00)
CU (sterling currency union)	0.116	1.177**	0.169*	0.208**
	(1.10)	(1.86)	(1.66)	(2.24)
EEC	−0.091**	−0.064		
	(−1.99)	(−1.52)		
Trend	−0.001	−0.0019	−0.0024**	−0.0027**
	(−1.06)	(−1.53)	(−1.91)	(−2.29)
Intercept	2.26	3.57	3.65	4.74**
	(0.75)	(1.32)	(1.24)	(1.82)
Number of observations	654		654	654
R2	0.0355	0.0340	0.0294	0.0392
Hausman test	5.41		1.69	
	0.248		0.6389	

Source: See footnote 3.

Note: Number of observations = 654. Dependent variable: Correlation of the first differences of the Irisch GDP and Ireland's main trade partners over ten years.

***, *: significant at 5%, 1%.*

currency union was associated with more symmetry. We interpret this result as a strong argument in favor of the endogeneity of the OCA: the very fact of constituting a currency union creates endogenously the symmetry of the business cycles, regardless of the fact that the members are at different stages of development and despite their economic specialization. More trade integration allows countries to be more specialized, as argued by Krugman, but this negative effect on the cycles is more than compensated for by the economic coordination, which turns out to be higher within a monetary union.

The negative coefficient of EEC is puzzling. It can be interpreted as reflecting the difficulties encountered in keeping the Irish pound independent from the sterling, whose weakness forced Ireland to devaluate on three occasions. The average symmetry of business cycles decreased over time, as reflected by the negative coefficient of trend.

4 Conclusion

EMU enlargement is now on track. Some NMS have already adopted the euro, but the question for the majority of them is when this enlargement will be possible. Two obstacles have to be considered. The first obstacle is an institutional one. Fixing the currency creates inflation, which is not consistent with the inflation criteria. Keeping inflation low may impede the catching up and convergence processes. Those inconsistencies have to be handled by the European Commission and the European Central Bank, as suggested by several experts (Gros, 2004; Pisani Ferry et al., 2008; De Grauwe and Shnabel, 2005). In regards to inflation, one option could be to require that the rate of inflation must not exceed by more than 1.5 percentage points the average inflation rate for the euro area, as opposed to the average rate of inflation of the three Member States of the EU where inflation is the lowest.

The second obstacle is more on the side of the NMS themselves. Can they benefit from keeping the independence of their monetary policies for as long as possible? We assume that the question of optimality is not questionable. A more difficult issue to be addressed is: when. Our focus on the Irish case suggests that optimal conditions are created by the constitution of the currency union itself. In other words an early EMU enlargement should not be harmful.

References

Antonio, A. and D. Furceri. 2008. EMU Enlargement, Stabilization Costs and Insurance Mechanisms. In: Journal of International Money and Finance. 1–19.

Angeloni, I., A. Kashyap and B. Mojon. 2003. Monetary Policy Transmission in the Euro Area. Cambridge: Cambridge University Press.

Babetski, J., L. Boone and M. Maurel. 2004. Exchange Rate Regimes and Supply Shocks Asymmetry: the Case of the Accession Countries. CEPR Working Paper 3408. In: Journal of Comparative Economics 32. 212–229.

Égert, B. 2007. Real Convergence, Price Level Convergence and Inflation Differentials in Europe. In: Bruegel Working Papers 2007/2.

De Grauwe, P. and G. Schnabl. 2005. Nominal versus Real Convergence – EMU Entry Scenarios for the New Member States. Kyklos 58/4. 537–555.

Engel, C. and A. Rose. 2002. Currency Unions and International Integration. In: Journal of Money, Credit and Banking 34/4. 1067–1089.

Fabrizio, S. and A. Mody. Can Budget Institutions Counteract Political Indiscipline? In: Economic Policy Volume 21/48. 689–739.

Fidrmuc J. and I. Korhonen. 2006. Meta-Analysis of the Business Cycle Correlation between the Euro Area and the CEECs. In: Journal of Comparative Economics 34. 518–537.

Fidrmuc, J. 2004. Migration and Regional Adjustment to Asymmetric Shocks in Transition Economies. In: Journal of Comparative Economics 32/2. 230–247.

Flandreau, M. and M. Maurel. 2005. Monetary Union, Trade Integration, and Business Cycles in 19th Europe : Just Do It. CEPR Discussion Paper 3087. In: Open Economies Review 16:2. 135–152.

Frankel, J. A. and A. K. Rose. 1998. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. In: Economic Journal 108. 1009–1025.

Gros, D. 2004. The Maastricht Criteria after Enlargement Old Rules for New Members. Mimeo.

Maurel, M. 2004. Intégration financière et régime de change dans les pays candidats. In: WDI Working Paper 650. Economie et Prévision 163.

Maurel, M. 2004. Current Account Constraint as a Barrier to International Trade: The Evidence from the European Enlargement Process. CEPR Discussion Paper 3409. In: Economic Systems 28:3. 301–317.

Maurel, M. 2006. The Political Business Cycles in the EU Enlarged. In: Slovenian Journal for Money and Banking. Special Issue 11.

Mihaljek, D. and M. Klau. 2003. The Balassa-Samuelson Effect in Central Europe: a Disaggregated Analysis. BIS Working Papers 143.

Jelle, B., R. Paap and J.-M. Viaene. 2008. The Trade and FDI Effects of EMU Enlargement. Journal of International Money and Finance. 1–21.

Kovacs, M. A. 2003. How Real is the Fear? Investigating the Balassa–Samuelson Effect in CEC5 Countries in the Prospect of EMU Enlargement. Paper presented at the Conference on Monetary Strategies for Accession Countries. Budapest. February.

Pisany, F. J., P. Aghion, M. Belka, J. Von Hagen, L. Heinkensten and A. Sapir. 2008. Coming on Age: Report on the Euro Area. In: Bruegel Blueprint Series IV.

Roland, G. and T. Verdier. 2008. Law Enforcement and Transition. In: European Economic Review 47(4). 669–685.

Rose, A. and T. D. Stanley. 2005. A Meta-Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade. In: Journal of Economic Survey.

Thom, R. and B. Walsh. 2002. The Effect of a Currency Union on Trade: Lessons from the Irish Experience. In: European Economic Review 46. 1111–1123.

Philip R. Lane[1]
Director of the Institute for International Integration Studies
Trinity College Dublin

[1] *E-mail: plane@tcd.ie*

EMU and Financial Market Integration

1 Introduction

The first decade of EMU has taught us much about the power of a single currency to integrate financial markets (see also Lane, 2006a; Lane and Walti, 2007 and Benetrix and Walti, 2008). In this review, I first discuss the quantitative impact of the euro on cross-border financial holdings before turning to the macroeconomic implications of enhanced financial integration.

2 The Euro and Financial Markets

To a large degree, the inter-bank and money markets in the euro area very quickly unified upon the launch of EMU in 1999. Moreover, the elimination of currency risk has generated a very high degree of substitutability across the bonds issued by different governments and corporations across the euro area. Lane (2006b) estimates that, controlling for other factors, bilateral bond holdings among members of the euro area are 97% higher than among other cross-border pairings. While the increase in cross-border holdings is largely driven by a decline in home bias, the increase in intra-area holdings may in part be financed by a portfolio switch away from assets external to the euro area (Coeurdacier and Martin, 2007).

The scale of inter-bank lending across the euro area has also grown rapidly. As shown by Spiegel (2007), this has transformed the geography of commercial bank lending, with banks in countries such as Portugal and Greece now obtaining finance from banks in other member countries rather than from non-EMU sources.

There is also considerable evidence that the single currency has enhanced the integration of national equity markets across the euro area. Lane and Milesi-Ferretti (2007a) find that there is a "euro bias" in cross-border equity holdings: controlling for other fundamentals, the level of portfolio equity investment is substantially higher between members of the euro area than among other pairings (the preferred estimate of the euro effect is that it raises bilateral equity holdings between member countries by 62% for equities). The integration of equity markets was stimulated by the impact of local-currency mandates on many institutional investors – the replacement of national currencies by the euro meant that the feasible universe for such investors was greatly enlarged. The positive impact of the euro was reinforced by the large-scale EU-wide effort to reduce cross-border transactions costs in securities trade and the consolidation of national stock exchanges (most visibly, the Amsterdam, Brussels, Lisbon and Paris stock exchanges are now under the control of NYSE-Euronext). The euro has also raised the level of cross-border direct investment between member countries: De Sousa and Lochard (2006) estimate the impact to be a substantial 26%.

The high level of integration has transformed the issuance patterns and asset pricing in the bond market. Historically limited by the small size of individual national markets, currency union led to a dramatic expansion in bond issuance by European firms and banks: Lane (2006a) records that quarterly gross issues have averaged 15.2% of GDP since the start of EMU, nearly double the 8.2% average during 1991–1998. As documented by Pagano and von Thadden (2004), the rapid expansion of the bond market was directly facilitated by the contribution of the single currency to increased competition among investment banks and an associated reduction in issuance costs and greater access for smaller and higher-risk issuers.

The creation of the single currency has also encouraged entities from outside the euro area to issue euro-denominated bonds. According to the European Central Bank (2007), the euro had a 47% share of the outstanding stock of international debt securities by the end of 2006. The propensity to issue securities in euro cuts across a wide range of countries. Perhaps most striking is the rapid growth in the issuance of euro-denominated securities by U.S. residents (primarily U.S. financial institutions). The U.S. Treasury (2006) reports that the value of euro-denominated long-term debt securities issued by U.S. residents and purchased by foreign investors had grown from USD 39 billion in 2000 to USD 339 billion in 2006, which constitutes an increase in the share of total long-term foreign debt liabilities from 2.1% to 7.2%.

The integration of bond markets has been associated with very high correlations in bond returns across the euro area. Moreover, spreads across government bond yields have narrowed to very low levels. While this yield convergence in part reflects a convergence in fundamentals and the elimination of liquidity premia associated with the domestic-currency debts of the smaller member countries, it also reflects the fact that investors regard the bonds issued by member countries as very close substitutes. Although weaker, a qualitatively similar effect is found in the pattern of equity returns. Lane and Walti (2007) show that, after controlling for common factors, the correlations in the idiosyncratic component of national stock market returns have increased among members of the euro area, with the increase in co-movements clearly beginning in 1998 during the run-up to the launch of EMU.

Overall, the scale of market integration is impressive. At a global level, the creation of the euro has led to a more rapid increase in cross-border asset and liability positions in Europe relative to other regions (Lane and Milesi-Ferretti, 2008). That said, the current financial turmoil has led to a resurgence in the importance of national factors in market dynamics and asset pricing. While the increase in spreads in the government bond market may in part reflect an over-due acknowledgement that the European Central Bank does not provide a guarantee on sovereign debt, the events in the inter-bank market suggest that asymmetric information problems are more easily overcome within the home system than across the broader euro area market. The importance of national factors is re-inforced by the important role played by national central banks in the Eurosystem in assessing the collateral provided in ESCB repo auctions.

Turning briefly to the impact of the euro on retail finance, much remains to be done in terms of promoting integration at the retail banking level. However, the launch of the Single Euro Payments Area (SEPA) in 2008 marks an important milestone in eliminating the distinction between domestic and cross-border electronic payments across the euro area. Further progress in the integration of securities settlements systems is also desirable and a major target for European policymakers. In large part, the barriers to integration in these areas are not technical but reflect political efforts by incumbents to preserve monopoly power in their home markets.

3 Financial Integration and Macroeconomic Behaviour

A currency union should work more smoothly, the more national consumption levels can be insulated from domestic macroeconomic shocks via cross-

border risk sharing. In view of the sharp growth in cross-border asset holdings across the euro area that we have documented, this suggests that increased financial integration has improved the macroeconomic coherence of the euro area. Holding other factors constant, this is undoubtedly true at a qualitative level. However, the quantitative scale of cross-border positions (relative to indicators of national income or wealth) remains relatively low, in view of the remaining high home bias in financial holdings and the importance of non-financial factors (housing, human capital) in driving aggregate wealth dynamics. In addition, it is important to appreciate that financial globalisation has also led to considerable growth in international financial holdings outside the euro area, with considerable heterogeneity across member countries (for instance, Austria has considerable assets in Central and Eastern Europe, while Spanish banks have an extensive presence in Latin America and Ireland's financial linkages with the United States are very strong). For this reason, national wealth dynamics may diverge due to differential exposures to financial shocks from outside the euro area.

Moreover, the high co-movement in asset returns across markets (especially within the euro area) means that the scope for diversification is quite limited. This is especially the case for countries where the coverage of the national stock market is narrow, such that it is difficult to hedge national macroeconomic risks via an equity portfolio (Schmitz, 2007). Indeed, the elimination of national currencies has eliminated one risk-sharing mechanism, since nominal exchange rate fluctuations have historically played an important role in driving the relative returns on nominal bonds (Neumeyer, 1998).

Moreover, financial integration has been associated with a greater dispersion in current account positions across the euro area, which has contributed to differential wealth dynamics via the funding of property booms in countries such as Ireland and Spain (Blanchard and Giavazzi, 2002; Lane, 2006a; Fagan and Gaspar, 2007). Prior to EMU, a burgeoning current account deficit in a small, peripheral European country would have prompted an increase in the country risk premium, in view of the increased risk of currency depreciation. Membership of the euro area has eliminated national currency risk and the first decade of EMU has seen remarkably large current account deficits in some member countries, in large part funded by loans from banks in other member countries. The pattern that a large proportion of the cross-border assets and liabilities of member countries are now denominated in euro will surely alter the dynamics of external adjustment, with no role for the nominal exchange rate in correcting intra-EMU imbalances (Lane and Shambaugh, 2007).

Although the current financial turmoil has certainly led to greater differentiation in risk assessment across the euro area (for instance, bank shares in the deficit countries have declined

sharply while the spreads on government bonds in some cases have also increased), the insulation provided by EMU remains considerable. In particular, it is illuminating to contrast the financial volatility facing non-EMU deficit economies such as Iceland with the relative stability of the EMU member countries. Although deficit countries certainly face adjustment problems within EMU, the elimination of the risk of a speculative attack in the currency market is surely a major benefit of EMU membership. By extension, for the new Member States of the European Union that have not yet joined the euro, the risks of running large current account deficits while maintaining independent currencies are considerable (Lane and Milesi-Ferretti, 2007b).

4 Conclusions

The introduction of the euro had a swift and quantitatively-large impact on the financial markets of the euro area. While the 2007/2008 international financial crisis has re-awakened interest in national differences in financial positions, the overall impact has been to sharply reduce home bias in bond markets and (albeit to a lesser extent) in equity portfolios. Although enhanced integration improves international risk sharing, other forces have acted in a countervailing fashion. First, financial holdings by euro area investors in the rest of the world have also grown rapidly over the last decade but with heterogeneous patterns of exposure across the Member States. Second, financial integration has also contributed to greater dispersion and persistence in current account positions that has been accompanied by divergence in house price dynamics. That said, the shifts in consumption and housing prices are mainly a once-off adjustment to the new financial environment that has disproportionately benefited the peripheral and lower-income member countries: over time, the diversification benefits provided by greater financial integration should emerge as a long-term gain from the creation of EMU.

References

Benetrix, A. and S. Walti. 2008. Indicators of Regional Financial Integration. IIIS Discussion Paper 243.

Blanchard, O. and F. Giavazzi. 2002. Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein Horioka Puzzle? Brookings Papers on Economic Activity 2. 147–209.

De Sousa, J. and J. Lochard. 2006. Does the Single Currency Affect Foreign Direct Investment? A Gravity-Like Approach. Mimeo. University of Paris.

European Central Bank. 2007. Review of the International Role of the Euro. Frankfurt.

Fagan, G. and V. Gaspar. 2007. Adjusting to the Euro. European Central Bank Working Paper 716.

Lane, P. R. 2006a. The Real Effects of European Monetary Union. Journal of Economic Perspectives 20. 47–66. Fall 2006.

Lane, P. R. 2006b. Global Bond Portfolios and EMU. International Journal of Central Banking 2. 1–23. June.

Lane, P. R. and S. Walti. 2007. The Euro and Financial Integration. In: Cobham, D. (ed). The Travails of the Eurozone. Routledge.

Lane, P. R. and G. M. Milesi-Ferretti. 2007a. The International Equity Holdings of Euro Area Investors. In: Anderton R. and F. di Mauro (eds).The Importance of the External Dimension for the Euro Area: Trade, Capital Flows, and International Macroeconomic Linkages. Cambridge University Press.

Lane, P. R. and G. M. Milesi-Ferretti. 2007b. Capital Flows to Central and Eastern Europe. Emerging Markets Review 8. 106–123.

Lane, P. R. and G. M. Milesi-Ferretti. 2008. The Drivers of Financial Globalization, 98 (2). May. 327–332. In: American Economic Review (Papers & Proceedings) 98(2). May. 327–332.

Lane, P. R. and J. C. Shambaugh. 2007. Financial Exchange Rates and International Currency Exposures. NBER Working Paper 13433.

Neumeyer, P. A. 1998. Currencies and the Allocation of Risk: The Welfare Effects of a Monetary Union. In: American Economic Review 88. 246–259.

Pagano, M. and E.-L. Von Thadden. 2004. The European Bond Market under EMU. Oxford Review of Economic Policy 20. 531–554.

Schmitz, M. 2007. Financial Markets and International Risk Sharing. IIIS Discussion Paper 233.

Spiegel, M. 2007. Monetary and Financial Integration: Evidence from the EMU. Mimeo. Federal Reserve Bank of San Francisco.

U.S. Treasury. 2007. Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities. U.S. Treasury: Washington D. C.

Andrew K. Rose[1]
Professor of Economics
Haas School of Business at the University of California, Berkeley

[1] *B.T. Rocca Jr. Professor of International Business, Economic Analysis and Policy Group, (Haas School of Business, University of California, Berkeley, CA 94720-1900), tel: (510) 642-6609, fax: (510) 642-4700, e-mail: arose@haas.berkeley.edu, www.faculty.haas.berkeley.edu/arose. NBER Research Associate and CEPR Research Fellow. The data set, sample output, and a current version of the paper are available at my website.*

EMU, Trade and Business Cycle Synchronization

This short paper reviews the recent literature linking monetary union, international trade, and business cycle synchronization. I survey the literature using the quantitative technique of meta-analysis, which allows me to estimate the effects of EMU taking into account the entire extant literature. Twenty-six recent studies have investigated the effect of currency union on trade, using actual European data of relevance. Taking all these studies into account, EMU has raised trade inside the euro area by at least 8% and perhaps 23%. Twenty different studies have estimated the effect of trade on the synchronization of business cycles. Aggregating across these estimates, an increase of bilateral trade between two countries raises the synchronization of their business cycles by an economically and statistically significant effect. I estimate that a 1% increase in bilateral trade increases the correlation coefficient of detrended output by .02. Taken together, the estimates suggest that EMU has created a virtuous circle; by increasing trade and the synchronization of business cycles, EMU reduces the need for national monetary policy.

JEL Classification: F34
Keywords: meta, analysis, monetary, currency, union, literature, test, study, estimate

Introduction

This short paper summarizes two recent empirical literatures. The first estimates the effect of European Monetary Union (EMU) on trade; the second estimates the effect of trade on the cross-country synchronization of business cycles. Meta-analysis is used to provide a quantitative summary of both literatures.

These literatures deal with important questions that are inter-related. Any reduction of the transactions costs associated with trade inside the euro area by EMU is of general interest. Indeed, one of the few undisputed benefits of EMU is its trade-promoting effect, so quantifying its size is an important exercise. The second linkage is also of interest. If increased trade raises the coherence of business cycles across countries, it thereby reduces the need for national monetary policy. If *both* links work in practice, then a currency union like EMU which does not look like an optimal currency area *ex ante* may become one *ex post*. This can occur if the trade increase stemming from currency union actually makes the currency union optimal, by reducing or eliminating the need for a national monetary policy to reduce idiosyncratic business cycles. Frankel and Rose (1997, 1998) lay out the argument in detail.

A Brief History of the Literature

In the summer of 1999, I began to circulate a paper that estimated the effect of currency union on trade; *Economic Policy* subsequently published this paper in 2000. This paper exploited a panel of cross-country data covering bilateral trade between a large number of countries. Since most of the variation was across pairs of countries rather than time, I used a conventional "gravity" model of trade to account for factors that drive trade (other than monetary arrangements). This equation has now become the standard vehicle for the literature, and takes the form:

$$T_{ijt} = \beta_1 D_{ij} + \beta_2 (Y_i Y_j)_t + \Sigma_k \beta_k Z_{ijt} + \\ + \Sigma_t \delta_t T_t + \gamma CU_{ijt} + u_{ijt}, \quad (1)$$

where: T_{ijt} denotes the natural logarithm of trade between countries i and j at time t, $\{\beta\}$ is a set of nuisance coefficients, D_{ij} denotes the log of distance

between i and j, Y denotes the log of real GDP, Z denotes other controls for bilateral trade, CU_{ijt} is a dummy variable that is one if countries i and j are in a currency union at t and zero otherwise, and u is a well-behaved disturbance term. The coefficient of interest is γ, which represents the partial effect of currency union on trade, *ceteris paribus*.

The surprising and interesting finding was that currency union seemed to have a strong and robust effect on trade. Even using the standard linear gravity model that accounts for most variation in trade patterns, my point estimate was that the coefficient for a currency union dummy variable (which is unity when a pair of countries share a common currency and zero otherwise) has a point estimate of around = 1.21. This implies that members of currency unions traded over three times as much as otherwise similar pairs of countries *ceteris paribus*, since exp(1.21)>3. While there was no benchmark from the literature, this estimate seemed implausibly large to me (and others). Almost all the subsequent research in this area has been motivated by the belief that currency union cannot reasonably be expected to triple trade. I provided a meta-analysis of the work as it existed in March 2004 in my 2005 paper with Stanley.

One of the problems with almost all the work that Stanley and I surveyed was that it estimated the effect of currency unions on trade using monetary unions that preceded EMU. This choice was made of necessity; since the euro only started to circulate in 2002, there was essentially no European data of relevance available. However, the currency unions that existed before the euro area involved countries that were either small or poor (or both). Clearly the relevance of such currency unions for EMU was unknown.

Some four years have now passed since I finished my 2005 survey (with Stanley), and much work has been done. I am now aware of 26 studies that estimate the currency union effect on trade – γ in equation (1) above – and it seems appropriate to see what these studies say, taken as a whole.

Meta-Analysis: The Effect of Currency Union on Trade

Meta-analysis is a set of quantitative techniques for evaluating and combining empirical results from different studies. Essentially one treats different point estimates of a given coefficient as individual observations. One can then use this vector of estimates to: estimate the underlying coefficient of interest, test the hypothesis that the coefficient is zero, and link the estimates to features of the underlying studies. Since there are currently a number of studies that have provided estimates of γ, the effect of currency union on trade, meta-analysis seems an appropriate way to summarize the current state of the literature. Stanley (2001) provides an excellent recent review and further references.

One begins meta-analysis by collecting as many estimates of a common effect as possible. To my knowledge, there are twenty-six papers that provide estimates of the effect of currency union on bilateral trade (γ) using data of relevance. These articles are tabulated in table 1 (I note parenthetically that I am a co-author of none.) I also present the studies' preferred estimate of γ, along with its standard error. In each case, I present the estimate of γ that seems to be most preferred or representative (if a preferred estimate is not available) by the author(s) of the study. While I have strong views about the value of some of these estimates (or lack thereof), I weigh each estimate equally,

simply because there is no easily defensible alternative weighting scheme.

The most basic piece of meta-analysis is a test of the null hypothesis $\gamma=0$ when the twenty-six point estimates (and their standard errors) are pooled across studies. This classic test is due originally to Fisher (1932) and uses the p-values from each of the (26) underlying γ estimates. Under the null hypothesis that each of the p-values is independently and randomly drawn from a normal [0, 1] distribution, minus twice the sum of the logs of the p-values is drawn from a chi-square. The hypothesis can be rejected at any standard significance level, since under the null hypothesis the test-statistic of 785 is drawn from chi-squared (52).[2]

I tabulate meta-estimates of the currency effect on trade in table 2. I provide both "fixed effect" and "random effect" meta-estimates that are common in the area. The former are based on the assumption that a single fixed effect underlies every study, so that, in principle, if every study were infinitely large, every study would yield an identical result. This is the same as assuming there is no heterogeneity across studies. By way of contrast, the random effects estimator assumes that the studies are estimating different treatment effects, drawn from a distribution whose mean is of interest.[3]

Manifestly, there is considerable heterogeneity; the fixed and random effect estimators are not similar in magnitude. However, both estimates are both economically substantial; the smaller fixed effect estimate of γ indicate that currency union raises trade by about 8% (as ln(.08)–1=.08), while the random effect estimate indicates that the effect is more like 23%.

There is little indication that any single study is especially influential in driving these results. If the studies are omitted from the meta-analysis one by one, one finds the (fixed-effect) point estimates for γ tabulated in table 3, along with a 95% confidence interval.

It seems that EMU has had a measurable effect already on trade. In the spirit of trying to stay modest, the few years since EMU began have already seen trade rise within the euro-area by at least 8%. Since EMU is a relatively young institution, it seems likely (though uncertain) that this effect will grow with time. I also note that this conclusion is consistent with writers who have surveyed the literature in a more qualitative fashion. The best known of these is Baldwin (2006), who writes: "The bottom line of this literature is that the euro probably did boost intra-euro area trade by something like 5% to 10% on average, although the estimates size of this effect is likely to change as new years of data emerge."

Increased Trade Enhances Business Cycle Synchronization

I now turn to the link between international trade and business cycle synchronization (BCS). It is now standard to use the following equation:

$$BCS_{ijt} = \alpha + \beta * ln(trade_{ijt}) + \\ + controls + \varepsilon_{ijt} \qquad (2)$$

[2] *Edgington's small sample correction leads to the same conclusion.*

[3] *www.cochrane-net.org/openlearning/HTML/mod13.htm. To elaborate: the fixed effect assumption is that differences across studies are only due to within-study variation. By way of contrast, random effects models consider both between-study and within-study variability and assume that the studies are a random sample from the universe of all possible studies.*

where BCS a measure of business cycle synchronization between countries *i* and *j* during time period *t*. Countries might choose their monetary regime, such as a fixed exchange rate, to both simultaneously enhance trade and affects BCS, so β is almost always estimated with instrumental variables.

Frankel and Rose (1997, 1998) show that theoretically β is ambiguously signed; it depends on what kind of trade is spurred by integration, and what sorts of shocks hit the economy. However, *if* β is positive, then currency unions may endogenously become optimal. In particular, if currency raises trade significantly, then by indirectly

raising BCS it reduces the need for a national monetary policy to offset idiosyncratic domestic shocks, thus making the currency union sustainable.

The chief measurement issue is determining an empirical analogue for business cycle synchronization. This is typically (though not always) measured as a correlation coefficient that is estimated between detrended levels of activity for countries *i* and *j*, over some reasonable period of time.[4] Since EMU has only existed for a short period of time, no study, to the best of my knowledge, creates BCS measures using only post-EMU data.

The coefficient of interest is β, which measures the effect of trade on BCS. This has been estimated by twenty different studies. These studies, along with their estimates of β (and its standard error) are tabulated in table 4. While twenty studies are not enough to give one a truly large sample, it still seems worthwhile to use meta-analysis to aggregate their estimates quantitatively.

The hypothesis that β is statistically insignificantly different from zero is grossly rejected; under the null hypothesis of no effect, the test-statistic of 277 is drawn from chi-squared (40).[5] The meta-estimates of the effect of trade on BCS are presented in table 5. As with the effect of currency union on trade, there is considerable heterogeneity and the fixed and random effect estimators are not close. I continue to be conservative, and focus on the lower, fixed-effect, estimate of $\beta \approx .02$. While this is considerably lower than I estimated in my 1998 paper with Frankel, it is still economically significant. If EMU has thus been associated with a trade increase of say 8% and each 1% increase in bilateral trade leads to an increase in BCS of .02, then EMU leads to an increase in the correlation coefficient of detrended outputs of (.02*8=) .16. Since the sample average of BCS is around .22, this represents an economically relevant increase in the synchronization of business cycles across the

[4] *Different measures of real activity are available (real GDP; the unemployment rate; industrial production …), as are detrending techniques (HP-filtering; Baxter-King filtering; first-differencing; linear detrending …). These do not seem to have an appreciable difference on the results in practice.*

[5] *Again, Edgington's technique changes nothing.*

members of EMU. While this reduction in idiosyncratic national business cycles is substantial, whether it is enough to obviate the need for a national monetary policy is, of course, a different question.

Summary and Conclusion

The objective of this paper was to provide a brief quantitative survey of two related literatures. The effect of EMU on trade has now been examined by some 26 studies; I use meta-analysis to aggregate these together. If one weighs each of the studies equally, the literature has not yet come to a consensual view concerning the effect of EMU; a conservative estimate is that has already lead to an increase in trade of some 8%, but a more substantive effect of 23% is also plausible. The hypothesis that it has had had no effect at all can be easily rejected by the literature taken as a whole. I also ask what can be learned from the twenty papers that estimate the effect of international trade on business cycle synchronization. The meta-estimates here are also heterogeneous, though again the idea that trade has no effect on BCS seems grossly inconsistent with the data. A conservative estimate is that each 1% increase in trade between a pair of countries seems to raise the correlation coefficient for their detrended outputs by around .02.

EMU seems to have had a combination of two effects: the direct consequence of increased trade, and an indirect benefit through the effect of this trade expansion on business cycle synchronization. This means that EMU may have created a virtuous circle that might make currency union closer to being sustainable. Whether the effect is big enough to make Europe an optimal currency area remains to be seen. A modern currency union between large rich countries like EMU has no historical precedent, and too little time has passed since the introduction of the euro for the trade and BCS effects to be clearly estimated.

I close with a caveat. EMU has had and is having an enormous number of economic consequences, and I have ignored almost all of them in this brief paper. Countries choosing whether or not to enter (or stay in) EMU have to consider its effect on the efficiency of capital and labor markets, the quality of monetary policy inside EMU, risk-sharing, and so forth. The non-economic issues associated with sovereignty and political influence within the EMU may be of equal or greater importance. Still, the two literatures I have surveyed provide some grounds for an optimistic, though early, view of EMU.

Table 1

Recent Studies of Currency Union and Trade

		Year	Gamma	SE
1.	Bun and Klaassen	2002	0.33	0.1
2.	de Souza	2002	0.17	0.24
3.	de Nardis and Vicarelli	2003	0.061	0.027
4.	Cabasson	2003	0.63	0.24
5.	Micco, Stein and Ordonez	2004	0.089	0.025
6.	Barr, Breedon and Miles	2004	0.25	0.033
7.	Baldwin and Taglioni	2004	0.034	0.015315
8.	Faruqee	2004	0.082	0.018
9.	de Nardis and Vicarelli	2004	0.093	0.039
10.	Clark, Tamirisa and Wei	2004	0.22	0.38
11.	Baldwin, Skudelny and Taglioni	2005	0.72	0.06
12.	Yamarik and Ghosh	2005	1.8285	0.30475
13.	Adam and Cobham	2005	1.029	0.039486
14.	Baxter and Koupritsas	2006	0.47	0.22
15.	Flam and Nordstrom	2006b	0.139	0.02
16.	Berger and Nitsch	2006	−0.001	0.036
17.	Gomes, Graham, Helliwell, Kano, Murray and Schembri	2006	0.069	0.011
18.	Baldwin and Taglioni	2006	−0.02	0.03
19.	Baldwin and Di Nino	2006	0.035	0.01
20.	Flam and Nordstrom	2006a	0.232	0.024
21.	Tenreyro and Barro	2007	1.899	0.351
22.	Bun and Klaassen	2007	0.032	0.016
23.	de Nardis, De Santis and Vicarelli	2007	0.04	0.01278
24.	Brouwer, Paap and Viaene	2007	0.067	0.025769
25.	Flam and Nordstrom	2007	0.248	0.046
26.	de Nardis, De Santis and Vicarelli	2008	0.09	0.033962

Table 2

Meta-Analysis of Impact of Currency Union on Trade

Estimation Technique	Pooled Estimate of γ	Lower bound of 95%	Upper bound of 95%
Fixed	0.08	0.07	0.09
Random	0.21	0.15	0.27

Table 3

Checking for Influential Studies in the Meta-Estimate of γ

	Study omitted	Gamma	Lower bound of 95%	Upper bound of 95%
1.	Bun and Klaassen	0.08	0.07	0.09
2.	de Souza	0.08	0.07	0.09
3.	de Nardis and Vicarelli	0.08	0.07	0.09
4.	Cabasson	0.08	0.07	0.09
5.	Micco, Stein and Ordonez	0.08	0.07	0.09
6.	Barr, Breedon and Miles	0.08	0.07	0.09
7.	Baldwin and Taglioni	0.09	0.08	0.10
8.	Faruqee	0.08	0.07	0.09
9.	de Nardis and Vicarelli	0.08	0.07	0.09
10.	Clark, Tamirisa and Wei	0.08	0.07	0.09
11.	Baldwin, Skudelny and Taglioni	0.08	0.07	0.09
12.	Yamarik and Ghosh	0.08	0.07	0.09
13.	Adam and Cobham	0.07	0.06	0.08
14.	Baxter and Koupritsas	0.08	0.07	0.09
15.	Flam and Nordstrom	0.08	0.07	0.09
16.	Berger and Nitsch	0.08	0.08	0.09
17.	Gomes et al.	0.09	0.08	0.10
18.	Baldwin and Taglioni	0.09	0.08	0.09
19.	Baldwin and Di Nino	0.10	0.09	0.10
20.	Flam and Nordstrom	0.08	0.07	0.09
21.	Tenreyro and Barro	0.08	0.07	0.09
22.	Bun and Klaassen	0.09	0.08	0.10
23.	de Nardis, De Santis and Vicarelli	0.09	0.08	0.10
24.	Brouwer, Paap and Viaene	0.08	0.07	0.09
25.	Flam and Nordstrom	0.08	0.07	0.09
26.	de Nardis, De Santis and Vicarelli	0.08	0.07	0.09

Table 4

Recent Studies of Trade and Business Cycle Synchronization

		Year	Beta	SE
1.	Baxter and Kouparitsas	2005	0.134	0.032
2.	Bower and Guillenmineau	2006	0.02055	0.00528
3.	Calder	2007	0.013	0.004
4.	Calderon Chong and Stein	2007	0.015	0.003055
5.	Choe	2001	0.027	0.008333
6.	Clark and van Wincoop	2001	0.09	0.03
7.	Crosby	2003	0.048	0.063
8.	Fidrmuc	2004	0.021	0.044872
9.	Fiess	2007	0.123	0.062
10.	Frankel and Rose	1998	0.086	0.015
11.	Gruben, Koo and Mills	2002	0.059	0.017206
12.	Imbs	2003	0.03089	0.020058
13.	Imbs	2004	0.074	0.022289
14.	Inklaar, Jong-a-Pin and de Haan	2005	0.115	0.041071
15.	Kose and Yi	2005	0.091	0.022
16.	Kose, Prasad and Terrones	2003	0.0107	0.0045
17.	Kumakura	2006	0.0575	0.0354
18.	Kumakura	2007	0.05555	0.01232
19.	Otto, Voss and Willard	2001	0.0461	0.090999
20.	Shin and Wang	2004	0.07665	0.07665

Table 5

Meta-Analysis of Impact of Trade on Business Cycle Synchronization

Estimation Technique	Pooled Estimate of γ	Lower bound of 95%	Upper bound of 95%
Fixed	0.020	0.016	0.023
Random	0.043	0.031	0.054

References

Adam, C. and D. Cobham. 2005. Exchange Rate Regimes and Trade CERT DP (2005)-05.

Baldwin, R. 2006. The Euro's Trade Effects. ECB Working Paper 594 (with comments by J. A. Frankel and J. Melitz).

Baldwin, E. and V. Di Nino. 2006. Euros and Zeros: The Common Currency Effect on Trade in New Goods. NBER Working Paper 12673.

Baldwin, R. and D. Taglioni. 2004. Positive OCA Criteria: Microfoundations for the Rose Effect. HEI unpublished.

Baldwin, R. and D. Taglioni. 2006. Gravity for Dummies and Dummies for Gravity Equations. NBER WP 12516.

Baldwin, R., F. Skudelny and D. Taglioni. 2005. Trade Effects of the Euro. ECB Working Paper 446.

Barr, D., F. Breedon and D. Miles. 2004. Life on the Outside. Economic Policy.

Baxter, M. and M. Kouparitsas. 2005. Determinants of Business Cycle Comovement: A Robust Analysis. Journal of Monetary Economics.

Baxter, M. and M. A. Koupritsas. 2006. What Determines Bilateral Trade Flows? NBER Working Paper 12188.

Berger, H. and V. Nitsch. 2006. Zooming Out: The Trade Effect of the Euro in Historical Perspective. Freie Universitat unpublished.

Bower, U. and C. Guillenmineau. 2006. Determinants of Business Cycle Synchronisation Across Euro Area Countries. ECB Working Paper 587.

Brouwer, J., R. Paap and J.-M. Viaene. 2007. The Trade and FDI Effects of EMU Enlargement. CESIfo Working Paper 2123.

Bun, M. J. G. and F. J. G. M. Klaassen. 2002. Has the Euro Increased Trade? Tinbergen Institute TI (2002)-108/2.

Bun, M. J. G. and F. J. G. M. Klaassen. 2007. The Euro Effect on Trade is not as Large as Commonly Thought. Oxford Bulletin of Economics and Statistics.

Cabasson, D. 2003. Survey About Monetary Unions. Unpublished.

Calder, C. 2007. Trade, Specialization and Cycle Synchronization. World Bank. Unpublished.

Calderon, C., A. Chong and E. Stein. 2007. Trade Intensity and Business Cycle Synchronization; Are Developing Countries Any Different? Journal of International Economics 71.

Choe, Jong-Il. 2001. An Impact of Economic Integration through Trade. Journal of Asian Economics 12.

Clark, P., N. Tamirisa and S.-J. Wei. 2004. Exchange Rate Volatility and Trade Flows. IMF Occasional Paper 235.

Clark, T. and E. van Wincoop. 2001. Borders and Business Cycles. Journal of International Economics 55.

Crosby, M. 2003. Business Cycle Correlations in Asia-Pacific. HKIMR WP 4/2003.

de Nardis, S., and C. Vicarelli. 2004. Currency Unions and Trade. Review of World Economics.

de Nardis, S. and C. Vicarelli. 2003. The Impact of the Euro on Trade. ENEPRI Working Paper 17.

de Nardis, S., R. De Santis and C. Vicarelli. 2007. The Euro's Effects on Trade in a Dynamic Setting. ISAE Working Paper 80.

de Nardis, S., R. De Santis and C. Vicarelli. 2008. The Single Currency's Effects on Euro-zone Sectoral Trade. Economics DP 2008–1.

de Souza, L. V. 2002. Trade Effects of Monetary Integration in Large, Mature Economies. Kiel Working Paper 1137.

Faruqee, H. 2004. Measuring the Trade Effects of EMU. IMF WP/04/154.

Fidrmuc, J. 2004. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, Intra-Industry Trade, and EMU Enlargement. Contemporary Economic Policy 22–1.

Fiess, N. 2007. Business Cycle Synchronization and Regional Integration. World Bank Economic Review.

Flam, H. and H. Nordstrom. 2007. The Euro and Single Market Impact on Trade and FDI. Unpublished.

Flam, H. and H. Nordstrom. 2006a. Euro Effects on the Intensive and Extensive Margins of Trade. IIES SP 750.

Flam, H. and H. Nordstrom. 2006b. Trade Volume Effects of the Euro. IIES SP 746.

Frankel, J. A. and A. K. Rose. 1997. Is EMU More Justifiable Ex Post than Ex Ante? The European Economic Review.

Frankel, J. A. and A. K. Rose. 1998. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. Economic Journal.

Gomes, T., C. Graham and J. Helliwell, T. Kano, J. Murray and L. Schembri. 2006. The Euro and Trade. Bank of Canada. Unpublished.

Gruben, W. C., J. Koo and E. Mills. 2002. How Much Does International Trade Affect Business Cycle Synchronization? FRB Dallas Working Paper 203.

Imbs, J. 2003. Co-Fluctuations. Unpublished.

Imbs, J. 2004. Trade, Finance, Specialization and Synchronization. Review of Economics and Statistics.

Inklaar, R., R. Jong-a-Pin and J. de Haan. 2005. Trade and Business Cycle Synchronization in OECD Countries – a Re-examination. CESIfo Working Paper 1546.

Kose, A. and Kei-Mu Yi. 2005. Can the Standard International Business Cycle Model Explain the Relation between Trade and Comovement? Philadelphia Fed Working Paper 05–03.

Kose, A., E. S. Prasad and M. E. Terrones. 2003. Volatility and Comovement in a Globalized World Economy: An Empirical Exploration. IMF Working Paper/03/246.

Kumakura, M. 2006. Trade and Business Cycle Co-Movements in Asia-Pacific. Journal of Asian Economics 17–4. 62–645.

Kumakura, M. 2007. Trade, Production and International Business Cycle Comovement. Osaka City University unpublished.

Lane, P. R. 2006. The Real Effects of EMU. IIIS Discussion Paper 115.

Mancini-Griffoli, T. and L. L. Pauwels. 2006. Is There a Euro Effect on Trade? HEI Working Paper 04/2006.

Micco, A., E. Stein and G. Ordonez. 2004. The Currency Union Effect on Trade. Economic Policy.

Mongelli, F. P., E. Dorrucci and I. Agur. 2005. What Does European Institutional Integration Tell Us About Trade Integration? ECB Occasional Paper 40.

Mongelli, F. P. and J. L. Vega. 2006. What Effect is EMU Having on the Euro Area and Its Member Countries? An Overview. ECB Working Paper 599.

Otto, G., G. Voss and L. Willard. 2001. Understanding OECD Output Correlations. RBA DP 2001–5.

Rose, A. K. and T. D. Stanley. 2005. A Meta-Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade. Journal of Economic Surveys 19–3. 347–365.

Shin, K. and Y. Wang. 2004. Trade Integration and Business Cycle Synchronization in East Asia. Asian Economic Papers 2:3.

Stanley, T. D. 2001. Wheat from Chaff: Meta-Analysis as Quantitative Literature Review. Journal of Economic Perspectives 15–3. 131–150.

Tenreyro, S. and R. J. Barro. 2007. Economic Effects of Currency Unions. Economic Inquiry.

Yamarik, S. and S. Ghosh. 2005. A Sensitivity Analysis of the Gravity Model. International Trade Journal.

Charles Albert Eric Goodhart
Financial Markets Group
London School of Economics

Is the Euro Sustainable?

Yes, of course. To prolong the discussion, I shall instead ask the alternative question, under what conditions might the euro become unsustainable? Currency regime changes are essentially political issues, but economics influences politics. Pressures on euro membership would probably grow if asymmetric adjustment amongst the weaker euro members proves hard in the face of current adverse economic shocks. The costs of exit for such a weak exiting country would be huge, as Barry Eichengreen (2007) has already noted, but that does not necessarily mean that it would not happen, especially through some combination of market pressures and miscalculation. I consider, and try to guestimate probabilities for the following scenarios:-(i) A German exception; (ii) North/south divide; (iii) Miscalculation under pressure; (iv) Market pressures; (v) An interactive process.

1 Politics Trumps Economics

It is nice to be asked a question with a one-word answer: "Yes". The organisers of this Conference might, however, be mildly upset if I was to end there. So I shall turn the question around and ask a related question instead, which is under what circumstances might the euro become unsustainable?

Mike Mussa, when Chief Economist at the IMF, noted the regular pattern that each country had its own single currency.[1] When empires split, as occurred with the Soviet Union and Yugoslavia, the constituent separate states adopted separate currencies. When subsidiary states coalesce into a single union, as with Germany and Italy in the 19th century, they adopt a single currency. Optimal currency area theory has zero predictive power, apart from mini-States of the size of Luxembourg, or less, for whom an individual currency could be an unnecessary and expensive luxury.

The adoption of a single currency in the euro area was, of course, largely a political act, seen by most observers as a step along the road to greater political union. But it had the unusual feature of preceding, rather than succeeding, such union. Meanwhile the road to greater political union has proved quite rocky. The unfinished nature of both political and fiscal union in the euro area provides the basis for some continuing fragility.

In his excellent papers on "The Breakup of the Euro Area", reprised in part in his paper to the "Workshop EMU @ 10" (Brussels, 26 and 27 November 2007), Barry Eichengreen reminded his readers "that monetary union without political union is problematic. Since the latter is not likely to change anytime soon, collapse of the former cannot be dismissed", (also see De Grauwe, 2006). The decision of a Member State of the euro area to seek to pull out of the euro area, and to re-establish a national currency would be a major political step, with many serious repercussions; some of the economic consequences are discussed below. Since it would be primarily a massive political decision, there are many considerations beyond the bounds of economics that could come into play. I am not, however, competent to assess them, so I shall stick to the purely economic issues.

2 But Economics Influences Politics

The main economic question for national politicians is whether membership of the euro area continues to be seen to be in the best interests of the citizens of their own country. Besides the political and social effects, the sin-

[1] *Though Hong Kong within China, (two currencies in a single country) is a partial exception to this rule.*

gle currency generally brings efficiency gains, but at the expense of greater difficulties of adjusting to country-specific, asymmetric shocks. This latter is, of course, worse when the specific shocks are severe, as may well be the case in 2008/09.

When monetary and exchange rate policies cannot be used, and fiscal policies are somewhat restrained, on which more below, the main channel of adjustment is labour market flexibility, both in wages and labour mobility. A problem is that the first of these, relative wage flexibility has not, so far, been working well. Chart 1 shows the change in percent over the proceeding year of unit labour costs for the whole euro area, and for the main constituent countries, Germany, France, Italy and Spain.

In most years the differences have not been huge but they have been persistent. Initially these relative differences were quite benign, since they offset an original over-valuation of the

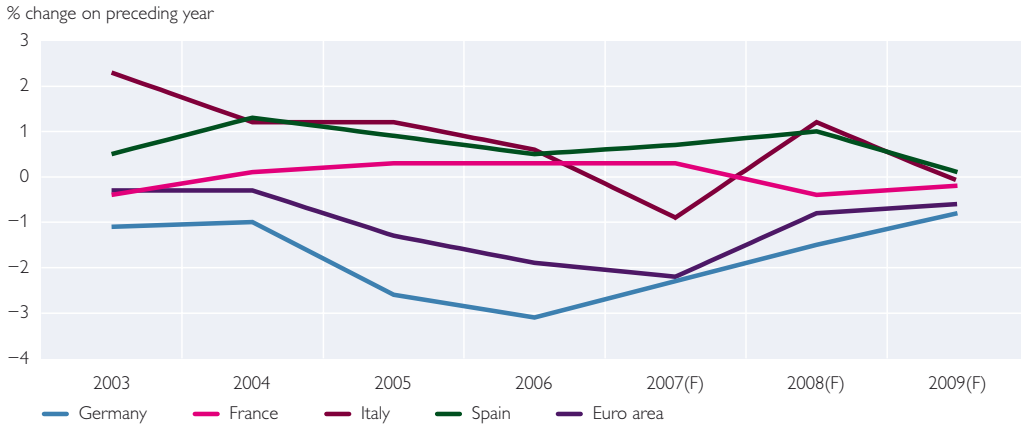
Chart 1

Unit Labour Costs – Whole Economy

Source: European Union Economic Forecasts, spring 2008.

Chart 2

Relative Unit Labour Costs to Rest of a Group of Industrialised Countries (National Currency)



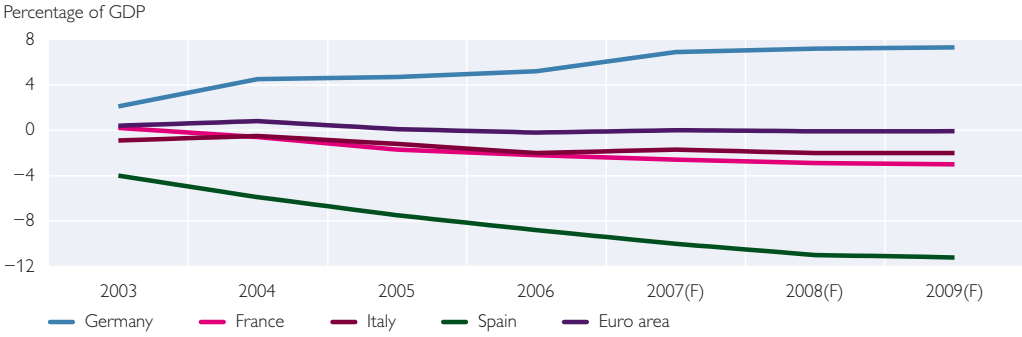
Source: European Union Economic Forecasts, spring 2008.

German Mark, post-unification, and capital inflows into Italy and particularly into Spain. Over time, however, they have led to some extreme movements in competitiveness, relative unit labour costs, and current account balances. Given the likely pattern of the effects of the current financial turmoil on Spain and Ireland, as contrasted with Germany and Austria, such trends will have to be reversed rapidly. The latest forecasts from a research study of the Centro Europa Ricerche in Rome are not optimistic on that score.

Moreover given the German and ECB aversion to inflation, this will have to be done by the peripheral countries reducing their unit labour costs. In those countries where productivity growth is quite high, Greece or Eastern Europe more generally, this can probably be done without wage cuts, but the pain will be greater in low productivity countries, like Italy.

Chart 3

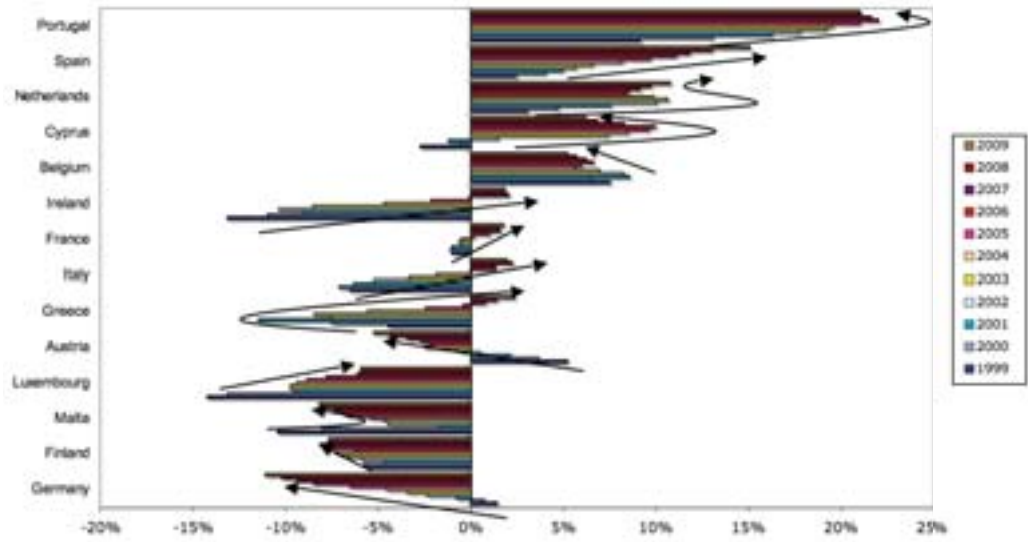
Current Account Balance



Source: European Union Economic Forecasts, spring 2008.

Chart 4

Unit Labour Cost Deviations from Euro Area Levels: 1999–2008



Source: Centro Europa Ricerche, Rome (2008).

It used to be said that there was low labour mobility within Europe, but that was prior to the unexpectedly large scale of migration from Eastern Europe, especially Poland, into the booming countries of Western Europe, notably Ireland, Spain and the UK. What will happen to the migrants when boom changes to downturn, or even recession? Many migrants are in the kind of job, e.g. in construction, most liable to lay-off in downturns, and some may go home. But inevitably many migrants will remain in jobs in their host country, while the indigenous unemployment numbers also rise sharply. During the boom the migrant inflow

from East Europe was apparently assimilated quite easily and generally welcomed. Will that survive a sharp downturn; could the previous migrant inflow come to be perceived as an increasingly serious social problem?

By most standards the fifteen years, 1992–2006, were a golden age of steady growth, stable prices and moderate unemployment. That has now temporarily ended. The stresses and strains arising from lack of adjustment mechanisms *could* now become more serious.

It is, at least, a possibility, to which I would give a probability ranking of 50% that the majority of voters in at least one euro area state will, during the next year or two, come to regard their membership of the euro area as a net liability. Put another way, if there was a tabula rasa, no past history, and a *fresh* choice to be made between entry, or not, into a newly constituted euro area, voters faced with this choice in one, or more, of the current euro area Member States would vote on balance against entry.

3 The Costs of Exit

But history is irreversible. The cost of exit from an existing system is not the same as whether, or not, to join in the first place. In Eichengreen's paper, to which I have already referred, he lists, and outlines, most of the costs of exit; the operational and transitional costs of reverting to a national currency, the costs of a probable loss of counter-inflationary credibility, the political costs of being seen as European backslider, etc. I agree with the points that he makes in a paper that can develop those at much greater length than I can here. So read his paper.

But I would like to extend and emphasize one issue, more than Barry does. This is that the debts, the IOUs, the deposits, notes, bills and bonds being issued by some hypothetically exiting country will have been issued in euros, whether by the public or the private sector. That hypothetical country may declare all its debts instantaneously redenominated in the restored, and presumably devalued, national currency. But the foreign creditors would not take that lying down. A contract is a contract. The creditors would go to their own national courts and then to the European court.

Why should a court, outside the country exiting, agree to a unilateral abrogation of contracts? Unlike Argentina, in almost all euro area countries private sector companies have sizeable

assets situated outside their own countries. Creditors from other countries could seize these, if their contracts were not honoured. A government has sovereign immunity, but if a European court ruled that it had to pay its euro debts according to the contractual terms, could an exiting country refuse to accept that ruling and still remain in the EU? Again unlike Argentina, the costs of unilateral partial default for a country exiting the euro could be huge.

Could an exiting country differentiate between domestic creditors (to be paid in the new currency) and foreign creditors (to be paid in euro)? The operational, logistical and legal problems would be massive. But if all, or even a large proportion, of pre-exit debts would have to continue to be paid in euro, while domestic assets were to be redenominated in national currency, a large segment of the private sector would, most likely, be forced into bankruptcy.

So, to my mind, unilateral exit would not be an optimal or rational policy for any country to make, both for the reasons set out above and those adumbrated at greater length by Eichengreen. Nevertheless, the course actually chosen is not always the best. So, in the next section, I shall set out some hypothetical scenarios that conceivably could lead to exit and/or break-up of the euro area.

4 Scenarios for Exit

(i) The German Exception

In the above, I have been implicitly assuming that the potential exiter was a weak state, planning to devalue. Barry Eichengreen uses some space to discuss the option of the other countries ganging up to push through a too inflationary policy, causing Germany to exit in disgust. I dismiss this as totally improbable. Inflation is a monetary phenomenon; the ECB is independent of politicians, protected by the Treaty and has a mandate for price stability; the members of the Governing Council are Central Bankers, required to maintain price stability for the euro area as a whole. Given this institutional set-up, the idea that Germany could be pressured into an inflationary policy strikes me as fanciful, unless the politicians use their powers on exchange rate regimes to require the ECB to peg the euro to some other more inflationary currency, presumably the U.S. dollar. That would, I believe, be institutionally and legally feasible, but hugely risky, not least because it *could* trigger a German exit and the break-up of the euro area.

(ii) A North/South Divide

Although the likelihood of getting a committee of Central Bankers to abandon their price stability mandate, and consciously embrace an inflationary policy, seems slim to me, the possibility that a large number, or even a majority, of euro group Ministers of Finance might do so is somewhat more likely. In particular, there is a possibility that all the main Mediterranean states, Greece, Italy and Spain, plus Portugal, Cyprus and Malta, could be pushed simultaneously into depression in the next few years. If they could reach a political understanding to press for an economic agenda with a united front, they might achieve a much better outcome for themselves than available by a unilateral exit. If they were to take such a political line, where that would leave France, Belgium, Ireland and the East European states would have to be seen.

Be that as it may, a Mediterranean political alliance could threaten to split the euro area unless policies were made more expansionary (and more assis-

tance was channelled in their direction). Might such a political alliance occur? It would probably require a combination of a severe recession and the election of relatively euro-sceptic parties in both Italy and Spain simultaneously. That looks improbable at present, but not impossible, perhaps a 2% chance, one in fifty?

(iii) Miscalculation or Pushed?

I have argued that exit could be less painful, and some of the potential costs negotiated, if done by a large group of countries rather than individually. But such political manoeuvring would probably become evident long before a common front could be hammered out. Indeed the election of a euro-sceptic government, pledged to do *something* to improve the economy, could act by itself as a warning signal to investors. There could easily develop a run out of claims on that country's fixed interest debt, whether it be issued by the public or private sector, corporates or banks, deposits, notes, bills or bonds; and there could be simultaneously a run to borrow from their banks. We have seen in recent months once again how, when confidence falters, runs can develop overnight.

The suspect country's, or countries', banks would become effectively stripped of liquidity in a flash. They would turn to the ECB who would have to accept piles of that country's debt as collateral for loans. The ECB, and the country's own banks would turn to an incoming euro-sceptic government for clarification of its future policies. Effectively, should a vocally euro-sceptic party win an election, it would probably be forced, by market pressures, either to abandon some of its election pledges and reconfirm membership of the euro, or to exit the euro within a day, or at best a week, of taking power. What would it choose? That would all depend. I would put the probability of exit under such a scenario, i.e. election of a euro-sceptic party subject to instantaneous market pressures, as about 4%, one in twenty five.

(iv) Market Pressures

Markets are forward looking. They will seek to assess the build up of economic and political pressures. For the weaker members of the euro area, there is a one way option. Either they stay as members, or they get forced into devaluation. Hence, investors would prefer the fixed interest debt of the stronger members, unless offset by a risk premium, or differential. So, the relative economic weakness, and political potential towards exit, will be marked by widening interest differentials, probably well before any specific choice of exit, or not, is put specifically on the table.

To the extent that such interest differentials should appear, it could lead to a vicious spiral. Widening interest differentials reduce the perceived benefits of euro membership, and worsen the economy affected. That exacerbates euro scepticism, which further increases the interest differential. Could such a market-driven process go so far as actually to drive a country out of the euro area without the prior election of a euro-sceptic government? Highly improbable, but not entirely impossible, perhaps a probability of one in a hundred.

(v) An Interactive Process

Perhaps the most probable scenario is a combination of most of the above. The Mediterranean countries weaken, and political grumbling about the constraints of the euro area membership increase. Interest rate differentials widen. Clarification of future policies,

with respect to future membership, is sought from the relevant (new) government(s). The statement does not reassure, and a financial crisis ensues. The government then reasserts control of the printing press, and issues a national currency, to support its financial system.

The market then turns to the next weakest country; contagion amongst member nation states ensues. The country, (or countries), that has (have) already exited seek to fan such contagion, since, as already noted, the more countries exit simultaneously, the higher their own bargaining position. How far, violently and viciously, could such contagion spread? Remember the ERM!

What probability would I attach to this? Perhaps 5%, one in twenty.

5 Conclusion

If you add up all my probabilities, which is not quite kosher since they are not all mutually exclusive, it comes to about 12%; perhaps overall between 10% and 20%. Slim, but not entirely negligible, and, as measured by government bond differentials, rising noticeably at this moment.

How might such probabilities be reduced? The obvious answers are by the achievement of further steps towards political and fiscal union, and/or through greater labour market flexibility. Whether any of that can be achieved, and on a time scale dictated by the prospective world-wide recession, is another question, which, perhaps fortunately, I do not have the time/place to answer.

Dinner Speech

Arnout H. E. M. Wellink

President, De Nederlandsche Bank
Chairman, Basel Committee on Banking Supervision

Banking Supervision in Europe: Developments and Challenges

1. The banking system has gone through major changes over the past years. Underlying factors have been deregulation and liberalisation, as well as technological progress. Three main trends can be distinguished.
   - First, banks themselves have become increasingly market-dependent. That is, we have seen a transition from the traditional originate-to-hold banking model to the contemporary originate-to-distribute model. Financial innovations, such as securitisations and credit risk transfer, have enabled banks to disperse their risks to the capital markets. However, as the financial turmoil has clearly shown, the transfer of risks has in many cases been inadequate. The currently ongoing re-intermediation process, which is hampered by a lack of market transparency, is putting strain on banks' profits, capital and liquidity cushions.
   - Second, banks have increasingly embarked on international operations, primarily through subsidiary companies. As a direct result of a recent surge in cross-border banking mergers and acquisitions, the share of foreign banks in domestic European markets has increased substantially, from 26% of total assets in 2001 to 33% in 2006. Furthermore, the share of European banks' claims on the rest of the world has also grown.
   - Third, the banking system has become more concentrated. Whereas the number of credit institutions in the European banking sector has declined, total assets have increased, signalling the emergence of larger institutions. As a direct result of numerous mergers and acquisitions, Europe's largest banking groups have been growing in prominence. Between 2001 and 2005 the largest banking groups' share in total EU banking-sector assets has risen substantially from 54% to 68%.
2. As regards the first trend of more market-orientation of banks, the recent turmoil has revealed that the originate-to-distribute model needs to be strengthened. The Financial Stability Forum has made several recommendations in this respect. Market transparency and valuation should be enhanced; risk management practices should be strengthened, especially with regards to liquidity risk; and, more fundamentally, incentives along the securitisation chain must become properly aligned. So, major challenges lie ahead. Let me elaborate on how the implementation of Basel II will support the adjustment process.

Basel II Supporting Banking System Resilience

3. As you know, Basel II has only been fully implemented in Europe since the beginning of this year. The U.S.A. are rolling it out more slowly. Even so, there is already strong agreement that Basel II will improve incentives for risk management and market disclosure and enhance capital regulation and supervision. Let me point out some key enhancements relevant to the current crisis. Among other things, Basel II will deliver better risk differentiation. Banks that enter upon more risky lending practices will need to strengthen their capital base accordingly. Moreover, under the new capital regime all exposures will be

subject to regulatory capital charges, whether on or off the balance sheet. Basel II will also create more neutral incentives between retaining exposures on the balance sheet and transferring them to the capital markets through securitisations. It will reinforce capital requirements for banks' trading books, which are rapidly growing. And last, Basel II will enhance disclosures of banks' risk profiles, notably with regard to structured credit and securitisation activities.

4. Given that Basel II is a risk-sensitive framework, there is some concern that it may turn out to be too procyclical. However, to achieve more risk sensitivity in minimum capital, there has to be some fluctuation in that requirement over the cycle. The Basel Committee has tried to balance the objectives of risk sensitivity and capital adequacy over the cycle. For instance, banks are required to perform forward-looking stress tests to make sure that they hold enough cushions above the minimum. Basel II will also require much stronger firm-wide aggregation and management of risk exposures. And banks that take on more risk will be required to hold more capital in the first place, helping to prevent the build-up and under pricing of risk. We will also be tracking the framework over time and make any necessary adjustments based on our findings.
5. So, it is safe to say that the Basel II framework is a major improvement. But it is not the ultimate answer to the financial markets problems of today and tomorrow. In December 2006, the Basel Committee had already identified "pressure points" and weak spots in the regulatory and supervisory regime that should be addressed. Fortunately, the framework is flexible enough to evolve over time. In light of recent developments, the Basel Committee has already begun to evaluate certain aspects of the framework. These include issues such as the securitisation of complex products, reputational risk and disclosure. But strong capital, though essential, is only one aspect of a stable banking and financial system. Sound risk management, strong supervision and robust liquidity cushions are also critical. The Basel Committee's work agenda seeks to strengthen practice in these areas. It is in the process of finalising global sound practice standards for liquidity risk management and supervision. These will address many of the lessons learned from the market turmoil. The Committee will also work on stress testing, off-balance sheet management, and valuation practices. Furthermore it is enhancing market discipline through better disclosure.

Ensuring Effective and Efficient Cross-Border Banking Supervision

6. Let me now turn to two challenges related to the infrastructure of supervision in Europe, namely cross-border supervision and the interplay between central banks and supervisors. The former challenge follows from the internationalisation of the banking industry. Over the past decades, European banking groups have become increasingly international in character. Not only do they move more easily across national boundaries, they also organise themselves accordingly. Prompted by these developments, supervision has moved beyond its primarily national orientation. Indeed, supervi-

sory rules and regulations are being progressively internationally harmonised – Basel II is in this respect a leading example. Nonetheless, internationally active banks are still confronted with a multitude of supervisors and regulators, which may impose their own specific national requirements. As the internationalisation of banks may be presumed to continue in the foreseeable future, further steps are needed to ensure effective and efficient cross-border banking supervision in Europe.

7. While a more integrated pan-European supervisory structure is ultimately desirable, how to get there is far from clear. Indeed, legal frameworks, deposit guarantee schemes, fiscal regimes and national supervisory arrangements within the European Union are still very diverse. The European Council agreed in December 2007 on a Financial Supervision Roadmap. Important elements of this Roadmap are the introduction of a European dimension into the mandates of national supervisors and the improvement of the functioning of EU colleges of supervisors.
8. Realistically, to promote more effective and efficient banking supervision in Europe in the near term, we should continue to build on the existing institutional structure. Accordingly, the challenge of cross-border banking supervision can be addressed in a two-step process. The first step is straightforward and can be taken swiftly. In line with the outcome of the latest informal ECOFIN and the recommendations by the Financial Stability Forum, so-called colleges of supervisors should be established for all major cross-border groups. These international colleges should include all relevant supervisors and would be created to enhance cooperation on ongoing supervisory issues. Existing supervisory committees such as the Committee of European Banking Supervision (CEBS) should guard the coherence and consistency between the different colleges to preserve a level playing field for the industry as a whole.
9. The second step towards more effective and efficient cross-border supervision concerns the decision-making process in colleges of supervisors. Whereas decision-making in existing examples of colleges is entirely on a consensus basis, I believe that the role of the lead supervisor or consolidated supervisor should be strengthened in order to avoid stalemates. Both for efficacy and efficiency reasons, decision making in colleges should resemble the clauses on internal model validation in the Capital Requirements Directive. These call on home and host supervisors to agree but ultimately, if consensus is not reached, allow the home supervisor to decide. Let me emphasise that the lead supervisor model requires a close working relationship between the host and the home supervisor, in which the host supervisor is taken seriously. In practice, a distinction could be made between

general colleges with broad information sharing, and core colleges with high frequency meetings particularly during periods of stress. A formal mediation mechanism could be considered to provide host supervisors a way to appeal against decision-making by the college or the lead supervisor. Besides more effective supervision, lead supervision will also promote greater efficiency. The financial sector's strong support for this supervisory model underscores this.

Ensuring Effective Interplay between Supervisors and Central Banks

10. Besides effective and efficient cross-border supervision, another challenge is to ensure an effective interplay between banking supervisors and central banks. As European banks have clearly grown in prominence and wholesale markets have become closely integrated, problems at individual banks are more likely to have systemic effects. Consequently, it is difficult to draw a line, in practice, between the responsibility for systemic stability, including the function of lender-of-last-resort, and that for prudential supervision of large banks. Indeed, in today's increasingly market-based financial system, disturbances are likely to affect core market mechanisms.
11. In my view, there are two necessary conditions for effective cooperation between central banks and banking supervisors. First, a cooperative and open mindset is required. Second, close and continuous information sharing is necessary. For the execution of central bank functions, timely access to micro-prudential information on individual banks is relevant. In the financial turbulence, information on the liquidity arrangements of counterparties, their sources of funding, and on their financial position has proven to be essential to obtaining a clear picture of the liquidity pressures influencing banks. Conversely, the information central bankers have on the functioning of money and credit markets is indispensable for prudential supervisors when assessing the risks to individual banks. These two necessary conditions for effective cooperation between supervisors and central banks – cooperative and open mindsets and adequate information sharing – are most effectively met within "an institutional framework in which the Eurosystem's responsibilities for monetary policy in the euro area are coupled with extensive supervisory responsibilities of NCB's in domestic markets and with reinforced cooperation at a euro area-wide level". The Twin Peaks model of financial supervision is fully in line with this 2001 conclusion of the Governing Council.

Conclusion

12. In conclusion, the financial market turmoil has underscored the importance of resilient, well-functioning banking systems. The implementation of Basel II will help banks and banking supervisors in achieving this. Regarding the infrastructure of supervision in Europe, I believe cross-border supervision needs to be strengthened. Indeed, a major step forward can be achieved through the lead supervisor model. In the lead supervisor model, an adequate representation of host country interests is crucial. Regarding the combination of pruden-

tial supervision and central banking, recent events have shown there are important synergies and reinforced the arguments for bringing both responsibilities as close as possible together. To ensure effective interplay between supervisors and central banks, a cooperative and open mindset is required, as well as adequate and timely information sharing. Thank you for your attention.

36. VOLKSWIRTSCHAFTLICHE TAGUNG 2008

36th ECONOMICS CONFERENCE 2008

Grundsatzreferat

Policy Lecture

Hans Tietmeyer

Präsident a. D.
Deutsche Bundesbank

Die Währungsunion aus historischer Perspektive

Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion feiert demnächst ihren zehnten Geburtstag, die Europäische Zentralbank am 1. Juni diesen Jahres und die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) am 1. Januar 2009. Schon heute kann der Euro als gemeinsame Währung im Gegensatz zu vielen Prognosen auf eine insgesamt beeindruckende Erfolgsgeschichte zurückblicken. Bisher ist dieses historische Experiment jedenfalls weitgehend geglückt, wenn auch sein weiterer Weg sicher noch mit manchen Herausforderungen verbunden sein wird. Ich bin kein Historiker. Zur Europäischen Währungsunion habe ich jedoch eine besonders enge persönliche Beziehung, denn ich war in der Tat sowohl am Zeugungs- als auch am Geburtsprozess sowie an den meisten Weichenstellungen dorthin eng beteiligt – zunächst in der Deutschen Bundesregierung – und später in der Deutschen Bundesbank. Und dieser Zeugungs- und Geburtsprozess war langwierig und schwierig zugleich. Er zog sich über fast drei Jahrzehnte hin, vom Gipfel in Den Haag 1969 bis zum tatsächlichen Beginn im Januar 1999. Viele zunächst sehr unterschiedliche Positionen, die teilweise auch von andersartigen Strukturen und Erfahrungen in den einzelnen Ländern geprägt waren, konnten erst allmählich und zum Teil auch erst in extremen Konfliktsituationen überbrückt werden (Tietmeyer, 2005). Insgesamt war der Weg nicht nur lang, sondern auch sehr steinig. Es mussten viele tatsächliche und manchmal auch vermeintliche Hindernisse ausgeräumt und überwunden werden, wobei es nicht selten auch ernste Absturzgefahren gegeben hat. Deswegen mag zunächst der Blick zurück in die Geschichte sinnvoll sein, zumal sie zugleich auch Lehren für die Zukunft bietet. Als Nichthistoriker werde ich jedoch auf den Vergleich mit anderen historischen Währungsunionen in diesem Zusammenhang verzichten.

1 Entwicklung in den 1960er-Jahren

Der EWG-Vertrag, der 1957 in Rom unterzeichnet wurde, schloss das Währungsthema zunächst weitgehend aus. Mitte der 1950er-Jahre funktionierte das weltweite Fixkurssystem von Bretton Woods noch weitgehend problem- und konfliktlos. Zwar verpflichteten sich die sechs Gründerstaaten: „Die Politik auf dem Gebiet der Wechselkurse als eine Angelegenheit gemeinsamen Interesses zu behandeln." (Art. 107, Absatz 1) und „zur Förderung der Koordinierung der Währungspolitik der Mitgliedstaaten einen beratenden Währungsausschuss" einzusetzen. (Art. 105, Abs. 2) Die Politik der damaligen sechs Mitgliedsstaaten konzentrierte ihre Bemühungen im monetären Bereich jedoch zunächst vor allem auf Erleichterungen des grenzüberschreitenden Zahlungs- und Kapitalverkehrs, wobei der deutsche Wirtschaftsminister Minister Ludwig Erhard schon früh auf einen Übergang der Deutschen Mark zur vollen Konvertibilität drängte.

Zu ersten währungspolitischen Spannungen in der neuen EWG kam es jedoch schon im März 1961, als die Deutsche Mark und der holländische Gulden um 5 % im Bretton-Woods-System aufgewertet wurden. Dies löste innerhalb der Gemeinschaft und ihrer Gremien eine sehr intensive Debatte aus. Die Kommission legte im Herbst 1962 ein Aktionsprogramm vor, das neben vielen anderen Punkten erstmals auch längerfristige Vorstellungen für eine in eine Wirtschaftsunion einzu-

bettende Währungsunion enthielt. In der folgenden Diskussion wurde das Thema Währungsunion jedoch zunächst weitgehend überlagert durch die heftigen Kontroversen über die damals insbesondere von Frankreich beeinflussten Vorstellungen der Kommission für eine stärkere Planifikation der nationalen Wirtschaftspolitiken. Von deutscher Seite wurden solche Vorstellungen eindeutig abgelehnt. Für den Währungsbereich selbst kam es im Frühjahr 1964 nur zu einer Einigung auf einen weiteren Konsultationsausschuss, nämlich den Ausschuss der Präsidenten der Notenbanken, der allerdings zur Demonstration seiner politischen Unab-

hängigkeit bewusst nicht in Brüssel, sondern regelmäßig am Rande der Board-Meetings der BIZ in Basel tagte. Zunehmende Wechselkursspannungen ergaben sich dann in der Sechsergemeinschaft insbesondere in der zweiten Hälfte der 1960er-Jahre. Die damalige Pfund- und Dollarschwäche reflektierte sich vor allem in einer zunehmenden Stärke der Deutschen Mark, mit der in Europa damals nur der holländische Gulden sowie der Schilling und der Schweizer Franken mithalten konnten. Das galt jedoch nicht für den französischen Franc, den belgischen Franc und die italienische Lira. Diese zunehmenden Wechselkursspannungen lösten innerhalb der EWG damals viele Kontroversen aus. Nicht nur das auf festen Paritäten basierte neue Agrarsystem geriet in Schwierigkeiten. Von vielen Kritikern in Politik und Wirtschaft wurden Paritätsänderungen auch als eine Verzerrung des Handelsverkehrs innerhalb der vertraglich festgelegten Zollunion angesehen. Und Bob A. Mundell hat schon 1961 in einem Aufsatz unter dem Titel „A Theory of Optimum Currency Area“ für einen homogenen Währungsraum argumentiert, der nicht durch nationale Grenzen, sondern vor allem durch eine hinreichende Mobilität der Arbeitskräfte, durch Flexibilität der Arbeitskräfte sowie durch finanzielle Integration gekennzeichnet sei. Diese Mundell-These wurde damals zwar in der Wissenschaft ernsthaft diskutiert, in der politischen Diskussion Europas fand sie jedoch erst viel später mehr Beachtung, wenngleich die von ihm genannten Voraussetzungen bis heute in der Realität des Euroraums noch sehr unvollkommen realisiert sind, ein Zustand, der für den Euro gerade auch in Zukunft noch erhebliche Herausforderungen bringen kann.

Das von der EWG-Kommission Anfang 1969 vorgelegte sogenannte Barre-Memorandum blieb jedoch deutlich hinter solchen Ansprüchen zurück, wenngleich es zu Recht das Hauptgewicht auf eine Verbesserung der wirtschaftspolitischen Kooperation der Mitgliedsstaaten legte. Wohl gab es damals nach dem Rücktritt von De Gaulle 1968 in Frankreich mit Pompidou einen neuen Staatspräsidenten, in Deutschland bestand jedoch gerade auch wegen der bevorstehenden Bundestagswahlen im September 1969 für die damalige

große Koalition eine weitgehende Handlungsunfähigkeit. Erst nach der Wahl war auch eine aktive deutsche Beteiligung an den Beratungen über die Weiterentwicklung in Europa möglich.

2 Der Gipfel von Den Haag

Schon kurz nach den Wahlen in Deutschland kam es im Herbst 1969 zur Gipfelkonferenz von Den Haag, bei der es um zwei zentrale Themen ging: Erstens die Bereitschaft der Sechsergemeinschaft zu Erweiterungsverhandlungen, insbesondere mit vier weiteren Staaten in Europa, (Vereinigtes Königreich, Irland, Dänemark und Norwegen) von denen dann drei Staaten 1972 der EWG beitraten. Aber, wie wir heute wissen, wurde mit dieser ersten Erweiterungsrunde auch für später der Prozess der Erweiterungen der Mitgliederanzahl eingeleitet, zunächst von 6 auf 9, dann auf 10, 12, 15, 25 bis heute bereits 27, und der Prozess geht wohl noch weiter. Der zweite Punkt war in Den Haag die Bereitschaft zur Weiterentwicklung der Gemeinschaft durch Vertiefung der Integration, insbesondere in Richtung einer Wirtschafts- und Währungsunion. Dafür sollten so rasch wie möglich die notwendigen Untersuchungen angestellt und ein Stufenplan erarbeitet werden. Schon Anfang 1970 setzte der Ministerrat in Brüssel daraufhin unter Vorsitz des damaligen Luxemburger Ministerpräsidenten Pierre Werner eine Expertengruppe ein, in der ich selbst als deutscher Stellvertreter mitgearbeitet habe. In dieser Werner-Gruppe haben wir damals nicht nur intensiv gearbeitet, sondern wir haben auch hart gerungen (Tietmeyer, 2003).

Zentrale Themen unseres Berichts waren:

1. die Definition einer Währungsunion und zwar mit unwiderruflichen Paritäten bzw. einer einheitlichen Währung, (diese Frage blieb offen), mit voller Konvertibilität und vollständiger Liberalisierung des Kapitalverkehrs sowie mit einem supranationalen und unabhängigen Zentralbanksystem
2. eine stärkere Koordinierung und teilweise Vergemeinschaftung der Wirtschaftspolitik
3. die Festlegung eines 3-Stufen-Prozesses auf Basis eines oder mehrerer ratifizierungsbedürftiger Verträge; wobei der Ministerrat selbst für den gesamten Prozess bis zur Endstufe zunächst einen Zeitraum von zehn Jahren anvisierte

Dieser ambitiöse Plan der Werner-Gruppe löste damals vor allem in den teilweise noch immer sehr gaullistisch geprägten politischen Kreisen in Paris heftigen Widerstand aus. Insbesondere die vorgesehenen Weiterentwicklungen in Richtung supranationaler Strukturen wurden nicht akzeptiert, von der politischen Autonomie eines Zentralbanksystems ganz zu schweigen. Bei den anschließenden Beratungen im Ministerrat gab es deswegen nur den Eintritt in die erste Stufe mit verstärkten Koordinierungsbemühungen, aber ohne Änderungen der Kompetenz- und Entscheidungsstrukturen sowie weitergehende Verpflichtungen für die nächsten Stufen. Parallel kam es im Jahr 1972 nur zu einer informellen Vereinbarung zwischen den Zentralbanken für eine verstärkte Kooperation im Bereich der Wechselkurse mit verengten Bandbreiten, die sogenannte „Schlange im Tunnel“ (der größeren Bandbreite des Dollars), wobei sich in den Folgejahren durch die Freigabe des Dollars im Jahre 1973 nicht nur der Dollar-Tunnel auflöste, auch die Schlange selbst erwies sich als nicht stabil. Es gab in der „Schlange“ viele Paritätsänderungen sowie mehrere Aus- und Einstiege in den 1970er-Jahren. Insbesondere die stabilitätspolitischen Herausforderungen auf

Grund der Ölpreisentwicklung sowie die unterschiedlichen nationalen Antworten darauf bewirkten auch innerhalb der EWG immer wieder neue Wechselkursdivergenzen.

Von einer Währungsunion war die EWG jedenfalls Mitte der 1970er-Jahre weiter entfernt als je zuvor. Im Jahr 1978 ergriffen dann die beiden damaligen Staats- und Regierungschefs in Frankreich und Deutschland, Helmut Schmidt und Giscard d'Estaing, die sich schon aus ihrer Zeit als Finanzminister gut kannten, eine neue Initiative. Sie schlugen gemeinsam eine rechtliche Vereinbarung über ein Europäisches Währungssystem (EWS) vor, das insbesondere auf eine stärkere Einbindung der höher bewerteten Währungen und eine rechtliche Absicherung durch ein Regierungsabkommen abzielte. In recht schwierigen Expertenverhandlungen gelang es jedoch, diese Vorschläge zu entschärfen, wobei durch den Einspruch der Deutschen Bundesbank insbesondere die vorgesehenen Einschränkungen der Notenbanksouveränität beseitigt werden konnten. Das Ergebnis dieser deutsch-französischen Initiative blieb so zunächst recht beschränkt. Leitkursveränderungen blieben auch weiterhin unvermeidbar.

3 Neuorientierung der Stabilitätspolitik in Frankreich

Zu einer wirklichen Änderung kam es erst, als sich in Frankreich eine Neuorientierung in der Stabilitätspolitik durchsetzte und sich so eine auch faktische deutsch-französische Annäherung ergab. Während die Stabilitätspolitik in Deutschland insbesondere durch die unabhängig operierende Bundesbank betrieben wurde, spielte in Frankreich seit langem vor allem die Politik der Regierung und ihre Einflussnahme auf die Banque de France die Hauptrolle. Und eben die französische Regierung änderte ihren Kurs nach der Berufung von Jacques Delors zum Finanzminister im Jahre 1982. Jacques Delors hatte erkannt, wie gefährlich und belastend eine Fortsetzung des bisherigen Kurses für Frankreich selbst und auch für die europäische Integration war. In schwierigen, regierungsinternen Verhandlungen setzte sich Jacques Delors für eine neue französische Stabilitätspolitik ein. Nach einigen Kontroversen innerhalb der Regierung gewann er dafür auch die Zustimmung von Präsident Mitterand, allerdings unter der Voraussetzung, die Mitterand vorgegeben hatte, dass zur Verbesserung der französischen Wettbewerbsfähigkeit auch zugleich eine deutliche Korrektur der Parität zur Deutsche Mark durchgesetzt wird. In mehrtätigen, zunächst bilateralen und dann multilateralen, teilweise auch dramatischen Verhandlungen haben wir im März 1983 in Bonn, in Paris und in Brüssel über die von französischer Seite für notwendig gehaltenen Paritätsänderungen gerungen, wobei Delors übrigens auch mit verbalen Presseattacken gegenüber den Deutschen keineswegs sparte. Entscheidend aber war das Ergebnis, und das Ergebnis war ein nachhaltiger Erfolg. Denn auf Basis eines auch für die deutsche Seite schwierigen Paritätskompromisses konnte Delors in der Folgezeit in Frankreich mit Erfolg eine nachhaltige Kurskorrektur der eigenen Politik durchsetzen und so den französischen Franc auch nach außen hin allmählich stärken. Und als er dann 1984 Kommissionspräsident geworden war, setzte er diesen Stabilitätskurs verstärkt auch in Brüssel durch. Und zwar in einer Gemeinschaft, die mittlerweile ja schon auf zwölf Mitgliedstaaten angewachsen war.

Mit der von ihm betriebenen Weiterentwicklung der Verträge zur sogenannten „Einheitlichen Europä-

ischen Akte“ wurde dann Mitte der 1980er-Jahre in der EG nicht nur der Stillstand der Integration überwunden, es wurde auch ein verbindliches Binnenmarktziel und die endgültige Ausrichtung des europäischen Einigungsprozesses auf das Endziel der Europäischen Union festgelegt. Und was von vielen damals nicht genügend beachtet wurde: Mit der sogenannten „Einheitlichen Akte“ wurde zugleich auch das Ziel der Wirtschafts- und Währungsunion erstmals im Vertrag genannt, sowie das für die Verwirklichung notwendige vertragliche Vorgehen festgelegt, nämlich die Realisierung der Währungsunion auf Grundlage eines neuen ratifizierungsbedürftigen Vertrags. Ich erinnere mich noch sehr genau, dass der deutsche Bundeskanzler Kohl mich bat, Frau Thatcher zu überzeugen, dass das auch für sie letzthin ein tolerabler Weg sei. Denn jetzt war zwar das Ziel festgelegt, aber der Weg dorthin konnte ausschließlich auf Basis von ratifizierungsbedürftigen Verträgen realisiert werden.

Wohl gab es auch in den Folgejahren noch vereinzelte Spannungen und Kontroversen sowie noch einzelne Paritätsänderungen, aber die innerhalb der EG wachsende stabilitätspolitische Konvergenz war doch unübersehbar. Und so war es zumindest für Insider auch keine Überraschung mehr, als Bundeskanzler Kohl nach Absprache mit Präsident Mitterand und mit dem Kommissionspräsidenten Delors im Sommer 1988 auf dem Gipfel in Hannover zur Prüfung des Weges zu einer Wirtschafts- und Währungsunion die Einsetzung einer neuen Expertengruppe vorschlug, diesmal unter dem Vorsitz von Jacques Delors selbst, und zugleich mit allen zwölf Notenbankgouverneuren als Mitglieder.

4 Europäische Weichenstellungen im Wendejahr 1989/90

Die sogenannte Delors-Gruppe legte ihren Bericht, der sich inhaltlich weitgehend auf den Werner-Bericht von 1971 bezog, jedoch zugleich auch einige Klarstellungen enthielt, im sogenannten Wendejahr 1989/90 vor. Er wurde zwar den Finanzministern der EU schon im Sommer 1989 vorgelegt, als die Frage der Maueröffnung noch nicht aktuell war. Die Verhandlungen darüber sollten jedoch erst im Herbst 1989 beginnen. Diese zeitliche Koinzidenz mit der Öffnung der Ostgrenzen am 9. November 1989 und die 1990 folgenden deutschen Wiedervereinigungsverhandlungen hat den folgenden Entscheidungsprozess damals zweifellos beschleunigt und letztlich wohl auch erleichtert. Wohl gab es im Zusammenhang mit dem von der deutschen Bundesregierung vertretenen Ziel einer raschen deutschen Wiedervereinigung nicht das bisweilen in der Presse behauptete simple „do ut des“ zwischen Deutschland und den europäischen Partnerstaaten, zumal es ja bei der Wiedervereinigung auch vor allem um die Position der USA und der UdSSR ging. Sicherlich war die deutsche Seite in den folgenden WWU-Verhandlungen flexibler und in Sekundärfragen wohl auch kompromissbereiter als zuvor. Sie brauchte für die deutsche Wiedervereinigung ja auch die Zustimmung der europäischen Partner. Insbesondere Bundeskanzler Kohl war auch persönlich davon überzeugt, und hat es immer wieder betont, dass es zwischen der europäischen Integration und der deutschen Wiedervereinigung keinen Widerspruch gebe. Sie sind, wie er immer wieder gesagt hat, die zwei Seiten einer Medaille für die deutsche Politik. Und um das zu beweisen, wollte er gleichzeitig Fortschritte an beiden Fronten.

Nachdem schon im Jahr 1989 wichtige erste Weichen gestellt worden waren, wurden im Dezember 1990 auf dem Kapitol in Rom die Vertragsverhandlungen für den späteren Maastricht-Vertrag offiziell eröffnet. Die Zuständigkeit für die Verhandlungen übernahmen damals, anders als sonst die Finanzminister, die sich allerdings durch den Währungsausschuss und den Ausschuss der Notenbankgouverneure beraten ließen. Infolge meiner zwischenzeitlichen Berufung ins Direktorium der Bundesbank war ich persönlich stets eng beteiligt, was auch für die Beratungen über das Statut des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank gilt, die damals vor allem auf der Stellvertreterebene der Notenbankpräsidenten in Basel stattfanden.

In dem nach teilweise schwierigen Verhandlungen 1992 ratifizieten Maastricht-Vertrag ist es zur Überraschung vieler damals weitgehend gelungen, die zentralen Eckpunkte und das Rahmenwerk für die Währungsunion selbst relativ klar festzulegen:

1. die vorherige Erfüllung von relativ eindeutig festgelegten Konvergenzbedingungen für die künftigen Mitgliedstaaten
2. die Einrichtung eines politisch dauerhaft unabhängigen und mit einem klaren Stabilitätsmandat ausgestatteten unabhängigen gemeinsamen Zentralbanksystems sowie seine deutliche Absicherung im Vertrag; und
3. die Festlegung eines verbindlichen Termins für den Eintritt in die Endstufe 1999.

Diese Einigung konnte allerdings nur im Zusammenhang mit der sogenannten Opting-out-Regel für Großbritannien erreicht werden, die dann später in ähnlicher Weise auch für Dänemark akzeptiert wurde. Beide Länder sind bis heute nicht bereit, ihre währungspolitische Souveränität zugunsten der europäischen Gemeinsamkeit aufzugeben. Ob und wann sich das ändert, kann erst die Zukunft weisen.

5 Die Probejahre in der ersten und zweiten Stufe

Schon bald nach der Unterzeichnung des Maastricht-Vertrags gab es allerdings zwei schwere Währungsbeben, die das ganze Projekt fast zum Scheitern gebracht hätten. Ich meine die Krise im Herbst 1992 und den Fast-Zusammenbruch im Sommer 1993. Gewiss, für beide Vorgänge war auch die damalige Hochzinspolitik der Deutschen Bundesbank infolge der Wiedervereinigungspolitik Mitauslöser. Ich habe das nie bestritten. Sie war aber nicht die eigentliche Ursache. Schon im Sommer 1992 zeigten sich die ersten Spannungen im EWS, als die meisten anderen Notenbanken der in Deutschland nach der Wiedervereinigung notwendigen Politik der Zinsanhebung, nicht zu folgen bereit waren. Die daraufhin von mir persönlich im August 1992 bei einem vertraulichen Treffen der großen vier EG-Länder in Paris vorgeschlagene Aufwertung der Deutschen Mark wurde leider von den Partnern Vereinigtes Königreich, Frankreich und Italien abgelehnt. Man drängte stattdessen auf eine deutliche Zinssenkung in Deutschland, eine Lösung, die damals stabilitätspolitisch jedoch nach dem Urteil der Bundesbank nicht vertretbar war. Und so waren die Spannungen sozusagen vorgezeichnet. Es kam zunächst zu Spannungen mit der italienischen Lira, die dann am 13. September 1992 zu einer Kombination von Lira-Abwertung und Deutsche Mark-Aufwertung führte. Eine multilaterale Paritätsänderung vis-à-vis der Deutschen Mark wurde jedoch von den anderen Partnern weiterhin abgelehnt. Drei Tage später griff die Währungs-

schwäche jedoch auf das britische Pfund über, das erst kurz zuvor unter dem neuen Premierminister John Major dem EWS beigetreten war. Der viel zitierte „Black Wednesday“ mit dem im Vereinigten Königreich noch heute vielfach als unehrenhaft empfundenen Austritt des Pfundes aus dem EWS, war aber nicht nur eine einseitige britische Entscheidung, sondern nach meinem Urteil vor allem auch eine Folge des vorherigen Beitritts zum EWS zu einem eindeutig überhöhten Kurs. Kurz danach kam auch der französische Franc in eine kritische Phase, die jedoch durch verbale Unterstützung seitens der Bundesbank beim damaligen Jahrestreffen in Washington zunächst überwunden werden konnte. Die folgende Phase der Beruhigung hielt allerdings für den Franc nur bis zum Frühsommer 1993 an. Sie wurde zwar im Frühjahr zunächst durch das Ergebnis der Nationalwahl mit dem neuen Premierminister Balladur verlängert. Der französische Franc gewann sogar zunächst an Stärke, die Märkte konnten aber durch die neue Politik in Frankreich nicht nachhaltig von einer neuen Stärke des Franc überzeugt werden. Im Laufe des Sommers geriet der Franc wieder immer stärker unter Druck. Und als in Frankreich Stimmen laut wurden, die Deutsche Mark zeitweilig aus dem EWS heraus zu drängen, reagierten die meisten anderen EWS-Länder und die Märkte sehr negativ, denn sie wollten auf keinen Fall ein EWS ohne die Deutsche Mark. Erst nach äußerst dramatischen Verhandlungen konnte am späten Abend des 1. August 1993 in Brüssel eine Lösung gefunden werden. Frankreich erklärte sich damals letztendlich bereit, den von mir zuvor schon mehrfach vorgeschlagenen Lösungsweg, der aber von französischer Seite zunächst immer abgelehnt wurde, einer vorläufigen substanziellen „Bandbreiten-Erweiterung“ zuzustimmen.

Genau diese, von vielen Kritikern zunächst als Todesstoß für die Währungsunion angesehene Lösung hat in der Folgezeit das bewirkt, um was es nach meiner Meinung bei der Vorbereitung für den Eintritt in die Währungsunion eigentlich ging. Die Mitgliedstaaten mussten durch ihre eigenen Anstrengungen die Finanzmärkte überzeugen, dass sie es mit den stabilitätspolitischen Konvergenzbemühungen tatsächlich ernst meinten. Auch im Nachhinein hat sich diese Lösung als recht erfolgreich erwiesen. Die an einem rechtzeitigen Beitritt zur Währungsunion interessierten Länder haben in den Folgejahren ihre eigenen Konvergenzbemühungen ausdrücklich verstärkt. Nach dem Eintritt in die zweite Stufe ab 1994 war man auch bereit, durch den Ende 1996 auf dem Gipfel in Dublin vereinbarten Stabilitäts- und Wachstumspakt das im Vertrag vorgesehene gemeinsame Überwachungsverfahren im Bereich der Fiskalpolitik zu verstärken.

Mit dem Eintritt in die zweite Stufe wurden aber auch die Vorarbeiten der

Zentralbanken intensiviert. Aus dem Ausschuss der Gouverneure wurde das Europäische Währungsinstitut in Frankfurt mit eigener Führung, zunächst unter der Leitung von Alexander Lamfalussi und später von Wim Duisenberg. In diesem Institut arbeiteten die nationalen Zentralbanken der damals bereits 15 EU-Mitgliedstaaten eng zusammen und einigten sich im Laufe der nächsten Jahre zunehmend auf gemeinsame Konzepte und technische Vorbereitungen für die spätere Gemeinsamkeit im europäischen Zentralbanksystem. Der dabei notwendige Einigungsprozess war insbesondere angesichts der unterschiedlichen nationalen Strukturen und Positionen nicht immer leicht. Aber er war nicht zuletzt dank des großen Engagements aller Beteiligten letztlich erfolgreich. Nicht nur zwischen den Ökonomien und den Währungen wuchs die Konvergenz, auch zwischen den Notenbanken entfalteten sich immer mehr Gemeinsamkeiten im Denken und Handeln, allen kritischen außenstehenden Kommentatoren zum Trotz.

6 Das Entscheidungsjahr 1998

Im Frühjahr 1998 legte die Kommission ihre ausführlichen Konvergenzberichte über die Lage in den Mitgliedstaaten sowie eine Empfehlung für den Beginn der Währungsunion am 1. Januar 1999 mit zunächst elf Mitgliedstaaten vor. Nachdem diese Konvergenzberichte vom Rat des Europäischen Währungsinstituts (EWI) eingehend und zum Teil auch recht kritisch überprüft worden waren, kamen am 1. Mai 1998 die Staats- und Regierungschefs zusammen, um:

1. den pünktlichen Beginn der Währungsunion zum 1. Jänner 1999 mit zunächst elf Mitgliedstaaten auf der Basis der geltenden Leitbildkurse zu beschließen,
2. das Europäische Währungsinstitut mit Wirkung vom 1. Juni 1998 durch die EZB zu ersetzen, sowie
3. die notwendigen Personalentscheidungen für die Präsidentschaft und das Direktorium der EZB zu treffen.

Während der Startbeschluss selbst von Anfang an weitgehend unstrittig war, kam es bei den Personalentscheidungen zunächst zu unerwartet scharfen Kontroversen. Insbesondere das hartnäckige Insistieren des französischen Staatspräsidenten auf einen baldigen französischen EZB-Präsidenten erwies sich als deutliche Belastung. Die dann spät in der Nacht vereinbarte Lösung hinsichtlich der ersten Präsidentschaft für die EZB, zunächst Wim Duisenberg, und nach dessen freiwilligem, nicht festgelegten Rücktritt Jean-Claude Trichet, hat sich inzwischen als die beste aller Lösungen erwiesen. Nur hätte man dies meines Erachtens auch ohne die unnötige und zunächst recht belastende Kontroverse erreichen können.

Die inzwischen schon fast zehn Jahre alte EZB hatte im zweiten Halbjahr 1998 zwar noch keine eigenen geldpolitischen Kompetenzen, sie hatte aber ein großes Arbeitspensum zu erledigen, wie Otmar Issing (2008) es in seiner neuen Publikation weitgehend dargelegt hat. Die zuvor im EWI erarbeiteten Vorstellungen mussten jetzt konkretisiert und verbindlich festgelegt werden. Zugleich musste die Organisation und das Instrumentarium im Detail festgelegt werden. Im Rückblick kann man zu Recht sagen: Die EZB und das Europäische System der Zentralbanken hat sich nach dem Startschuss in die Währungsunion am 1. Januar 1999 vom ersten Tage an als voll handlungsfähig und entscheidungsfähig erwiesen.

7 Zwischenbilanz nach fast zehn Jahren

Entgegen der bei Ökonomen lange Zeit – sowohl innerhalb als auch außerhalb Europas – vorherrschenden Skepsis hat sich das ambitiöse Projekt der Europäischen Währungsunion bisher insgesamt zweifellos als ein Erfolg erwiesen (Tietmeyer, 2007). Der Euro wurde schon bald in Europa als auch weltweit als stabile Währung anerkannt, und das gilt nicht nur für die Märkte, das gilt auch für die Bevölkerung. Wohl hat die sogenannte „Teuro-Diskussion" zeitweise negative Reaktionen ausgelöst und tut es gelegentlich auch heute noch. Neben den offenkundigen Missbräuchen bei der Preisumstellung spielen dabei bis heute auch die Unterschiede zwischen der von den Kunden „gefühlten" und der „statistisch" gemessenen Inflation eine Rolle.

Auch international wird der Euro heute weitgehend als stabile Währung anerkannt, wie die Entwicklung des Außenwertes zeigt. Wohl hat der Eurowechselkurs in den ersten Jahren sowohl nominal als auch real zunächst nachgegeben, insbesondere seit 2002 ist er jedoch nachhaltig angestiegen und hat seinen Anfangskurs vor allem gegenüber dem US-Dollar deutlich überstiegen. Manchen Politikern war der Anstieg offenbar gar zu stark, wie ja auch die jüngsten Besorgnisse im G7-Statement von Washington andeuten. Man sollte jedoch nicht übersehen, dass die aus einer Überbewertung gegenüber dem US-Dollar entstehenden Probleme im großen Eurogebiet leichter zu ertragen sind als in den früheren nationalen Währungsgebieten. Und ich will nicht beschwören, in welcher Situation wir uns heute befinden würden, wenn wir noch ein multinationales Währungsumfeld ohne den Euro in Europa hätten.

Die aus meiner Sicht wichtigste positive Antwort der Europäischen Währungsunion ist jedoch die klare Stabilitätsorientierung und politische Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank. Gewiss, das Statut ist klar und eindeutig, auch wenn es damals nicht leicht durchzusetzen war, wie ich aus eigener Erfahrung weiß. Entscheidend war und ist jedoch letztlich die praktische Umsetzung; und hier gestehe ich, dass ich auch persönlich nicht immer ganz sicher war. Aber die bisherigen Verantwortungsträger haben nach meiner Überzeugung insgesamt Hervorragendes geleistet.

Trotz der teilweise recht unterschiedlichen Traditionen der beteiligten Zentralbanken ist es der Europäischen Zentralbank, dem Direktorium und dem Gouverneursrat offenbar schon früh gelungen, sowohl in den Ländern des Euroraums als auch weltweit ein hohes Maß an stabilitätspolitischer Anerkennung zu gewinnen. Die inzwischen aufgebaute Stabilitätsreputation der EZB beruht dabei auf ihrer schon mehrfach bewiesenen tatsächlichen Unabhängigkeit von der Politik, insbesondere von Einflüssen seitens der Regierungen und Parlamente. Wohl gab und gibt es immer wieder Versuche von indirekten politischen Einflussnahmen. Die bisherigen Amtsinhaber haben sich derartigen Versuchen jedoch offenbar stets widersetzt. Ein Ergebnis, das gerade auch in Anbetracht der unterschiedlichen nationalen Traditionen besonders wichtig war und ist.

Es hat im wirtschaftlichen Bereich viele positive Ergebnisse gegeben. Die Handelseffekte, aber auch der Standortwettbewerb sind stärker geworden und die Integration der Finanzmärkte ist vorangetrieben worden. Dennoch spielen offenbar immer noch nationale Präferenzen und unterschiedliche Strukturen eine wichtige Rolle im Währungsgebiet. Insgesamt sind wir leider von der ursprünglich als zugehörig

empfundenen vollen Wirtschaftsunion noch weit entfernt. Jedenfalls die im Vorfeld oft beschworene Katalysatorfunktion in Richtung Weiterentwicklung hin zu einem wirklichen gemeinsamen Wirtschaftsraum mit hinreichend koordinierten nationalen Wirtschafts- und Finanzpolitiken oder gar einer weiter entwickelten politischen Union bisher nur wenige Fortschritte gebracht. Selbst die im Vertrag festgelegte und durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt ergänzte Verpflichtung zur Fiskaldisziplin konnte bisher nur unvollkommen durchgesetzt werden. Die daraus resultierenden Stabilitätsrisiken halten sich zwar bisher

noch in Grenzen, aber wie lange noch? Auch die vorgesehene Modernisierung und Koordinierung anderer Bereiche hat in den meisten Bereichen bisher nur wenige Fortschritte gebracht. Insbesondere die Integration der Arbeitsmärkte und ihre Flexibilisierung haben bisher, wie nicht zuletzt auch die unterschiedlichen Arbeitskostenentwicklungen zeigen, noch keine hinreichenden und nachhaltigen Ergebnisse gebracht. Um nicht missverstanden zu werden: Auch in einer Währungsunion müssen nicht alle staatlich beeinflussten Bedingungen gleich sein. Bis zu einem gewissen Grad kann es hier unterschiedliche, politische und rechtliche Rahmenbedingungen geben. Gewisse Unterschiede können sogar nützlich sein, aber sie dürfen die Wettbewerbsbedingungen nicht nachhaltig verzerren. Und gerade im Bereich der sogenannten Strukturpolitik besteht hier immer noch ein erheblicher Nachholbedarf für die Ermöglichung hinreichender Flexibilität und Mobilität in den Arbeitsmärkten.

Die Forderung nach mehr politischer Gemeinsamkeit sollte jedoch nicht als Forderung nach mehr Zentralisierung oder gar Rigidisierung der Rahmenbestimmungen verstanden werden. In einem Gebiet mit so vielen unterschiedlichen historischen Traditionen und Kulturen wird es immer eine gewisse Pluralität geben, aber diese Pluralität, die auch ein Stück Reichtum ist, darf nicht die notwendige Flexibilität und Mobilität der Arbeitskräfte gefährden. Und genau hier gibt es noch manche ungelösten Herausforderungen.

Ich möchte nochmals deutlich machen, dass ich nicht die Vorstellung habe, dass wir eine politische Gemeinsamkeit im Sinne einer Egalisierung brauchen. Was wir aber brauchen, ist klare Zuordnung der Kompetenzen. Was soll auf Gemeinschaftsebene geschehen, was soll auf nationaler Ebene geschehen? Und auf Gemeinschaftsebene müssen wir handlungsfähige Institutionen haben. Gerade hier ist eine weitergehende Klärung noch notwendig.

8 Schlussbemerkung

Der Schritt in die Währungsunion war ein historischer Schritt, der weder ein Scheitern noch eine Umkehr zulässt. Und dessen müssen sich alle Beteiligten auch in Zukunft bewusst sein. Auch das Ausscheiden eines Mitgliedstaates könnte sich für das betreffende Land selbst als katastrophal erweisen. Jedenfalls dann, wenn es aus Schwächegründen ausscheiden würde. Schon ein ver-

baler Hinweis könnte eine gefährliche Eskalation auslösen.

Der Euroraum ist inzwischen bereits von 11 auf 15 Mitgliedstaaten angewachsen. Die noch nicht teilnehmenden Länder pochen mehrheitlich, wenn auch mit unterschiedlicher Stärke, an die Eingangstür. Ich bin mir bewusst, dass jedes EU-Land nach dem Vertrag grundsätzlich das Recht zum Beitritt zur Währungsunion hat. Das gilt aber nur, wenn es auch tatsächlich und überzeugend alle im Vertrag genannten Voraussetzungen erfüllt, und zwar nicht nur kurzfristig. So sehr ich das Interesse der kleineren Länder an dem raschen Beitritt in die Währungsunion verstehe, die Entscheidungsträger dürfen die damit verbundenen Risiken auch nicht unterschätzen. Und zu diesen Risiken gehört nicht zuletzt auch das Risiko eines Berufungsfalls für andere. Ohnehin hat es bei der Zulassung bisher schon, wie ich meine, zumindest in einigen Fällen eher zu viel Großzügigkeit gegeben. Gerade aufgrund der Verantwortung für den zukünftigen Erfolg der Währungsunion, des Euro, ist bei der Entscheidung über die Erweiterung Genauigkeit und Vorsicht angebracht.

Durch die Weichenstellungen in der Vergangenheit und die praktische Arbeit des Europäischen Systems der Zentralbanken ist das vor mehr als 35 Jahren eingeleitete ambitiöse Projekt Währungsunion vor der Jahrtausendwende Wirklichkeit geworden und hat sich, wie ich zu Beginn schon gesagt habe, bisher insgesamt bewährt, allen pessimistischen Prognosen zum Trotz. Aber Otmar Issing hat auch Recht, wenn er im Schlusskapitel seines neuen Buches, mit der Überschrift „Europa am Scheideweg“, meint: „Der Mut der Politik zu Beginn der Währungsunion bedarf der Ergänzung, die notwendigen Reformen fortzusetzen.“ Die Finanzpolitik muss die selbst gesetzten Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts auch tatsächlich anwenden. Aber die Idee einer europäischen Sozialunion mit umfangreichen Schutzrechten, die die Rigiditäten in den Arbeitsmärkten verfestigen statt sie abzubauen, ist mit einer Währungsunion, einem stabilen Euro und einer einheitlichen Geldpolitik nicht vereinbar. Und Otmar Issing hat auch Recht, wenn er schreibt, und ich zitiere: „Noch niemals vorher in der Geschichte haben souveräne Staaten ihre Hoheit auf dem Gebiet der Währung auf eine supranationale Institution übertragen, während sie gleichzeitig in vielen Bereichen politisch mehr oder weniger autonom bleiben. Nicht von ungefähr sprechen viele Beobachter daher von einem Experiment. Ein Experiment, dessen Ausgang wohl auf längere Sicht im Ungewissen bleibt.“ Soweit Otmar Issing.

Ich füge hinzu: Dieses Experiment darf nicht scheitern. Umso wichtiger ist es jetzt, zunächst die vor allem auf nationaler Ebene noch bestehenden Defizite tatsächlich und nachdrücklich aufzuarbeiten sowie bei den anstehenden Erweiterungen zunächst sorgfältig die Lage in den Ländern zu prüfen, und zwar ohne Vorbehalte und Bevorzugungen. Die historische Verantwortung für die Wirtschafts- und Währungsunion in Europa verlangt beides: Weder darf es nationale Vorbehalte noch Bevorzugungen geben. Europa braucht den nachhaltigen Erfolg der Währungsunion.

Literaturverzeichnis

Issing, O. 2008. Der Euro – Geburt, Erfolg, Zukunft. München: Vahlen.

Tietmeyer, H. 2003. Der Bericht der Werner-Gruppe von 1970 und der Bericht der Delors-Gruppe von 1989 – ein Vergleich. In: Der Ökonom als Politiker – Europa, Geld und die soziale Frage. Festschrift für Wilhelm Nölling. Stuttgart.

Tietmeyer, H. 2005. Herausforderung EURO – Wie es zum Euro kam und was er für Deutschlands Zukunft bedeutet. München: Hanser.

Tietmeyer, H. 2007. Der Euro – eine Zwischenbilanz nach 8 Jahren. In: Der Freiheit verpflichtet. Festschrift für Otto Graf Lambsdorf. Stuttgart. Band 2.

Tagungsblock 3:
Österreich und die WWU – Podiumsdiskussion

Session 3:
Austria and EMU – Panel Discussion

Christine Marek

Staatssekretärin
Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit

Österreich in der WWU

Ich freue mich in Vertretung von Bundesminister Bartenstein zumindest ein Statement zur Veranstaltung geben zu dürfen. Das Thema ist eines, das uns in unserer Politik im Wirtschafts- und Arbeitsministerium in beiden Bereichen, in der Wirtschaft und in der Arbeit, permanent begleitet und für uns ganz wichtig ist.

Wir haben letztes Jahr den 50. Geburtstag der Römischen Verträge gefeiert, und hier wurde in der Berliner Erklärung der Staats- und Regierungschefs festgehalten: „Der gemeinsame Markt und der Euro machen uns stark." Ich glaube, das kann man absolut unterstreichen, die Europäische WWU und natürlich der Euro sind eine absolute Erfolgsgeschichte für Europa und ganz besonders Österreich. Gerade Österreich hat sehr stark von der Europäischen Union und dem Euro profitiert, obwohl zu Beginn durchaus noch Skepsis bestanden hat. Die Aufgabe des Schillings, der ja sehr, sehr stark auch Identifikationsfaktor war, die Aufgabe der Hartwährungspolitik, die Teil eines nationalen und Konsensualpolitikpakts war, bereitete Sorge – auch die Aufgabe der nationalen Geldpolitik, alles, was mit sehr viel Identifikation verbunden war. Aber ganz entscheidend war, dass nur die Geldpolitik auf die europäische Ebene transferiert wurde und Österreich natürlich weiter mitentscheidet. Denn in der Europäischen WWU wird die Geldpolitik durch den EZB-Rat entschieden, wo die nationalen Notenbanken vertreten sind und eine Stimme haben. Die Hartwährungspolitik findet weiterhin ihren Niederschlag in dem von der EZB verfolgten Ziel der Geldwertstabilität, etwas, zu dem wir uns natürlich sehr bekennen. Die Fiskal-, Struktur- und die Lohnpolitiken sind nach wie vor in den nationalen Zuständigkeitsbereichen, werden aber durch europäische Regeln zur Wirtschafts- und zur Haushaltspolitik und zur Lissabon-Agenda ergänzt. Hier sind wir in Österreich durchaus auf einem sehr, sehr guten Weg. Und man kann auch ganz klar sagen: Die Befürworter der Europäischen WWU haben Recht behalten, denn die WWU stimulierte die Wirtschaft und die Beschäftigung und hat gleichzeitig die globale Wettbewerbsfähigkeit gestärkt und verbessert und damit die Europäische Union innenpolitisch durchaus gestärkt.

Wenn wir uns eine kurze Bilanz ansehen, dann hat die EU ein sehr solides Wachstum in den letzten Jahren zu verzeichnen gehabt: 2006 3,1 % des BIP, 2007 2,8 %. Auch am Arbeitsmarkt ist eine sehr, sehr positive Entwicklung zu verzeichnen. Hier haben wir in den Jahren 2006 bis 2007 6,5 Millionen neue Arbeitsplätze in der Europäischen Union geschaffen und 2008 bis 2009 geschätzte plus 5 Millionen neue Arbeitsplätze. Wir sehen auch ganz klar, dass die Lissabon-Strategie wirkt: Wir sind hier auf einem guten Weg, mehr Wachstum, mehr Jobs. Seit 1999 ist auch der Intrahandel (Exporte) innerhalb der EU von 1.528 Mrd Euro auf fast 2.500 Mrd Euro im Jahr 2006 gestiegen (das sind 63 % mehr), Intrahandelimporte plus 65 %. Österreich exportiert 72 % in die Europäische Union. Die Europäische Union ist hier unser stärkster Partner. Der Extrahandel der europäischen Mitgliedsstaaten der EU-27 ist in der gleichen Periode um 70 % bzw. um 81,6 % Exporte/Importe gestiegen, also auch hier wirklich eine gute Steigerung, ein ausgezeichnetes Ergebnis.

Wenn wir uns die Situation des Euro heute anschauen, dann ist er mit 25 % nach dem US-Dollar die zweitwichtigste Reservewährung und hier zählen ganz wichtige Schlüsselfaktoren, die das ausmachen: die Wirtschaftskraft, natürlich die enge Verflechtung

des Euroraums mit der Weltwirtschaft, sehr leistungsfähige Finanzmärkte, das ist gerade in der aktuellen Entwicklung ein wichtiges Thema, und eine preisstabile Währung.

In der Geld- und Fiskalpolitik ist es uns besonders wichtig, dass der Stabilitäts- und der Wachstumspakt ein unverzichtbares Kernelement der Währungsunion ist, zu dem wir uns natürlich bekennen. Denn ganz klar: Ein ausgeglichener Haushalt ist – und ich gehe davon aus, dass Finanzminister Molterer das gestern auch betont hat – eine wesentliche Voraussetzung für nachhaltiges und stabiles Wachstum sowie Wettbewerbsfähigkeit. Daher glau-

ben wir, dass es ganz wichtig ist, eine vorsichtige und vorausschauende Fiskal- und Finanzpolitik zu machen und durchzuführen.

Wir bekennen uns zur Geldwertstabilität. Der Erfolg einer Währung hängt ganz klar auch vom Vertrauen ab. Nur damit sind stabile Inflationserwartungen möglich. Und hier ist die Europäische Zentralbank auf einem sehr guten Weg, denn sie verfolgt das Ziel der Erhaltung der Geldwertstabilität. Bei der US-amerikanischen Notenbank steht Wachstum und Beschäftigung im Mittelpunkt. Daher entscheidet sich die amerikanische Notenbank immer wieder zu sehr rascheren Zinssenkungen bzw. –erhöhungen. In der rezessiven Phase 2000/2001 senkte die US-Fed den Leitzins von 6,5 % auf 1,75 %, gigantische Sprünge. Die EZB ging hier ganz anders vor und senkte im selben Zeitraum die Leitzinsen von 4,75 % auf 3,25 %. Und seit Oktober 2007, ein weiterer Vergleich, senkten die amerikanischen Behörden den Leitzins von 4,5 % auf 2,25 % im März 2008. Dagegen beließ die Europäische Zentralbank den Leitzins unverändert bei 4 % und hat dabei ganz bewusst und ganz klar einen ausgewogenen Weg zwischen Geldwertstabilität einerseits und Wachstum auf der anderen Seite gewählt. Heute sehen wir – das hat Herr Dr. Christl auch in seinem Eingangsstatement angesprochen – die Inflation in besorgniserregender Höhe; die Frage der Rohstoffpreise, die hohen Nahrungsmittelpreise bereiten uns natürlich Sorge und sind für unsere Politik ganz entscheidend. Die hohe Inflation im gesamten Euroraum ist durchaus mit Sorge zu sehen bzw. mit sehr großer Vorsicht. Wir müssen hier ganz besonders darauf achten, dass es – Herr Gouverneur Liebscher hat das vor Kurzem ja betont – nicht zu Zweitrundeneffekten kommt, weil ansonsten die Preisspirale weiter nach oben zieht und hier noch mehr Teuerung zu erwarten ist, wenn es zu höheren Lohnabschlüssen durch diese Teuerung kommt.

Wenn wir uns die Inflation zwischen 2001 und 2006 anschauen, haben wir in Österreich durchschnittlich 1,6 %, deutlich unter dem 2 %-Ziel der EZB, gehabt. Im Euroraum und in der EU wurde jeweils ein durchschnittlicher Anstieg pro Jahr um 2,1 % verzeichnet. Heuer wird die Inflation nach

neuesten Zahlen der Europäischen Kommission zufolge in der EU 3,6 % betragen, in Österreich wird das bei 3 % liegen und erst 2009 ist ein stärkeres Sinken der Inflation zu erwarten.

Jetzt ein Ausblick für Österreich bzw. wo stehen wir in Österreich? Seit 15 Jahren, und hier haben wir wirklich den sehr guten Vergleich, wächst Österreich deutlich rascher als Deutschland, und seit fünf Jahren rascher als der Euroraum. Das Ergebnis ist hoher Lebensstandard, ist das vierthöchste BIP pro Kopf in der Europäischen Union nach Luxemburg, Irland und den Niederlanden, eine niedrige Armutsrate und eine hohe Beschäftigungsquote; bei 71,4 % liegen wir derzeit und waren 2006 bei 70,2 % und lagen schon damals über dem Lissabon-Ziel von 70 %. Bei den älteren Arbeitnehmern arbeiten wir daran, einfach noch besser zu werden, hier müssen wir deutlich besser werden – liegen wir bei 38,6 %, und das dank zahlreicher Reformen, die wir in den letzten Jahren noch durchgeführt haben. Ich spreche von Marktliberalisierung, Telekommunikation, Neugründungsförderungsgesetz, die durchgeführten Gewerberechtsnovellen, Erweiterung der Ladenöffnungszeiten – für die Wirtschaft ein ganz wichtiger Faktor –, aber auch die erfolgreiche praxisnahe Arbeitsmarktpolitik. Vor allem die Steuerreform 2004/2005 hat ganz wesentlich dazu beigetragen. Im Jahr 2007 haben wir eine ausgezeichnete Entwicklung zu verzeichnen gehabt mit einem BIP-Plus von 3,4 % und auch für 2008 erwarten wir ein sehr robustes Wachstum von ca. 2 %. Österreich verzeichnet Rekordbeschäftigung mit plus 2,71 % auf fast 3,4 Millionen unselbstständig Beschäftigten in Österreich. Wir haben quasi Vollbeschäftigung mit derzeit einer EU-Arbeitslosenquote von 4,1 %, wir sind hier Top 4 innerhalb der Europäischen Union. Auch bei der Forschungsquote sind wir auf einem sehr, sehr guten Weg: 2008 bei 2,63 %! Und ich glaube, man kann wirklich bestätigen, der europäische Integrationsweg ist eine echte rot-weiß-rote Erfolgsgeschichte und der Euro hat natürlich ganz wesentlich dazu beigetragen.

Österreich profitiert auch ganz besonders von der Globalisierung. Unsere Außenwirtschaft ist ganz besonders stark. Unsere Unternehmen sind international sehr erfolgreich. Wir haben viele internationale Player in Österreich. Der Wachstumsvorsprung basiert auch ganz klar auf der Nutzung der Vorteile der Ostöffnung und der EU-Erweiterung zum osteuropäischen Raum hin – die österreichischen Unternehmen sind sicher die Unternehmen, die am meisten von der EU-Osterweiterung profitiert haben. Gerade letzte Woche konnten wir mit dem Exportpreis diese Erfolgsgeschichten vor den Vorhang bitten und auszeichnen.

Im Jahr 2007 gab es einen Leistungsbilanzüberschuss in Höhe von 8,8 Mrd EUR und trotz des hohen bzw. sehr starken Euros sind die österreichischen Unternehmen sehr wettbewerbsfähig. Auch ein Rekordergebnis 2007 bei den Direktinvestitionen: aktiv und passiv jeweils knapp 27 % des BIP.

Was bleibt zu tun? Der Ausblick: Wo haben wir weiter Handlungsbedarf? Wir befinden uns in einem unter sehr schwierigen Rahmenbedingungen strengen Standortwettbewerb, mit den Vereinigten Staaten von Amerika, mit China, mit Indien. Wir kämpfen mit durchaus unterschiedlichen Herausforderungen. Wir können den Preiswettbewerb, gerade was die Lohnpolitik betrifft, nicht gewinnen, d. h. wir müssen einfach auf andere Faktoren setzen und hier ganz klar schauen, die Wettbewerbsfähigkeit zu stärken. Die Vollendung des Binnenmarkts ist ein ganz

wichtiges Thema, die Umsetzung der Dienstleistungsrichtlinie ebenso. Und hier gibt es noch ganz erhebliche Hindernisse, die wir bewältigen werden müssen. Natürlich ganz wichtig die Stärkung der kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs). Dies ist in den meisten europäischen Ländern ein ganz wichtiges Thema, sie sind ja das Standbein unserer Wirtschaft. Ganz besonders für die KMUs ist das Thema „Better Regulation" wichtig, eine große Herausforderung – „think small first" – einfach mit diesem Grundsatz zu agieren. Die Verwaltungskostenreform, die uns noch einiges abverlangen wird, ist eines der großen Ziele. Wir haben auch

mit dem Stichwort „Standard Cost Model 25 %" noch einiges an Hausaufgaben zu tun. Die europäische Produktpolitik und natürlich gemeinsame Normen sind ganz wichtige Faktoren in dieser Beziehung. Bedeutend ist auch die Fortsetzung der Flexicurity-Strategie. Wir sind hier in Österreich durchaus ein Vorzeigeland, kann ich durchaus stolz sagen. Die Europäische Union hat einige unserer Initiativen, wie Mitarbeitervorsorge, Abfertigung NEU, die Einbeziehung der Selbstständigen in die Arbeitslosenversicherung und auch in die Abfertigung, als Best-Practice-Beispiele erwähnt.

Herr Dr. Christl hat den Fachkräftemangel angesprochen, der natürlich nicht nur in Österreich drängend ist, sondern auch in anderen Ländern der Europäischen Union. Diesen nachhaltig und in Zukunft zu bewältigen, wird eine der zentralen Herausforderungen sein, der wir uns stellen werden müssen. Und natürlich ist es wichtig, den Vertrag von Lissabon in allen Ländern unter Dach und Fach zu bringen. Irland ist das einzige Land, das hier eine Volksabstimmung braucht, aufgrund der verfassungsrechtlichen Bestimmungen. Am 12. Juni wird Irland abstimmen. Ich denke wir sollten insgesamt den Vertrag von Lissabon gut abschließen, denn er ist eine ganz wichtige Basis für die Zusammenarbeit der EU-27, damit wir handlungsfähig sind, damit wir demokratisch sind und auch durchaus bevölkerungsnäher, denn die EU-Kritik ist ein Thema, das gerade die österreichische Politik vor besondere Herausforderungen stellt, hier auch die Demokratie innerhalb der Europäischen Union verständlicher zu machen und stärker zu gestalten.

Ich glaube, wir sollten dem Thema der Europäischen Union, der WWU viel positiver gegenüber stehen, dafür haben wir noch einiges zu tun und sind sehr bemüht klar zu machen: Österreich gehört zu den Ländern, die am allermeisten davon profitiert haben und auch in Zukunft weiter profitieren werden. Wir haben allen Grund, optimistisch zu sein. Ich hoffe, dass die heutige Veranstaltung vielleicht hier ein Stückchen mehr dazu beiträgt. Danke vielmals.

Markus Beyrer

Generalsekretär der Industriellenvereinigung

Geldpolitische Erfolge, aber Nachholbedarf in der Fiskalpolitik

Die Geschichte der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) ist vor allem eine Geschichte des Wechselspiels zwischen einer zentral gesteuerten Geldpolitk und einer Fiskalpolitik, die noch immer großteils im Ermessen der Einzelstaaten liegt. Zwar versucht man, die wirtschaftpolitischen Kurse der Mitgliedstaaten – bei der Fiskalpolitik über den Stabitlitäts- und Wachstumspakt und bei der Strukturpolitik über die offenen Methode der Koordinierung im Rahmen des „Lissabon-Prozesses" – aufeinander abzustimmen, aber eine kohärente Politik, wie sie von der Geldpolitik ausgeht, ist in den Verträgen nicht vorgesehen. Dass es bei der Strukturpolitik sogar nur bei einem simplen Benchmarking-System bleibt, das nur über das „naming and shaming"-Prinzip oder über gut gemeinte jährliche Empfehlungen zu Reformanreizen in den Mitgliedsstaaten führen kann, ist europäische Realpolitik.

Nicht dass ich gegen einen Wettbewerb der Standorte wäre, im Gegenteil: Ich bin sogar überzeugt, dass der hervorragende dritte Platz Österreichs der jüngsten Lissabon-Scorecard vor allem auf Reformen infolge der Konkurrenz in den unmittelbaren Nachbarstaaten in Mittel- und Osteuropa zurückgeführt werden kann. Wir sind einer der reformstärksten Standorte – oder waren dies zumindest bis 2006, wo die Daten der jüngsten Lissabon-Scorecard verglichen wurden –, gerade weil die Standort-Konkurrenz in den MOEL nicht schläft.

Der Struktur- und Fiskalpolitik der WWU-Mitgliedsstaaten fehlt aber eine langfristige ausgelegte und kohärente Planung und vor allem eine konsequente Umsetzung, wie sie in der Geldpolitk ja sichtlich funktioniert und ein Vertrauen bei den Akteuren schafft. Bleibt also als einzige Möglichkeit den Reformwillen anszustacheln, den Wettbewerb unter den Standorten. Dieser ist zwar effektiv, aber er löst nicht das Problem, dass die Fiskalpolitik keinen Zwang zur Nachhaltigkeit hat. Lassen sie mich zuerst kurz erläutern, warum eine langfristige Planung – eine so genannte Nachhaltigkeit in der Wirtschaftspolitik notwendig ist.

Warum langfristige Planung in der Wirtschaftspolitik?

Im Jahr 2006 wurde der Wirtschafts-Nobelpreis an Edmund Phelps vergeben, der nachgewiesen hat, dass rationale Reformmaßnahmen und das Einbeziehen zukünftiger Generationen in die politischen Entscheidungen von heute langfristig Früchte bringen. Zwei Jahre zuvor hatten mit Kydland und Prescott jene Ökonomen den Nobelpreis gewonnen, die für langfristig konzipierte, regelgebundene Wirtschaftspolitik plädieren und nicht für kurzfristige Einmalmaßnahmen wie mehr Staatsschulden oder höhere Lohnrunden. Ihr Credo: Eine Politik ist dann „zeitkonsistent", wenn die angekündigte politische Maßnahme zum Zeitpunkt des Handelns auch wie angekündigt durchgeführt wird. Ein vertrauensvolles Einhalten der Versprechungen und ein konsequentes Umsetzen der eigenen Ankündigungen ist im zwischenmenschlichen Bereich ein wichtiger Grundsatz, und auch eine der fundamentalen Säulen des Geschäftslebens und des investierenden Unternehmertums.

Dieser Grundsatz, und das ist die Kernbotschaft der „Zeitkonsistenz", muss aber auch von der Politik eingefordert werden können. Strukturpolitik ist ein Marathon, kein 100-Meter-Lauf. Lassen sie mich in diesem Zusam-

menhang expressis verbis unserem heutigen Gastgeber, der Notenbank und indirekt natürlich der EZB, im Namen der heimischen Unternehmer einen großen Respekt aussprechen. Mit ihrem konsequenten Festhalten am Geldmengen- und um Inflationsziel haben sie vor allem in diesen Zeiten internationaler Finanzmarktturbulenzen eine stabilisierende Wirkung auf den Euroraum erzielt und das Euro-Schiff wesentlich ruhiger durch die turbulenten Gewässer der vergangenen Monate manövriert, als die Federal Reserve das Dollar-Schiff mit ihrer Geldpolitik des kurzfristigen Auf und Abs. Ein Indiz: Der Euro gewinnt an Wert,

an Stabilität und an Vertrauen. Der Anteil des Euro an den globalen Devisenreserven ist seit der Einführung des Euro von knapp 18 % auf heute über 26 % gestiegen. Hingegen ist der Anteil des Dollars im gleichen Zeitraum von knapp 71 % auf 64 % gesunken. Laut Deutsche Bank dürfte der Euro-Anteil an den Weltdevisenreserven bis zum Jahr 2010 sogar auf 30–40 % steigen. Die EZB hat also im wahrsten Sinne des Wortes Unternehmertum bewiesen, weil sie sich ein langfristiges und herausforderndes Ziel gesetzt hat und dies auch konsequent verfolgt. Sie hat das Produkt „Euro“ nicht nur für die europäischen Betriebe und Konsumenten bestens an das globale Wirtschaftsumfeld angepasst, sondern auch noch hervorragend weltweit vermarktet.

Kurzsichtige Handlungen sind „menschlich“

Wir haben also gesehen, dass die Scientific Community Nachhaltigkeit und Konsequenz in der Wirtschaftspolitik zu würdigen weiß. Sie tut es vor allem deswegen, weil die Wissenschaft mittlerweile weiß, dass die Menschen nicht immer rational denken, und schon gar nicht immer konsequent ihre Vorstellungen umsetzen. Zwei Jahre vor Kydland und Prescott haben mit Daniel Kahnemann und Vernon Smith die Vorreiter der „Verhaltensökonomik“ den Nobelpreis gewonnen. Namhafte Vertreter dieser neuen Forschungsrichtung haben Interessantes über das menschliche Wesen herausgefunden: Bei der Frage, ob die Probanden nächste Woche lieber Früchte oder Schokolade essen wollen, haben sich 74 % für Früchte entschieden. Aber bei der Frage, was sie konkret heute essen wollen, entschieden sich 70 % doch lieber für Schokolade.

Die Erkenntnis: Der Mensch ist sich zwar sehr wohl bewusst, dass unmittelbare Vernunft wichtig ist für langfristiges Wohlergehen – gemäß dem Motto „short-term pain for long-term gain“, aber er ist nur selten bereit, diese Einbussen auch kurzfristig in Kauf zu nehmen. Und dennoch müssen die Menschen in ihrer Lebensplanung zwischen langfristigem Wohlergehen und kurzfristigem Genuss wählen. Sie müssen zum Beispiel ständig zwischen Konsum heute oder Sparen und Investitionen morgen entscheiden. Sie müssen abwägen, ob sie lieber mehr arbeiten und mehr in Bildung investieren sollen oder mehr Freizeit konsumieren wollen. Was passiert, wenn zu wenig ge-

spart wird, sehen wir heute in den USA, und was passiert wenn zu wenig in Weiterbildung investiert wird oder die Jahresarbeitszeiten immer geringer werden, sehen wir an unserem aktuellen Fachkräftemangel in Europa.

Deshalb braucht die Politik strenge Regeln

Worauf ich dabei hinaus will: auch die Wirtschaftspolitik ist nicht davor gefeit sich zwischen kurzfristigen Strohfeuern oder langfristigen, nachhaltigen Konzepten zu entscheiden. Mit dem strengen regelgebundenen Konzept der Währungsunion hat sich die Geldpolitik in Europa nach Jahrzehnten inflationärer Erfahrungen vom Einfluss populärer Geldmengenausweitungen emanzipiert und sich zu einem stabilen Wachstumsanker entwickelt. Die Währungsunion hat zum Glück ein Benchmarking bei den Besten betrieben und die strengen Normen der Deutschen Bundesbank übernommen. Die Geldpolitik im Euroraum hat also ihren fixen Rahmen gefunden, der verhindert, dass der kurzfristige Reiz vor das langfristige Wohl gesetzt wird.

Anders sieht es da schon bei der Budgetpolitik aus. Der berühmte Ausspruch von Julius Raab, dass sich eher ein Hund einen Knackwurstvorrat anlegt als ein Finanzminister einen Budgetüberschuss, hat sich zumindest in Österreich leider bewahrheitet. Wir hatten selbst in Zeiten der Hochkonjunktur niemals einen Budgetüberschuss, schon allein deswegen, weil der Zinsendienst auf die Staatsschulden jeden allfälligen Primärüberschuss in ein Defizit umgewandelt hat. Das Wort „Defizit“ war in Österreich in Stein gemeißelt, ob als großes Defizit oder als „Nulldefizit“. Ein positiver Saldo, wie ihn Dänen, Finnen oder Schweden seit Jahren praktizieren, ist bei uns bis heute ein Fremdwort.

Mit dieser Einsicht über die politische Realität der Finanzpolitik haben die Gründer der WWU den fiskalpolitischen Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts geschaffen. Das Funktionieren der WWU-Fiskalpolitik sollte also nicht nur an der „Orientierung am Klassenbesten“ liegen wie beim Lissabon-Prozess, sondern mit dem konkreten Regelwerk des Stabilitäts- und Wachstumspakts versehen werden. Anstrengungen, die darüber hinaus von den Mitgliedstaaten vollzogen werden müssen, um zum Beispiel die kommenden Mehrausgaben durch die demographischen Entwicklung zu berücksichtigen, überlässt der Stabilitätspakt mehr oder weniger dem guten Willen der jeweiligen Regierungen. Und hier stellt sich die Frage, wie die Politik dazu angehalten werden kann, nachhaltig zu wirtschaften, wenn wir wissen, dass der Mensch als Individuum von Natur aus nicht dazu neigt.

Aus der Geschichte gelernt: Österreich hat eine nachhaltige Geldpolitik, aber eine „kurzfristige“ Fiskalpolitik

Bei der Geldpolitik scheint in Österreich die Vernunft Überhand gehabt zu haben: Mit dem Währungsschutzgesetz von 1947 wurde der Schilling abgewertet – obwohl dies kurzfristig zu Kaufkraftverlusten der Haushalte geführt hat. Heute wissen wir, dass diese harte Maßnahme das Fundament des österreichischen Wirtschaftswunders der Nachkriegszeit war. Ein Vierteljahrhundert später wurde die „Hartwährungspolitik“ eingeleitet – trotz kurzfristiger Wettbewerbseinbußen durch die sogenannte „Hartwährungspeitsche“. Doch die Reform brachte eine unglaubliche Disziplinierung und den Grundstock für unseren heutigen Wohlstand. Und auch beim Beitritt zur WWU hat Österreich bekundet, dass

es geldpolitisch einen nachhaltigen Kurs fahren will.

Bei der Fiskalpolitik war das nicht immer der Fall: In den 1970er- und 1980er-Jahren stieg die Staatsschuldenquote von 18,8 % des BIP auf über 50 % des BIP. Wurden Ende der 1960er-Jahre noch 0,8 % des BIP an jährlichen Zinszahlungen im Budget ausgegeben, waren es im Jahr 1985 bereits über 3 % des BIP und im Jahr 1995 bereits fast 4 % des BIP. Erst im Jahr 2004 konnten die Zinszahlungen wieder auf unter 3 % des BIP gesenkt werden. Mit rund 7 Mrd EUR an jährlichen Zinszahlungen haben die öffentlichen Haushalte heute um 7 Mrd EUR weniger an Spielraum für Steuersenkungen und weniger an Spielraum für Zukunftsausgaben, die jedoch wegen des steigenden Wettbewerbsdrucks und wegen der demographischen Entwicklung notwendig wären.

Erst der politische Wille, der ersten Gruppe der Teilnehmer an der dritten Stufe der WWU anzugehören, ermöglichte in der 1990er-Jahren eine mentale Kehrtwende. Die Maastricht-Kriterien mussten eingehalten werden, indem Defizit und Schuldenstand reduziert wurden. Damals war die realpolitische Zielvorgabe aber noch nicht eine langfristige nachhaltige Entlastung des Staatshaushalts, sondern das kurzfristige Erreichen der Kriterien, um beim „Club" dabei zu sein. Dementsprechend kurzfristig waren auch die Maßnahmen: Es erfolgte keine strukturelle Konsolidierung, sondern es gab Einmalmaßnahmen, wie sie auch in anderen Kandidatenländern nicht unüblich waren:

In Frankreich, zum Beispiel, übernahm der Staat die Pensionsverpflichtungen der France Telecom und ließ sich dafür 5,6 Mrd EUR ins Budget überweisen, obwohl die Pensionsleistungen erst viel später im Haushalt zu Buche schlagen. Italien genehmigte Steuervorauszahlungen auf Rückstellungen für Abfindungen mit einem Volumen von immerhin 0,6 % des BIP. In Spanien mussten Unternehmen Steuerzahlungen auf 1997 vorziehen, um den Haushalt zu schönen, und in Deutschland wurden die Krankenhausdefizite bei der Berechnung des Budgetsaldos ausgeklammert.

In Österreich ergab der katastrophale Kassasturz vom Jänner 1996 mit einem Budgetdefizit von 5,7 % und einer öffentlichen Verschuldung von 69,4 % des BIP einen unmittelbaren Konsolidierungszwang. Ohne Gegensteuerungsmaßnahmen hätte sich das Defizit auf etwa 7 % des BIP ausgeweitet. Das darauf folgende Budgetkonsolidierungspaket war mit einem Volumen von rund 4 % des BIP innerhalb eines Zeitraums von nicht einmal zwei Jahren sogar das vergleichsweise größte der EU. Aber es war nicht nachhaltig angelegt. Es wurde vorwiegend einnahmenseitig statt ausgabenseitig konsolidiert, indem die steuerlichen Bemessungsgrundlagen erweitert wurden und die Schulden der ASFINAG und der ÖBB aus den Staatsschulden ausgegliedert wurden.

Damit Sie mich nicht missverstehen: Ich bin nicht gegen Ausgliederungen von Infrastruktur-Unternehmen, vor allem dann nicht, wenn sie nach der Ausgliederung effizienter und kundennäher arbeiten. Im Gegenteil: eine transparentere Teilung der Staatsschulden in ausgegliederte „Investitions-Schulden" und beim Sektor Staat belassene „Konsumschulden" hat seinen Charme. Was ich an der außerbudgetären Schuldenaufnahme aber kritisiere, ist die fehlende Konsequenz in der Nachhaltigkeit. Infrastrukturunternehmen, deren Schulden ausgegliedert werden, müssen auch die gesetzlichen Rahmenbedingungen bekom-

men, sich selbst zu finanzieren. Im Falle der ASFINAG stellt sich die Frage, warum eine flächendeckende, fahrleistungsabhängige PKW-Maut noch immer ein Tabuthema bei allen Parteien ist, obwohl bereits heute feststeht, dass die Schulden in den nächsten 13 Jahren auf 16,4 Mrd EUR steigen werden. Die ASFINAG gibt heute fast ein Drittel ihres jährlichen Straßenbauvolumens für Zinsen auf Schulden aus. Ob das im ursprünglichen Sinne der Maastricht-Kriterien ist, bleibt zu bezweifeln. Die Unternehmen steuern jedenfalls mit der LKW-Maut bereits ihren Beitrag zur nachhaltigen Finanzierung der Investitionen bei. Auch die Teil-Privatisierung der ÖBB oder der ASFINAG sollte heute kein Tabu-Thema der Politik mehr sein.

Bei der Frage, wie man die Fiskalpolitik im Sinne der WWU nachhaltig gestalten kann, lohnt es sich, einige Best-Practice-Beispiele außerhalb unserer Grenzen anzuschauen. Im Wissen um die Fehlbarkeit politischer Akteure haben sich einige Länder einer strikten regelgebundenen Fiskalpolitik verschrieben: Schweden hat sich auf einen Budgetüberschuss von 2 % festgelegt, in der Schweiz wurde die so genannte „Schuldenbremse“ mit einem automatischen Ausgabendeckel eingeführt, und im Vereinigtes Königreich dürfen Schulden nur im Ausmaß der Investitionen und nicht für laufende Aufwendungen eingegangen werden, wobei die Staatsschuldenquote 40 % des BIP nicht übersteigen darf („sustainable investment rule“).

Die Herausforderungen an die Fiskalpolitik

Mit der neuen Haushaltsrechtsreform bewegen wir uns zwar auch in Österreich in Richtung einer langfristig angelegten, transparenten und regelgebundenen Budgetgebarung, aber die großen dynamischen Ausgabenblöcke der Zukunft wird auch dieser Ansatz nicht nachhaltig unter Kontrolle halten. Denn die budgetären Auswirkungen der demographischen Alterung zeichnen sich bereits heute ab. Laut Pensionskommissionsgutachten wird die gesamte Belastung des Bundes für Pensionsausgaben, also jener Ausgabenanteil, welchen die Pensionsbeiträge der Versicherten nicht decken, von derzeit 2,3 % des BIP auf 4 % des BIP im Jahr 2030 steigen. Das wären für die Steuerzahler immerhin bis zu 7 Mrd EUR an Mehrausgaben pro Jahr, für die derzeit noch nicht vorgesorgt wird.

Auch in dieser Generationenfrage kann die Lösung, ähnlich wie in der Geldpolitik, nur in einem regelgebundenen System liegen. In Deutschland wurde der Nachhaltigkeitsfaktor bereits einem gesetzlichen Automatismus unterlegt, der bei der Rentenerhöhung ansetzt (das Pensionsantrittsalter wurde bereits auf 67 Jahre erhöht). Durch diesen Paradigmenwechsel findet in Deutschland keine „ausgabenorientierte Einnahmenpolitik“ mehr, sondern eine „einnahmenorientierte Ausgabenpolitik“ statt. Es wird nicht mehr das Leistungsniveau vorgegeben, und die Politik sorgt für die Bereitstellung der erforderlichen Mittel, sondern die Leistungen orientieren sich an den vorgegebenen Einnahmen.

In Österreich wurde der gesetzliche Automatismus des Nachhaltigkeitsfaktors bisher nur versprochen, aber noch nicht umgesetzt. Schlimmer noch: Die Pensionsreformkommission hat gar keine Anpassung des Pensionsantrittsalters an die demographische Entwicklung empfohlen. Ihr Argument: Eine Nettozuwanderung von durchschnittlich 31.000 Personen pro Jahr und eine konstant wachsende Produktivität von 1,7 % bis 2050 würden den Arbeitskräftemangel kompensieren. Die inter-

nationalen Prognosen sprechen aber eine andere Sprache: Die EU-Kommission geht von einer realistischeren Nettozuwanderung von 20.000 Personen pro Jahr nach Österreich aus, und die OECD prognostiziert für Österreich einen Rückgang des Potenzialwachstums durch die demographische Entwicklung auf jährlich nur noch 1,7% für die nächsten 50 Jahre statt der aktuellen 2,25%. Ich meine, man sollte hier lieber das Vorsichtsprinzip gelten lassen, mit dem auch jedes Unternehmen seine Bilanzen und Gewinnprognosen erstellen muss. Ein gesetzlicher Regelmechanismus wie die automatische Anpassung des Nachhaltigkeitsfaktors würde die langfristige Finanzierbarkeit des Systems endlich von der täglichen politischen Kirchturmpolitik emanzipieren, so wie es auch bei der Geldpolitik gelungen ist. Denn wer glaubt, dass das Pensionssystem keiner weiteren Reform mehr bedarf, der sollte sich nur in Erinnerung rufen, dass das Pensionsantrittsalter trotz höherer Lebenserwartung der Frauen erst ab 2033 geschlechtneutral geregelt ist.

Dabei sind die Pensionsausgaben noch nicht einmal der Ausgabenposten mit der höchsten Dynamik in den nächsten Jahrzehnten. Die bundesweiten Ausgaben für die Pflege, zum Beispiel, werden sich laut jüngster WIFO-Prognose bis zum Jahr 2030 verdreifachen und auf knapp 10 Mrd EUR ansteigen. Und das unter der Annahme, dass alles so bleibt wie es ist – also ohne Valorisierung und ohne Ausweitung der Leistungen.

Wo bleiben uns noch Spielräume für eine langfristige Haushaltskonsolidierung? Bei den Krankenkassen liegt laut Rechnungshof ein Sparpotenzial von 2,9 Mrd EUR. Bei einer Umsetzung der bereits versprochenen Verwaltungsreform II könnten kumuliert bis 2010 rund 1,9 Mrd EUR eingespart werden. Bei einer strengen Umsetzung des innerösterreichischen Stabilitätspakts hätten die Länder und Gemeinden in den vergangenen Jahren durchschnittlich um 1 Mrd EUR pro Jahr höhere Beiträge zum Budget beitragen müssen als sie es schließlich taten.

Das alles beweist: die Fiskalpolitik benötigt einen ähnlich strengen Rahmen wie die Geldpolitik, um den Geist der WWU in die Realität umzusetzen. Oder zumindest scheint das in Österreich der Fall zu sein. Denn wie der IWF voriges Monat in seinem Länderbericht über Österreich erneut feststellen musste, ist das Nulldefizit für 2010, wie es im österreichischen Stabilitätsprogramm festgeschrieben ist, nach heutigem Maßnahmenstand wieder einmal unrealistisch und der Konsolidierungspfad der Bundesregierung bis 2010 nicht nachvollziehbar. Nach 10 Jahren WWU sollten wir aus diesen Erfahrungen lernen. Für eine nachhaltige Fiskalpolitik sind programmatische Aussagen in einem Stabilitätsprogramm zu wenig. Die Ausgabenpolitik benötigt strenge, langfristige Regeln, um die dynamischen Kosten in den Griff zu bekommen.

Denn eines gilt es zu berücksichtigen: Eine gemeinsame Wirtschafts- und Währungsunion bedeutet keinesfalls eine gemeinsame Solidarhaftung für die eingegangenen Verbindlichkeiten der einzelnen Mitgliedstaaten. Das untersagt die „No-Bail-out-Klausel“ im Art. 103 Abs.1 des EG-Vertrags. Die Rückzahlung öffentlicher Schulden bleibt also in eigenstaatlicher Verantwortung, und damit bleibt es auch in unserer Verantwortung, für die Ausgaben, die uns noch bevorstehen werden, bereits heute vorzusorgen.

Georg Kovarik
Leiter des Referats Volkswirtschaft
Österreichischer Gewerkschaftsbund

Langfristiger Gewinn an Stabilität

Die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) hat Europa vor allem in Zeiten von Finanzkrisen einen langfristigen Gewinn an wirtschaftlicher Stabilität gebracht. Denn bevor die Europäische WWU beschlossen wurde, zogen internationale Finanzkrisen oft unterschiedliche Anpassungen – vielfach Abwertungen – in einzelnen europäischen Ländern – mit der Folge von wirtschaftlichen Störungen nach sich.

Erinnern wir uns nur an 1992/93: Im Zuge einer Weltwirtschaftskrise brach auch die europäische Konjunktur ein. Eine Reihe österreichischer Industriebranchen war durch Währungsabwertungen – sowohl in wichtigen Abnehmerländern als auch in denjenigen Ländern, in denen die Konkurrenzprodukte hergestellt wurden – in zum Teil existenzielle Schwierigkeiten gebracht worden.

Beispielsweise kam die stark exportorientierte österreichische Papierindustrie, mit einem Personalkostenanteil am Umsatz von damals rund 15 % in sehr große Schwierigkeiten. Italien wertete seine damalige Lira gegenüber dem Schilling innerhalb eines Jahres um mehr als 16 % ab. Aber die skandinavischen Länder – damals sagte man „unsere Konkurrenten" in Italien – werteten zum Schilling um mehr als 20 % ab. Selbst wenn die österreichische Papierindustrie damals alle Arbeitnehmer gekündigt hätte, wäre der Abwertungseffekt nicht auszugleichen gewesen.

Heute ist es den Mitgliedsländern nicht mehr möglich, im Wege monetärer Abwertungen die eigenen Anpassungsprobleme auf die Schultern anderer zu überwälzen bzw. auf diese Weise Wettbewerbsvorteile zulasten stabiler Währungen zu gewinnen. Aus der Sicht eines kleinen, stark exportorientierten Landes ist dieser Gewinn an Stabilität als positiv zu bewerten.

Allerdings muss man Stabilität aber auch nicht übertreiben! In der Währungsunion erreicht eine angemessene Zinspolitik größere Wirkungen als in kleinen Wirtschaftsräumen. Dieses Potenzial wurde in der Wirtschafts- und Währungsunion bislang jedoch nicht ausgenützt. Vielmehr stellt man fest, dass die Europäische Zentralbank bisher stets eine einseitige Orientierung an der Preisstabilität verfolgte – man könnte sogar sagen, fallweise war dies eine restriktive Politik zur Unzeit.

Von gewerkschaftlicher Seite musste vor einem solchen Hintergrund trotz aller Unterstützung der Europäischen Integration immer wieder aufgezeigt werden, dass damit insbesondere der Schaffung wie der Absicherung eines ausreichenden Wirtschaftswachstums, von mehr Beschäftigung, der Senkung der Arbeitslosigkeit – bzw. allgemeiner der Verbesserung des Lebensstandards der Bevölkerung – nicht gedient ist.

Ähnlich verhält es sich beim EU-Stabilitätspakt, dem fallweise vorgeworfen wird, „Europa zu Tode zu sparen". Er soll durch eine Politik ersetzt werden, die ein ausreichendes Wirtschaftswachstum zulässt und auf Investitionssteigerung und Beschäftigungserhöhung hinzielt. Dabei liegt eine Koordinierung der Wirtschaftspolitik auf europäischer Ebene, in die sich auch die Europäische Zentralbank einfügt im gesamteuropäischen Interesse, anstatt dass sie lediglich ihre Beschlüsse mitteilt, die sie in weiterer Folge von den wirtschaftspolitischen Akteuren umgesetzt wissen will.

Im Unterschied zu den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich und Schweden, ist laut OECD der fiskalische Beitrag des Euroraums in der letzten großen weltwirtschaftlichen Krise recht bescheiden:

Österreich weist als einziges Land im Konjunkturabschwung einen nega-

Tabelle 1

Nettobudgetdefizit in Krisenzeiten

	2000	2004	Fiskaler Beitrag
	in % BIP		
Euroraum	−1,8	−2,1	0,3
U.S.A.	1,3	−4,2	5,5
Vereinigtes Königreich	1,0	−3,4	4,4
Schweden	3,6	0,6	3,0
Österreich	−1,7	−1,4	−0,3

Quelle: OECD.

tiven, selbst herbeigeführten (fiskalischen) Stimulus aus.

Fehler wie beim Konjunktureinbruch 2001 sollen künftig vermieden werden. Denn damals hat die restriktive Auslegung des Stabilitätspakts den Ausschlag gegeben, warum dem offensichtlich bevorstehenden Konjunkturabschwung nicht gegengesteuert wurde.

Oft genug haben die Gewerkschaften von Seiten der EZB in den letzten Jahren vorgehalten bekommen, dass die Löhne nicht flexibel genug seien bzw. dass in diesem Bereich quasi permanent Inflationsgefahr schlummere.

Die Lohnpolitik der Gewerkschaften war stets produktivitätsorientiert, die in der Praxis vollzogene Lohnpolitik war moderat und hat mit zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit beigetragen. Das ist festzustellen an der markanten Senkung der Lohnstückkosten.

Aber die Kehrseite der Medaille ist die schwache Entwicklung der Binnennachfrage. Die Binnennachfrage kann und soll gestärkt werden, indem den Arbeitnehmern die mittlerweile beträchtlich aufgehäufte „kalte Progression“ im Wege einer Lohnsteuersenkung wieder abgegolten wird.

Bernhard Felderer
Direktor
Institut für Höhere Studien

Österreich und die WWU

Die europäische Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) war in den ersten zehn Jahren ihrer Existenz ein Erfolg. Gleichwohl waren die Jahre vor der Einführung des Euro 1999 begleitet von Kritik und Zweifel an der Realisierbarkeit dieses Projekts von Seiten akademischer Ökonomen. Besonders scharfe Kritiker waren liberale Ökonomen aus den USA. Allen voran Milton Friedman prophezeite den Zusammenbruch des europäischen Währungssystems. Auch in Deutschland gab es von einer Minderheit von Ökonomen scharfe Kritik an dem Plan, die Deutsche Mark zugunsten einer supranationalen Währung aufzugeben. Eine Gruppe von Professoren erhob sogar Klage vor dem deutschen Bundesverfassungsgericht.

Die Argumentation, soferne sie ökonomisch geführt wurde, bezog sich auf eine Idee von Robert Mundell[1], nach der nur in optimalen Währungsräumen eine gemeinsame Währung eingeführt werden soll. Diese Idee hätte vorausgesetzt, dass viele ökonomische, insbesondere finanzpolitische, Variable vor Einführung einer gemeinsamen Währung, d.h. einer nicht mehr abänderbaren Fixierung der Wechselkursparitäten, homogenisiert hätten werden müssen. Die Kritiker sprachen davon, dass sonst das Pferd von hinten aufgezäumt wird.

Nun, an ein Pferd von hinten heranzugehen ist nicht ungefährlich. Aber genau diese Vorgehensweise ist von den Initiatoren der Europäischen Währungsunion gewählt worden. Dies geschah in der Zuversicht, dass eine notwendige Harmonisierung der Länder in der Europäischen Währungsunion folgen müsse und werde.

Die Kritikpunkte der liberalen, insbesondere amerikanischen, Ökonomen waren unter anderem folgende: Der Wegfall der Anpassungsmöglichkeiten durch Wechselkursvariationen erfordert verstärkte Flexibilität anderer ökonomischer Variablen wie Preisniveau, Lohnniveau, Zinssätze etc. Da diese zusätzliche Flexibilität insbesondere bei Löhnen und Preisen in Europa nicht gegeben schien, wurde eine rasch zunehmende Arbeitslosigkeit in den Ländern prognostiziert, die bis dahin Arbeitskonflikte über erhöhte Preise mit nachfolgend erhöhter Geldmenge und anschließender Abwertung der Währung gelöst haben. Es wurde daher darüber spekuliert, dass neben Eintrittsvoraussetzungen auch Austrittsbedingungen festgelegt werden sollten, was aber der Vertrag von Maastricht nicht vorsah. Austritte sind in den Gesetzestexten bis heute nicht vorgesehen. Die Wirkungen wären für das austretende Land auch fatal, weil es eine neue Währung einführen müsste, die sofort zum Gegenstand von Spekulationen werden würde. Dies deshalb, weil ein Austritt nur von einem solchen Land gewagt würde, das die notwendige Anpassung von Löhnen und Preisen an den für das jeweilige Land vorgegebenen Wechselkurs nicht schaffen würde, und daher unter Arbeitslosigkeit zu leiden hätte. Es wäre für das austretende Land außerordentlich schwierig, das nötige Vertrauen in die eigene Währung aufzubauen, die ein wichtiger Bestandteil jeder Zentralbankpolitik sein muss.

Ein Aspekt im Vorfeld der Einführung des Euro war die Überlegung, dass der Globalisierungsdruck, d. h. der zunehmende globale Wettbewerb, an sich schon zu steigenden Anpassungsnotwendigkeiten von Löhnen und Preisen führen würde und daher eine gemeinsame Währung eine zusätzliche Anpassungsbürde bedeute.

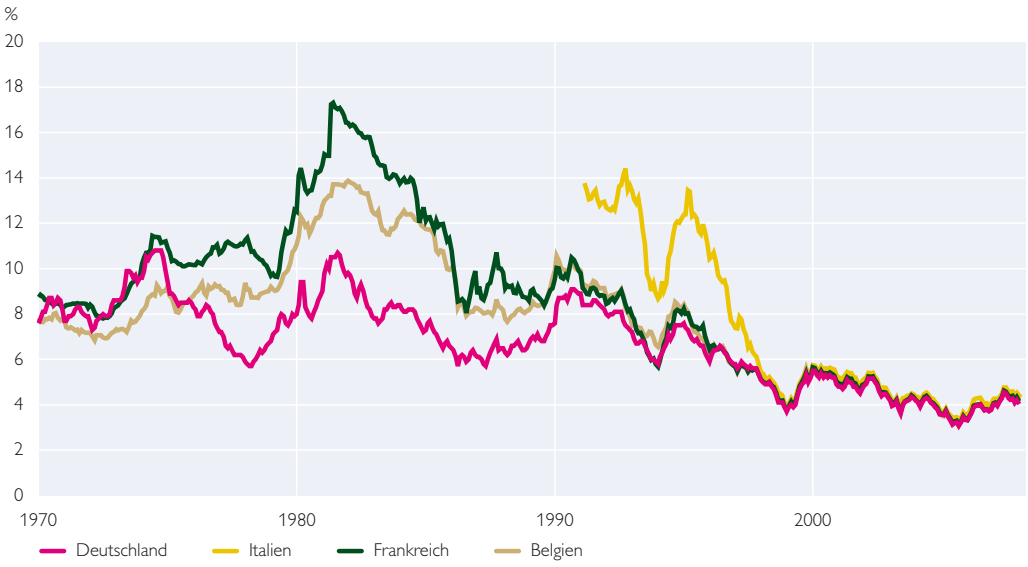
[1] *Mundell, R. 1961. A Theory of Optimum Currency Areas. In: The American Economic Review 51/4. 657–665.*

Wenn wir auf die letzen 10 bis 20 Jahre zurückblicken, kann man feststellen, dass in Europa große institutionelle Veränderungen stattgefunden haben, die die Flexibilität von Löhnen und Preisen deutlich erhöht haben. Dazu gehören wichtige Liberalisierungsschritte in vielen Produkt- und Arbeitsmärkten. Von besonderem Interesse ist, dass kleine europäische Länder in diesen Reformbemühungen offensichtlich erfolgreicher waren, als die großen kontinentaleuropäischen Länder, bzw. insbesondere Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Dies hat sich vor allem in dem Faktum niedergeschlagen, dass die kleinen europäischen Länder seit 1993 im Durchschnitt etwa einen halben Prozentpunkt rascher wachsen als die genannten großen europäischen Länder. Der Fortschritt in den institutionellen Reformen lässt sich auch im Detail nachvollziehen: alle kleinen Länder Europas haben mehr oder weniger einschneidende Pensionsreformen und, wo notwendig, auch Arbeitsmarktreformen durchgeführt, während die großen Länder diesbezüglich noch sehr säumig sind. Warum kleine Länder sich hier beweglicher gezeigt haben, lässt sich nur vermuten: Auffällig ist, dass die Beziehungen zwischen den Sozialpartnern in kleinen europäischen Ländern, die häufig als korporatistisch, d.h. eher wettbewerbsfeindlich, beschrieben worden sind, intensiver als in den großen Ländern sind. Dieser Umstand trägt anscheinend zur Lösung der Anpassungsprobleme bei. In den großen Ländern gibt es schwächere Kontakte zwischen der Regierung und den Sozialpartnern: Unter den Gewerkschaften, auch wenn sie, wie in Deutschland, zu einer Einheitsgewerkschaft zusammengefasst sind, herrscht ein gewisser Wettbewerb, der das Lohnniveau eher nach oben treibt. Die Kontakte dieser Gewerkschaften zu den Arbeitgebern sind nicht regelmäßig und institutionalisiert wie das in kleinen Ländern der Fall ist. Man könnte diesbezüglich auch von einem Skandinavisch-Österreichischen Modell sprechen. Zu dieser Gruppe würde man auch die Niederlande hinzurechnen.

Ein wichtiger Kritikpunkt war, dass die einheitlichen Zinsen in einem großen Währungsraum, wie damals in Europa geplant, in Widerspruch zu den unterschiedlichen Konjunkturen der Mitgliedsländer der Europäischen Union stehen würden. Dabei wurde häufig auf die USA hingewiesen, die trotz eines einheitlichen Währungssystems und einheitlicher kurzfristiger Zinsen, häufig unterschiedliche Konjunkturen im Westen, Süden und Nordosten aufwiesen. Wünschenswert wäre vielmehr, dass sich die Zinssätze an die Konjunktursituation in jedem Mitgliedsland anpassen würden – eine Möglichkeit, die aus historischen Gründen für die USA ausscheidet. Auch hier zeigte sich wieder, dass das Europa der 1990er-Jahre von dem Modell eines optimalen Währungsraums sehr weit entfernt gewesen war, und daher von einer Realisierung einer europäischen Währungsunion abgeraten hätte werden müssen.

Grafik 1

Langfristige Zinsen



Quelle: OECD.

Die Entwicklung der Zinsen in der Europäischen Währungsunion zeigt nicht nur bei den kurzfristigen Zinsen die zu erwartende Konvergenz, sondern auch bei den langfristigen Zinsen, die nur wenig von den Zentralbanken beeinflussbar sind und sich auf den Märkten bilden.

Grafik 1 zeigt eindrucksvoll, dass die Weichwährungsländer, wie insbesondere Italien, vom Eintritt in die Währungsunion deutlich profitiert haben, weil ihre Ökonomien mit billigem Kapital versorgt werden konnten, ohne dass Hartwährungsländern wie Österreich oder Deutschland daraus ein Schaden entstand. Der Zinssatz in der Europäischen Union war also kein gewichteter Durchschnitt aller europäischen Zinssätze, sondern die Anpassung der Zinssätze erfolgte nach unten. Es scheint, dass die hohe Stabilitätsreputation der Deutschen Bundesbank auf die neugegründete Europäische Zentralbank übertragen werden konnte.

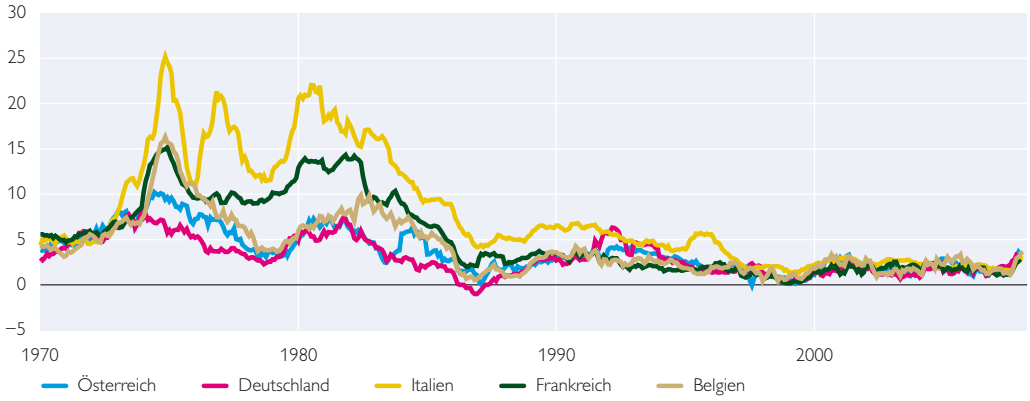
Auch der Preisniveauauftrieb in den Europäischen Ländern ist in eindrucksvoller Weise konvergiert. Dies scheint deshalb von Bedeutung, weil letztendlich erst dadurch der gemeinsame Markt vollendet werden konnte. Zwar gibt es immer noch Unterschiede in der Inflationsrate in den verschiedenen Teilen der Europäischen Währungsunion, sie halten sich allerdings innerhalb einer bestimmten Bandbreite und die Länder mit den höchsten Inflationsraten wechseln. Das Preisniveau kann auch in einzelnen Ländern für bestimmte Produkte dauerhaft höher liegen, wenn dort die Nachfrage schwächer auf Preisdifferenzen als in anderen Ländern reagiert, d.h. die Preiselastizität der Nachfrage geringer ist.

Nicht als unmittelbare Folge, aber doch im Zusammenhang mit der Europäischen Währungsunion ist die eindrucksvolle Änderung der Österreichischen Leistungsbilanz zu sehen. Sie hat sich von –3 % des BIP auf fast +5 % des BIP in knapp einem Jahrzehnt verändert. Auch die deutsche Leistungsbilanz

Grafik 2

Verbraucherpreise

Veränderung zum Vorjahr in %

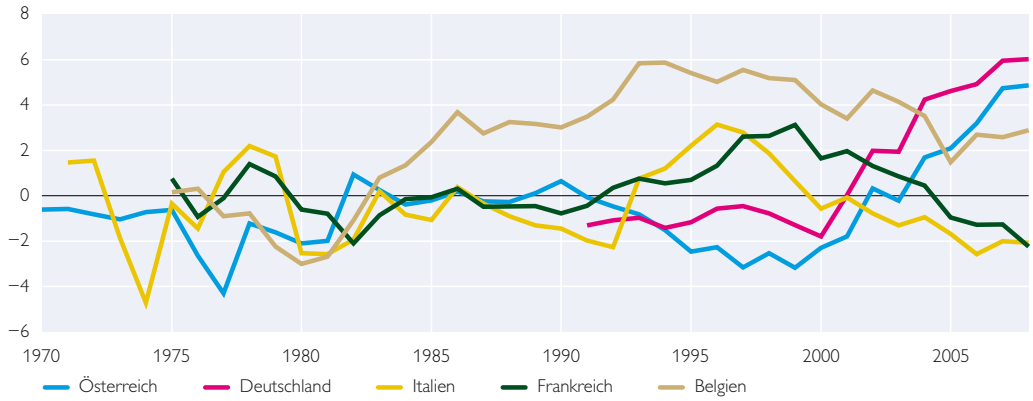


Quelle: OECD, IHS.

Grafik 3

Leistungsbilanz

in % des BIP



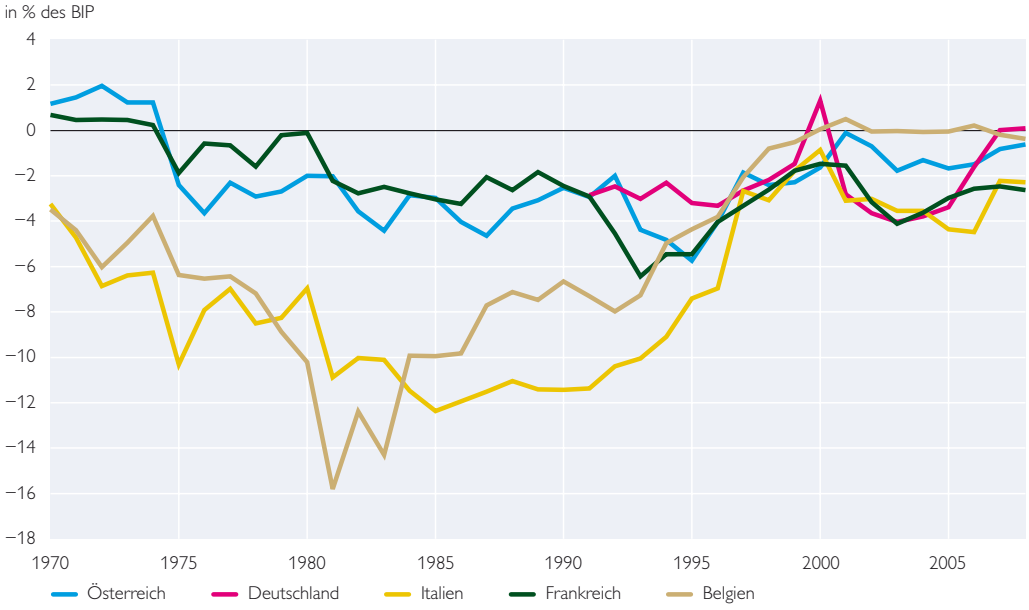
Quelle: OECD.

hat eine ähnliche Entwicklung durchgemacht. Die neuen Exportmärkte in Osteuropa und Asien und die hohe Planungssicherheit aufgrund der Währungsstabilität waren wichtige Voraussetzungen für diesen Erfolg.

Ich habe die Bedenken vieler Ökonomen erwähnt, ohne das Vorliegen eines optimalen Währungsraums eine Währungsunion einzuführen. Von den Initiatoren der Währungsunion wurde genau umgekehrt argumentiert, nämlich, dass einer gemeinsamen Währung notwendigerweise Harmonisierungsschritte folgen würden. Dass diese letztere, optimistischere Position richtig war, zeigt ein Blick auf die Nettoneuverschuldung und die Staatsverschuldung. Die Nettoneuverschuldung lag in einzelnen Ländern, wie z. B. Italien noch in der zweiten Hälfte der 1980er-Jahre jährlich zwischen 11 % und 12 % des BIP. Der Rückgang der Nettoneuverschuldung in Italien – der als Konsequenz des Wunsches, der Europäischen Währungsunion beizutreten, gesehen werden muss – ist sehr eindrucksvoll. Im Jahr 2000 wurde ein

Grafik 4

Netto-Verschuldung



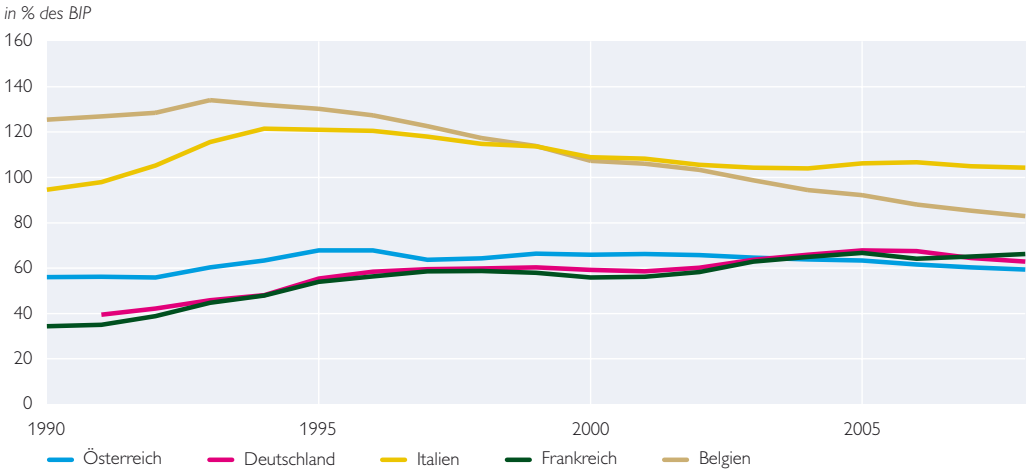
Quelle: OECD.

Defizit von weniger als 1 % des BIP erreicht. Das Defizit Italiens hat zwar in den Jahren von 2001 bis 2006 wieder auf etwa 4 % des BIP zugenommen, konnte aber 2007 und 2008 wieder deutlich reduziert werden. Einen ähnlichen Verlauf zeigt Belgien und selbst die wesentlich disziplinierteren Länder wie Deutschland und Österreich zeigen einen deutlichen Einfluss der Währungsunion auf das finanzpolitische Verhalten.

Auch die Gesamtverschuldung der Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion hat sich deutlich an der vertragsmäßig festgelegten Grenze von 60 %

Grafik 5

Staatsverschuldung nach Maastricht-Definition



Quelle: OECD.

des BIP orientiert: So lag die belgische Staatsverschuldung noch 1993 bei über 130 % des BIP und 2008 nur mehr wenig über 80 % des BIP. Auch Österreich, das seit 1993 über 60 % des BIP verschuldet war, konnte die gesamtstaatliche Verschuldung 2007 wieder unter 60 % des BIP bringen. Deutschland liegt nur mehr geringfügig über der 60 %-Grenze. Italien hat hier das größte Problem die gesamtstaatliche Verschuldung unter 100 % des BIP zu bringen.

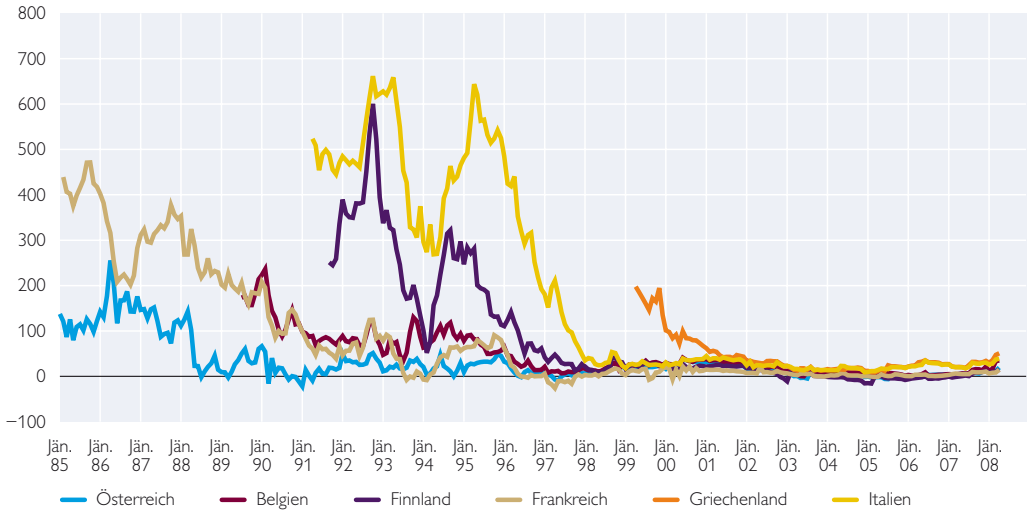
Erhebliche Bedenken gab es auch bezüglich der Refinanzierungspolitik der Europäischen Zentralbank. Es wurde argumentiert, dass der Druck auf die Nationalstaaten, ihre Budgets in Ordnung zu halten, deutlich geringer wird, wenn die EZB Staatsanleihen von Staaten mit hoher Verschuldung und solchen mit geringer Verschuldung bei der Refinanzierung von Handelsbanken gleich behandelt. Die Banken können sich refinanzieren, indem sie Staatsanleihen als Sicherheit bei der EZB hinterlegen. Vor Beginn der Währungsunion sind die Renditedifferenzen von 10-jährigen Staatsanleihen zwischen Deutschland als Benchmark und den anderen Europäischen Staaten größer gewesen, je größer die Verschuldung des jeweiligen Landes war. Grafik 6 zeigt, dass diese Differenzen durchaus mehrere Prozentpunkte betragen konnten. Nachdem die EZB in der Refinanzierung der Banken aber keinen Unterschied mehr zwischen den Staatsanleihen verschiedener europäischer Länder macht, sind die Renditeunterschiede zwischen Deutschland und den anderen Ländern sehr klein geworden. Viele Ökonomen haben das als Eliminierung des Marktes durch eine administrative Maßnahme und als eine Verminderung des Drucks der Märkte in Richtung Budgetdisziplin gesehen.

Grafik 7 zeigt einen Ausschnitt von Grafik 6 im Detail und zwar die Zeit nach Jänner 2006. Man sieht, dass es sehr wohl Unterschiede in den Spreads der einzelnen europäischen Länder gibt. Sie zeigt unter anderem, dass Finnland bis Mitte 2007 im Durchschnitt etwa

Grafik 6

Länder-Spreads 1:
Differenz der Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen: Euroraum – Deutschland

Basispunkte

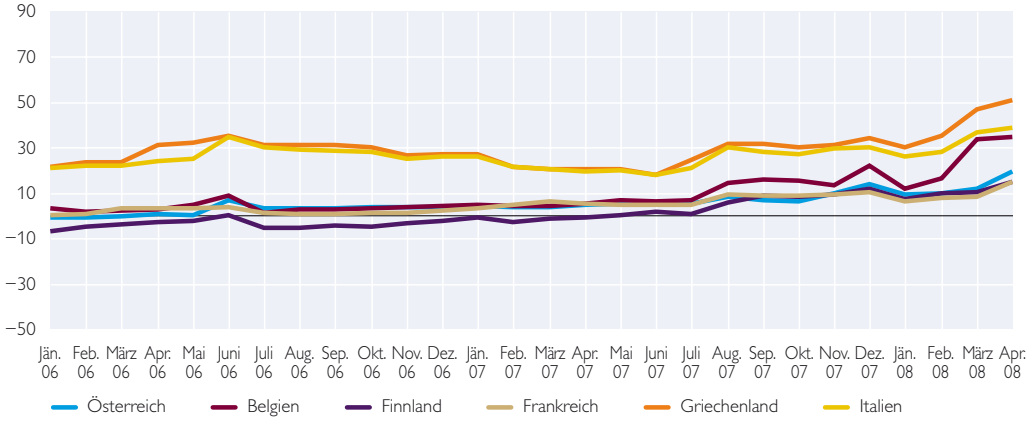


Quelle: Thomson Financial Datastream.

Grafik 7

Länder-Spreads 2:
Differenz der Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen: Euroraum – Deutschland

Basispunkte



Quelle: Thomson Financial Datastream.

5 Basispunkte unter dem deutschen Benchmark gelegen ist. Sie zeigt aber auch, dass die Renditen für Anleihen Griechenlands oder Italiens, 20–30 Basispunkte über der deutschen Benchmark liegen und seit Beginn der Finanzkrise im August 2007 deutlich angestiegen sind. Ende April 2008 betrug der Unterschied zu Deutschland 50 bzw. 40 Basispunkte.

Diese Beobachtungen zeigen, dass die Märkte bei der Bewertung von Staatsanleihen – nachdem Wechselkursrisiken aufgrund der gemeinsamen Währung keine Rolle mehr spielen – nun insbesondere den Bonitätsunterschieden zwischen den einzelnen Schuldnerländern durch deutliche Preissignale Rechnung tragen. Inwieweit die Marktprognose, dass es, entgegen den Verträgen, doch zu einem „Bailout", d. h. einer Hilfe für ein zahlungsunfähiges Mitgliedsland, kommen würde, eine Rolle beim Ausmaß der Spreads spielt, ist schwer zu beurteilen. Die vorhandenen Spreads sind aber, im Hinblick auf die Höhe der Staatsverschuldungen, durchaus ein ausreichender Anreiz, um zu einer verantwortungsbewussten Finanzpolitik zurückzukehren.

Die angeführten Argumente sollten zeigen, dass die europäische Währungsunion vor ihrer Einführung von viel Kritik und Zweifeln begleitet war, aber doch in allen wesentlichen Punkten nach den ersten zehn Jahren als Erfolg angesehen werden muss. Der Erfolg der Anpassung an die wechselnden ökonomischen Herausforderungen, die sich dem System der Europäischen Zentralbanken stellen, wird als ständiger Prozess nur im Nachhinein beurteilt werden können. Zum heutigen Zeitpunkt können wir mit den Leistungen des Systems zufrieden sein.

Karl Aiginger
Direktor
Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Zehn Jahre Währungsunion: Status und Handlungsbedarf für Österreich

1. Aufbau und Ziel

Die europäische Integration ist mit der erfolgreichen Errichtung der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) einen weiteren Schritt vorwärts gekommen. Wir skizzieren kurz, warum die europäische Integration politisch und wirtschaftlich eine Erfolgsstory ist. Der Beitrag der Wirtschafts- und Währungsunion an diesem Erfolg ist schwer zu isolieren und die exakte Ermittlung eines Wachstumseffekts auf ein Zehntelprozent ist auch nicht das Ziel der Analyse. Die Wirkung ist schwer abzugrenzen, weil sich die Errichtung der Währungsunion einerseits vorher abgezeichnet hat und andererseits noch nicht abgeschlossen ist. In den zehn Jahren seit 1998 haben sich für Österreich und Europa andere Veränderungen in den Rahmenbedingungen ergeben, die mindestens ebenso wichtig sind.

Ziel der Analyse ist es, Handlungsoptionen für Österreich herauszuarbeiten, die sich natürlich nicht nur wegen der Währungsunion, allerdings gerade in ihrem Rahmen ergeben. Österreich hat eine Top-5-Position in den Pro-Kopf-Einkommen Europas erreicht und eine Top-10-Position unter den Industriestaaten. Die österreichische Wirtschaft wächst auch in den letzten fünf Jahren wieder rascher als die anderen Mitglieder der Wirtschafts- und Währungsunion. Dies ist für ein Land mit hohem Pro-Kopf-Einkommen besonders beachtenswert. Dennoch und gerade deshalb bedarf es einer Wirtschaftspolitik, die sich auf die Bedürfnisse und Instrumente eines Spitzenlandes umstellt, das gleichzeitig „in der Mitte“ eines dynamischen Wirtschaftsraums und „an der Grenze“ zu Ländern mit deutlich niedrigeren Löhnen (in weniger als 1.000 km Entfernung) liegt. Die steigenden Integrationserfordernisse z. B. von Migranten, eine Verringerung der sozialen Selektion im Bildungssystem sind zu beachten. Die Inflation sollte durch eine strengere Wettbewerbspolitik bekämpft werden.

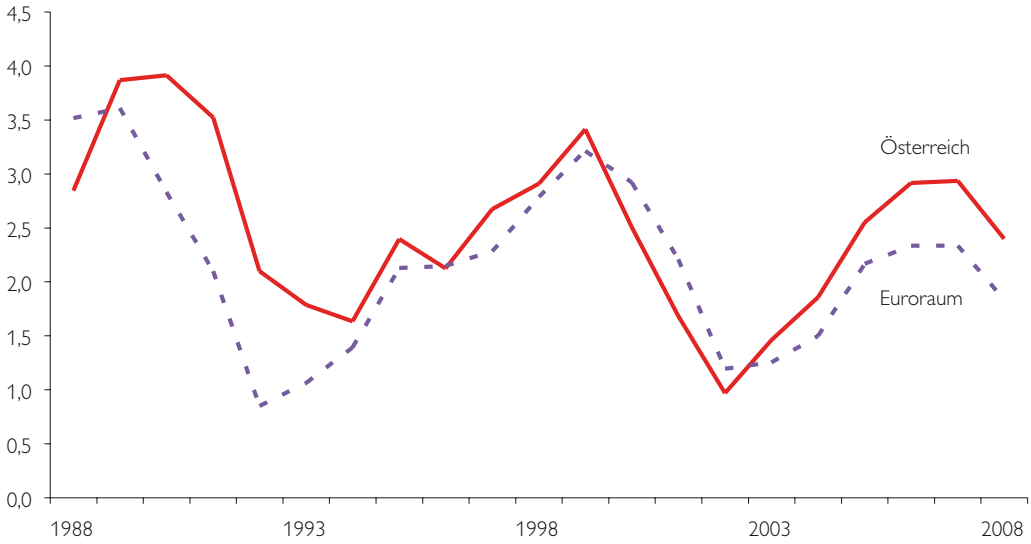
2. Zehnjahresbilanz

Die erwarteten Wirkungen einer Währungsunion sind erstens eine Senkung der Transaktionskosten (Abrechnungen, Währungstausch, Suchkosten etc.), zweitens eine Verstärkung von Wettbewerb, drittens die Verringerung der wirtschaftlichen Unsicherheit (u. a. durch Wegfall von Währungsschwankungen) und viertens die Beschleunigung des technischen Fortschritts (durch Diffusion von Wissen). Wirtschaftspolitik muss besser koordiniert werden, um Fehler und abrupte z. B. politisch bedingte Kursänderungen abzumildern. Die erwarteten Konsequenzen der WWU für Österreich schätzte Fritz Breuss (Breuss, 2007) mit 1,7 % im fünften Jahr nach Beginn (Abstand zum Basisszenario für alle Teilnehmer); das entspricht einem Zusatzwachstum von 0,3 % pro Jahr. Ob dieser Effekt tatsächlich eingetreten ist, kann (noch) nicht endgültig gesagt werden, insbesondere weil der Effekt der Währungsunion mit der Osterweiterung der EU, der zunehmenden Globalisierung und der Wachstumsschwäche der großen europäischen Länder (wie Deutschland, Frankreich und Italien) zusammenfiel. Besonders schwer fällt die Beurteilung des Wachstumseffekts für Österreich deswegen aus, weil alle westlichen Nachbarländer in dieser Periode ein schwaches Wachstum auswiesen. So liegt das Wachstum in Österreich in den zehn Jahren der WWU mit 2,4 % niedriger als im Jahrzehnt 1989/1999 (2,7 %). Dass dies nicht auf die Mitgliedschaft in der

Grafik 1

Rückkehr des Wachstumsvorsprungs Österreichs

Wachstum des realen BIP, gleitender Dreijahresdurchschnitt in %



Quelle: Eurostat (AMECO), WIFO-Berechnungen.

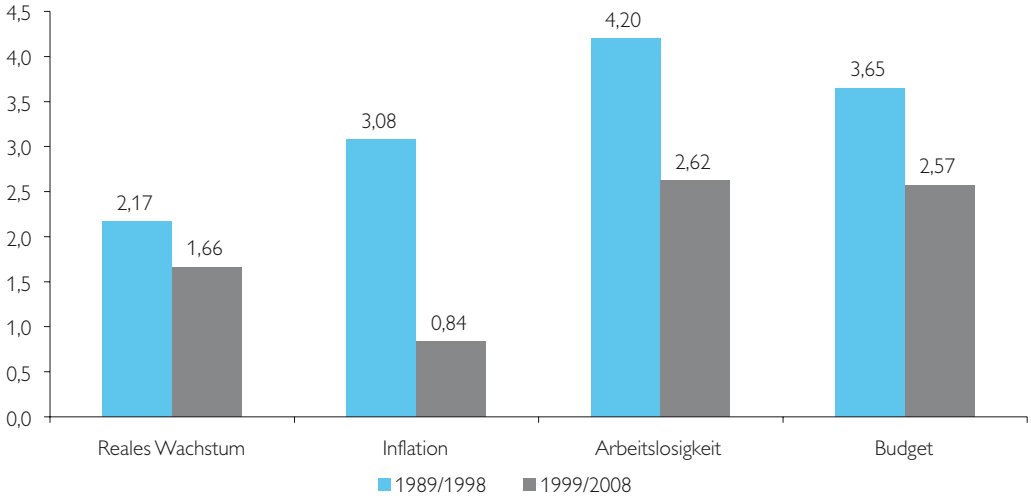
WWU zurückzuführen ist, zeigt der direkte Vergleich Österreichs mit der Schweiz. Das Wachstum in der Schweiz belief sich in den letzten zehn Jahren nur auf 1,9%. Dieser Vergleich ist nun in die Gegenrichtung verzerrt, da die Schweiz schon vor Bildung der WWU unterdurchschnittlich wuchs: sei es wegen des – tendenziell durch Konvergenzprozesse gefährdeten – Einkommensvorsprungs oder der Nicht-Mitgliedschaft in vielen Aspekten der europäischen Integration (Grafik 1).

Nachweisbar sind die Effekte der Integration – und hier nicht nur jene der Errichtung einer Währungsunion – auf wirtschaftliche Unsicherheit und die Inflation. Wirtschaftliche Unsicherheit entsteht durch viele Faktoren, einer davon liegt im unterschiedlichen Marktwachstum. Die Unterschiede im Wachstum der EU-Mitgliedstaaten reduzierten sich im Jahrzehnt der WWU um rund ein Viertel (die Standardabweichung der länderweisen Wachstumsraten fiel von 2,17 auf 1,66). Das gleiche Maß für Unterschiede in der Inflation sank um drei Viertel, nämlich von 3,08 auf 0,84. Zweistellige Inflationsraten gehören in den Mitgliedsländern der WWU der Vergangenheit an. Die durchschnittliche Inflationsrate in der WWU fiel von 3,4% auf 2,1%. Auch für Österreich ist der sinkende Inflationstrend klar dokumentierbar. In den 25 Jahren vor dem EU-Beitritt betrug die Inflation im Schnitt 4%, seit Bildung der WWU 1,8%. Der Wiederanstieg der Teuerung in allerjüngster Zeit ist eine aktuelle wichtige politische Aufgabe, aber im längerfristigen Schnitt wären alle Raten um und unter 3% als Stabilisierungserfolg gefeiert worden. Dies soll nicht bedeuten, dass nicht wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Eingrenzung der Inflation gesucht werden müssen. Es ist auch wichtig, dass die Inflation bei Gütern, die von Beziehern niedriger Einkommen stärker konsumiert werden, höher ist und dass die „gefühlte" Inflation höher ist als die tatsächliche (Grafik 2).

Grafik 2

Stabilisierung durch die WWU: Verringerte Unterschiede zwischen Staaten

Standardabweichungen zwischen Mitgliedstaaten



Quelle: Breuss (2007).

3. Neue Rahmenbedingungen

3.1 Internationale Veränderungen der Rahmenbedingungen

Die weltweiten Rahmenbedingungen haben sich entscheidend geändert, und sie werden sich weiter in mindestens demselben Tempo verändern.

- Neue Technologien verändern Produktion und Konsum, Kommunikation, Organisation, Bildungs- und Gesundheitssystem. Die Informationstechnologie, Gen- und Biotechnologie, Nanotechnologie, Energietechnik sind nur einige Beispiele für „generelle" Technologien, die nicht nur einzelne Branchen, sondern viele Sektoren, aber auch gesellschaftliche Strukturen und Lebensverhältnisse verändern.
- Die europäische Integration schreitet dynamisch voran. Aus sechs Gründungsmitgliedern wurden 27 Mitgliedstaaten (2007), und 40 Mitglieder sind nicht auszuschließen. Darüber hinaus stellt sich die Frage, wie Europa die Beziehungen zu den Nachbarländern im Osten, im arabischen Raum, in Nordafrika regelt. Wenn sie nicht im weiteren Sinn zum europäischen Wirtschaftsbereich eingeladen werden (nicht als Mitglieder), so werden sie sich einem anderen geopolitischen Zentrum zu (Russland, Iran, USA) zuwenden.
- Die Globalisierung schreitet ebenfalls voran, der Beitrag der BRIC's (Brasilien, Russland, Indien, China) an der weltweiten Wertschöpfung ist gleich hoch wie jener der USA, ihre Wirtschaftsleistung liegt nur halb so hoch, da ihr Wachstum aber mehr als doppelt so hoch liegt, ist ihre Bedeutung für Europa schon etwa gleich wie jene der USA.
- Einkommensunterschiede in den Industrieländern wachsen, besonders zwischen dem oberen Ende der Einkommenshierarchie und dem Segment, das durch geringe Qualifikationen, Behinderungen und Zuwanderung im unqualifizierten Bereich bedroht ist. Vermögen, die noch ungleicher verteilt sind als Einkommen, sind im Schnitt schon weit höher als ein Jahreseinkom-

men, während sie früher deutlich darunter lagen.

– Die Arbeits- und Kapitalbeziehungen werden unterschiedlicher. Die Arbeitsmodelle umfassen Teilzeit, Blockzeiten, All-inclusive-Verträge, Personen mit mehreren Jobs, manchmal teilweise selbständig, teilweise unselbständig, Freie Dienstnehmer und Neue Selbständige. Es gibt Mitarbeiterbeteiligung, nachrangiges Kapital, stille Einlagen, Mezzaninkapital etc.
– Die europäische Bevölkerung wird älter, sowohl in den neuen als auch in den alten Mitgliedsländern. Migration und längere Beschäftigungsdauer kann den Einfluss der Alterung auf das verfügbare Arbeitskräftepotenzial mildern, nicht den steigenden Anteil älterer Personen. Die Alterung beeinflusst das Pensions- und Gesundheitssystem, vielleicht auch den technologischen Fortschritt und die gesellschaftliche Innovationsbereitschaft.

– Die Erderwärmung ist nur noch in ihrem Ausmaß umstritten. Wenn sie auf zwei Grad eingeschränkt wird, könnten die Wirkungen sich in Grenzen halten. Energiesparziele werden weltweit formuliert, alternative Energieträger zunehmend eingesetzt. Die Effizienzziele sind zu wenig ehrgeizig und werden auch noch oft vernachlässigt, die alternativen Energien sind noch nicht problemlos einsetzbar.

3.2 Die Situation Österreichs

Österreich ist von den Veränderungen der Rahmenbedingungen in besonderem Ausmaß betroffen. Einerseits durch seine geografische Lage und seine Wirtschaftsstruktur, andererseits weil Österreich nicht nur die Veränderungen im Umfeld zu bewältigen hat, sondern auch innerhalb Europas eine neue Rolle einnehmen kann und muss.

– Österreich kann wegen seiner Position als Top-5-Land nicht mehr Technologienehmer sein, sondern muss zumindest in einigen Sparten auch Technologiegeber sein, eigene Technologien entwickeln und weltweit vermarkten.
– Österreich ist ein hervorragender Produktionsstandort mit guten Fachkräften. In der neuen Funktion müssen vermehrt Firmenzentralen und Forschungseinrichtungen in Österreich gegründet werden bzw. aus bestehenden Betrieben herauswachsen. Internationale Manager helfen den mittleren und osteuropäischen Raum zu organisieren. Es gibt mittelfristig zu wenig technisch-naturwissenschaftliche Fachkräfte für die neue Position Österreichs.
– Österreich liegt nunmehr in der Mitte eines dynamischen Raums Die zehn neuen Mitgliedstaaten wachsen deutlich rascher als Westeuropa. Der Nachbargürtel (die Nachbarn der Erweiterungsländer plus Türkei) wachsen fast noch stärker. Die Konkurrenz um die zen-

trale Rolle ist jedoch stark, und in 500 Kilometer Entfernung betragen die Löhne die Hälfte, in 1.000 km ein Viertel verglichen mit Österreich. Dies eröffnet Chancen zu Produktionen, die billige Vorprodukte und hochwertige Teile bzw. komplementäre Dienstleistungen verbinden.

– Die Bevölkerung Österreichs wächst stark, die Zahl der Personen im Erwerbsalter aber nur gering und dies vorwiegend durch Migration. Bei der Zuwanderung ist Österreich für höher qualifizierte Personen wenig attraktiv.
– Die Institutionen sind in Österreich auf homogene Gruppen und Verhältnisse abgestimmt. Lohnerhöhungen werden für breite Gruppen festgelegt, aber einheitliche Lohnsteigerungsraten entsprechen nicht der Differenzierung der Gewinne. Preise wurden früher für wichtige Produkte streng geregelt und beobachtet. Heute muss die Wettbewerbspolitik diese Rolle übernehmen. Die Bedeutung der Wettbewerbspolitik wird erst langsam erkannt.
– Ausbildung war auf Erstausbildung beschränkt, die raschen Veränderungen verlangen eine forcierte Weiterbildung und die stärkere Integration von Migranten.

4. Politische Reaktionen und Notwendigkeiten

4.1 Europäische Politik

Die Europäische Union hat quantitative und qualitative Defizite in der Forschung. Es gibt zu wenig Naturwissenschafter, und Staat und Firmen geben zu wenig für Universitäten aus, Weiterbildung ist nur in den skandinavischen Ländern vorbildlich. Die Forcierung dieser „Instrumente" zur Sicherung von Beschäftigung und Wettbewerbsfähigkeit wäre ebenso wichtig wie die Beseitigung von Schranken, besonders wenn der Binnenmarkt schon weit fortgeschritten ist und die gemeinsame Währung immer mehr Länder erfasst. Diesen „Wachstumstreibern" wird im Vertrag von Lissabon 2007 und in der realen Politik im Gegensatz zur „Lissabon-Strategie 2000" kaum Beachtung geschenkt.

Angesichts der Größe Europas – die Wirtschaftsleistung der EU-27 ist größer als die der USA – wäre eine Stärkung der Binnennachfrage und eine Qualitäts- und Umschulungsstrategie die richtige Antwort auf die Globalisierung. Globalisierung bringt per Saldo höhere Einkommen und mehr Beschäftigte, dies muss aber nicht für alle Länder gelten und stimmt sicher nicht für alle Personengruppen und jeden Zeitpunkt. Vor allem die skandinavischen Länder versuchen, die potentiellen Verlierer umzuschulen und zur Veränderung zu befähigen und dadurch aus der Globalisierung zu profitieren. Die EU insgesamt macht dies kaum. Besonders die großen Länder wie Frankreich, Deutschland und Italien „verteidigen" alte Strukturen, und dies letztlich ohne Erfolg. Der Lissabon-Vertrag 2007 setzt weder das Ziel, ein proaktives Konzept zur Globalisierung zu entwickeln, noch zeigt er Instrumente und Strategien auf. Dasselbe gilt für die „Broad Economic Guidelines".

Europa ist einem starken Alterungsprozess unterworfen. Die Dynamik der Wirtschaftsleistung wird im Osten und Südosten der heutigen EU besonders hoch sein. Die Dynamik der Bevölkerung bzw. die Zahl der wanderungswilligen Migranten ist oft sogar außerhalb der heutigen Grenzen der EU gegeben. Sowohl das wirtschaftliche und noch mehr das bevölkerungsmäßige Potential für die Phase der „Alterung" Europas liegen im Nachbargürtel im

Osten und in den südlichen Mittelmeerländern. Eine aktive wirtschaftliche Außenpolitik, die versucht, das Potential dieser Länder zu stärken und die ökonomischen und gesellschaftlichen Werte Europas, sowie das Wirtschafts- und Bildungssystem schon in der Heimat zukünftiger Migranten anzubieten, findet nicht statt. Dadurch und durch eine fehlende Migrationspolitik sowie ungenügende Strategien, Migranten inklusive ihrer Werte und Kulturen mit dem europäischen Modell bekannt zu machen, ist eine schwerwiegende Vernachlässigung. Eine so definierte „wirtschaftliche Außenpolitik" der EU, die die USA mit anderen Methoden betreibt, wird im Vertrag nicht erwähnt (vgl. auch Sapir, 2007).

4.2 Alte und neue Ungleichgewichte

Die USA haben einerseits über die letzten 15 Jahre ein hohes Wachstum und eine höhere Beschäftigungsquote im Vergleich zu Europa, andererseits belasten sie mit drei Ungleichgewichten ihre eigene Entwicklung und teilweise auch die Weltwirtschaft. Exporte sind deutlich niedriger als die Importe, das hohe Leistungsbilanzdefizit hat die Dollarabwertung mit verursacht bzw. erfordert. Das Budget ist defizitär und beschränkt den Handlungsspielraum in konjunkturellen und strukturellen Krisen. Der Konsum wurde durch Verschuldung finanziert, zuletzt auch durch ein Kreditvolumen, das nur durch hohe oder immer steigende Immobilienpreise gerechtfertigt war.

Die Finanzkrise nahm ihren Ausgang durch die Vergabe von Krediten in den USA, die oft von ungerechtfertigten oder von nicht in ihrer Tragweite erkannten Bedingungen ausging (Sub-Prime-Segment). Die Banken haben dann diese Kredite unter einer in Prinzip sinnvollen Teilung in Risikosegmente (Bündelung von Risikoklassen) weitergereicht, teils an eigens gegründete Spezialinstitutionen (Special Purpose Vehicles), teils an leichtgläubige ferne Investoren. Ranking Institute, die selbst an der Zahl der Kunden überstark interessiert waren und am Aktienmarkt notieren, haben das Risiko bei weitem zu günstig eingeschätzt. Nach Eintritt der Krise ist das Misstrauen der Banken gegenseitig so stark gewachsen, dass die Kreditfinanzierung zwischen den Banken fast zum Erliegen gekommen ist. Hintergrund der Krise war einerseits ein Überschuss an zu veranlagendem Kapital, unter anderem durch Devisenüberschüsse oder Budgetüberschüsse in Schwellenländern und bei Rohstoffexporteuren. Zweitens hat der Versuch und der Druck immer höhere Renditen zu erwirtschaften neben einer Vielfalt von Innovationen auch eine unübersichtliche und nicht der normalen Regulierung des Bankensektors unterworfene Zahl von Institutionen und Spielern hervorgebracht.

Die Notenbanken haben in der Krise gut reagiert und sie stark abgemildert. Als positiv ist auch zu erwähnen, dass durch die Krise ein neuer Konsens zur Schaffung eines kompletteren Überblicks über die Risken, Innovation und die Kontrolle gesucht und wahrscheinlich auch gefunden wird. Auch hat sich herausgestellt, welche Institutionen größere Weitsicht und Verantwortung bewiesen haben. Mindestverpflichtungen werden auf neue Tatbestände ausgedehnt, Ratings kritischer überprüft, Weitergaben von Verpflichtungen und Gründungen ohne direkte Abhängigkeit aber mit indirekter Einflussnahme werden seltener werden. Finanzplätze, die nicht oder wenig betroffen sind (Wien!) werden an Bedeutung gewinnen. Die Tätigkeit der Staatsfonds (von Norwegen, Abu Dhabi, Indonesien bis Russland und China) wird nun weniger ablehnend

gesehen, aber hoffentlich auch mit neuen Transparenzregeln.

Die Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise sind stark gestiegen und verursachen Ungleichgewichte zwischen Rohstoff- und Exportländern von Nahrungsmitteln auf der eine Seite und Netto-Importeuren auf der anderen Seite. Beide Tendenzen haben viele Ursachen, teilweise auch gemeinsame. Eine davon – medial oft im Mittelpunkt – ist die Verwendung von Nahrungsmitteln zur Erzeugung von Energie. Der wichtigste gemeinsame Grund ist aber das Wachstum der Weltproduktion. Die Weltwirtschaft ist in den letzten fünf Jahren um ein Viertel (!) gestiegen. Die Produktion von Nahrungsmitteln (wie auch von Rohstoffen) beruht auf längerfristigen Entscheidungen, und ist auch von Wetter und Wasser nicht unabhängig. Wenn die Weltwirtschaft in fünf Jahren um 25 % wächst, so steigt auch die Nachfrage nach Nahrungsmitteln um gut 20 %. Die Erzeugung konnte jedoch bei weitem nicht so stark ausgeweitet werden. Deswegen werden auch beide Tendenzen längere Zeit bestehen bleiben. Reine Hilfsmaßnahmen im Nahrungsmittelbereich sind nicht die Lösung, sondern es bedarf langfristiger Strategien, wie insgesamt genug erzeugt werden kann, wieweit eine gewisse Eigenversorgung oder ein gerechter Zugang für einzelne Länder und Regionen nötig ist. Bei Energie und Rohstoffen werden Einsparungen durch effizientere Verfahren nötig sein. Es hat sich auch gezeigt, dass rasche Alternativen zu konventionellen Energieträgern nicht verfügbar sind. Auf längerfristige Alternativen kann gehofft werden, die größte Chance liegt in höherer Energieeffizienz.

Europa hat die Finanzkrise bisher relativ gut überstanden. Einerseits war Europa selbst direkt weniger beteiligt an den „Innovationen". Auch der überhöhte Bauboom selbst beschränkte sich auf wenige Länder (Spanien, Irland, Großbritannien), von denen zwei auch hohe Budgetüberschüsse haben, die sie antizyklisch verwenden können. Europa profitiert auch von der anhaltenden Dynamik in den neuen Mitgliedstaaten und deren Nachbarn.[1] Die WWU hat dazu durch Verringerung der internen Unsicherheit entscheidend beigetragen. Die einzelnen Währungen

würden gerade jetzt zueinander erheblich stärker schwanken. Europa ist wegen seines Integrationserfolges auch als Standort für anspruchvolle Direktinvestitionen überaus aktiv. Obwohl Europa selbst auch weltweit investiert, sind die Investitionen von Nicht-Europäern in Europa besonders hoch. Und Europa hat trotz des hohen Euro noch keine defizitäre Leistungsbilanz. Wie die langfristigen Folgen der Finanzkrise und der Konjunkturabschwächung 2008

[1] *Für den Finanzplatz Wien und österreichische Banken und Versicherungen könnte die Krise zu einem Erfolgsfaktor werden. Hier wurden Gewinne durch Investitionen erzielt, nicht durch bedenkliche „Innovationen" und kurzfristige Spekulationen.*

ausfallen werden, ist noch nicht endgültig zu sagen. Aber bisher waren die Auswirkungen gering, sie waren sicher geringer als ohne Währungsunion.

4.3 Österreich: Wachstumsstrategie fortsetzen

Das prognostizierte mittelfristige Wachstum in Österreich von 2,1 % für die nächsten fünf Jahre reicht nicht aus, die Arbeitslosigkeit zu senken. Die Arbeitslosigkeit würde sich bestenfalls auf dem heutigen relativ hohen Niveau verfestigen. Das WIFO-Weißbuch „Mehr Beschäftigung durch Wachstum" entwirft eine mittelfristige Wachstumsstrategie auf der Basis von Innovation und Qualifikation. Sie soll abgesichert werden durch eine bewusst Krisen gegensteuernde Makropolitik in Österreich und durch stärkere internationale Koordination der Wirtschaftspolitik (EU-Ebene plus Nachbarschaftsebene).

Eine zentrale Botschaft des Weißbuchs ist, dass es keine einzelne Maßnahme gibt, auch kein Bündel von einigen wenigen Maßnahmen, um die Arbeitslosigkeit deutlich und dauerhaft zu senken. Auch eine intensive, aber kurzfristige wirtschaftspolitische Offensive ist nicht zu empfehlen, weil jede Maßnahme nur langsam wirkt und nach ihrem Auslaufen oft Gegenkräfte auftreten (z. B. Konsolidierungsbedarf). Nur eine langfristige Strategie mit einander gegenseitig verstärkenden Strategieelementen aus vielen Bereichen der Wirtschaftspolitik, unterstützt von gesellschaftlichem Konsens, kann Wachstum und Beschäftigung nachhaltig erhöhen (siehe Kasten).

Der wichtigste Hebel zu mehr Beschäftigung ist ein höheres Wirtschaftswachstum. Das Wirtschaftswachstum kann beschleunigt werden durch (i) Zukunftsinvestitionen, d. h. höhere und gezieltere Ausgaben für Forschung, Ausbildung und Weiterbildung, Infrastruktur (Strategieelemente 1–3), (ii) Strukturreformen, d. h. mehr Wettbewerb, balancierte Flexibilität, Qualität des öffentlichen Sektors (Strategieelemente 4–6), (iii) Betonung österreichischer Stärken in Technologien und Dienstleistungen sowie innovativer Energie- und Umweltpolitik (Strategieelement 7–8), (iv) Nutzung der Beschäftigungsreserven aus heute informeller Arbeit, Beseitigung der Genderungleichheit und aus der verstärkten Gestaltung des Sozialsystems als Produktivkraft (Strategieelemente (9–11). Die Reformen entlang dieser elf Strategielinien müssen inhaltlich aufeinander abgestimmt und sozial ausbalanciert sein. Dann und nur dann kann die Bevölkerung die Chancen einer solchen Politik erkennen. Dann und nur dann werden die betroffenen Gruppen bereit sein, auf bestehende Rechte zu verzichten und Besitzstände aufzugeben, weil in der Zukunft bessere, nachhaltigere Einkommen und genügend Arbeitsplätze zu erwarten sind (siehe Kasten).[2]

4.4 Inflation – das wiederkehrende Gespenst

Die Inflation ist auch in Österreich in der ersten Jahreshälfte 2008 auf 3 % gestiegen. Dies ist zwar noch immer etwas weniger als im EU-Schnitt und die Teuerung wird auch in der zwei-

[2] *Es ist leichter, die Beschäftigung zu erhöhen als die Arbeitslosigkeit zu senken. Dies ist deswegen der Fall, weil es entmutigte Arbeitskräfte gibt, die die Arbeitssuche bei günstigeren Beschäftigungsmöglichkeiten wieder aufnehmen, weil höheres Wachstum in einer offenen Wirtschaft Arbeitskräfte aus dem Ausland anlockt, weil Personen ihre Ausbildung abkürzen oder ihren Ruhestand hinausschieben können. Das Weißbuch schätzt die Schwelle, bei der die Beschäftigung zu steigen beginnt, auf 2 %, die Schwelle, bei der die Arbeitslosigkeit sinkt, auf 2,5 %. Beide Schwellen sind konjunkturell variabel und können durch wirtschaftspolitische Maßnahmen etwas verschoben werden. Beide sind aber stilisierte Fakten mit guter Evidenz und verständlichem Hintergrund.*

Kasten 1

Weißbuch: Elf Strategieelemente für mehr Beschäftigung durch Wachstum

Wachstumstreiber:

1 Innovation
2 Ausbildung und Weiterbildung
3 Infrastruktur als Standort- und Nachfragefaktor

Akzeleratoren:

4 Wettbewerb und Gründungsaktivität
5 Flexibilität und Sicherheit
6 Qualität des öffentlichen Sektors

Österreichische Stärken:

7 Technologien und Dienstleistungscluster
8 Innovative Energie- und Umweltpolitik

Quellen zusätzlicher Beschäftigung:

9 Umwandlung von informeller Arbeit in Erwerbstätigkeit
10 Forcierung der Chancengleichheit der Geschlechter
11 Sozialsystem als Produktivkraft

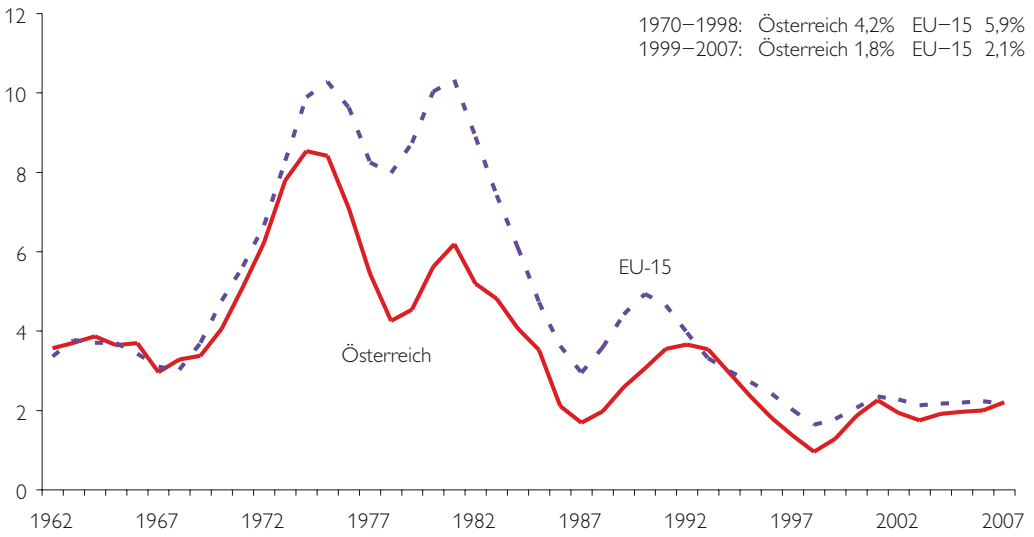
ten Jahreshälfte sinken. Dennoch sind einige Warengruppen nicht nur wegen der Preissteigerungen ausländischer Zulieferungen oder Vorprodukte gestiegen. Und die Last der Inflation ist ungleich verteilt: Bezieher niedriger Aktiveinkommen und von Pensionen und Sozialleistungen sind überdurchschnittlich betroffen, weil sie einen höheren Anteil an Nahrungsmitteln, Wohnung und Energie an ihren Ausgaben haben und einen geringen Anteil an technischen Konsumgütern (wo es geringe Preissteigerungen, oft auch Preissenkungen gibt; Grafik 3).

Eine Inflationsbekämpfung durch Fiskalpolitik zeichnet sich nicht ab, da die Budgetausgaben auf allen Ebenen

Grafik 3

Inflation Österreichs im Vergleich mit der EU

gleitender Dreijahresdurchschnitt in %



Quelle: Eurostat (AMECO), WIFO-Berechnungen.

zurzeit offensichtlich schwer in den Griff zu bekommen sind. Wir stehen vor einer Steuerreform, die in einigen Aspekten auch stabilisierend wirken kann (wenn der Entlastungseffekt bei den Lohnverhandlungen und der in Preissetzung berücksichtigt wird). Aber tendenziell steigert die Steuerreform auch die Nachfrage. Die Geldpolitik ist durch ihre „Zweitaufgabe", die Folgen der Finanzmarktkrise abzufedern, auch nicht imstande, einen großen Beitrag zur Inflationsbekämpfung zu leisten. Die aussichtsreichste Politik in dieser Situation ist die Wettbewerbspolitik. Der wohfahrtsteigernde Wert des Wettbewerbes wurde in Österreich bisher nicht erkannt. Preissteigerungen bei Rohstoffen werden in höherem Maße als nötig weitergegeben, Preise im Handel sind höher als im Ausland, der Wettbewerb bei Dienstleistungen ist gering. Die öffentliche Hand erhöht bei jeder Kostensteigerung die Gebühren, ohne alle Möglichkeiten der höheren Produktivität oder besseren Organisation zu überprüfen. Der Wettbewerb im Stromsektor ist gering, angesichts des verpflichtenden Hälfteeigentums der öffentlichen Hand wohl nicht überraschend. Die Wettbewerbsbehörde aber auch die Konsumenten und Konsumentenschutzorganisationen und Medien reagieren zahm. Während viele Maßnahmen des Weißbuchs zur Forcierung von Beschäftigung durchgeführt wurden, fand das Maßnahmenpaket für mehr Wettbewerb praktisch keine Beachtung.

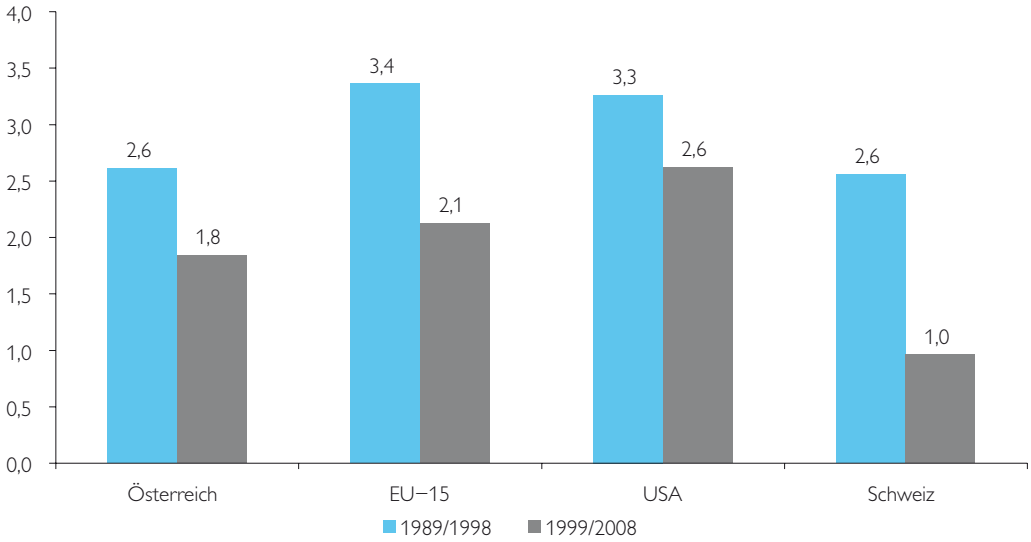
Folgende wettbewerbspolitische Maßnahmen könnten sowohl Beschäftigung schaffen wie auch die Inflation niedrig halten (Böheim, 2006):

- proaktive vorausschauende Wettbewerbspolitik (Beispiel Dänemark)
- Wettbewerbsmonitoring, Konzentrations- und Gründungsstatistiken nach Sektoren
- Teilnahme Österreichs am OECD Regulatory Review

Grafik 4

Inflation vor und nach Bildung der WWU

in %



Quelle: Euroastat (AMECO), WIFO-Berechnungen.

– Reduktion der Gründungskosten, breitere Felder in Gewerbe und Dienstleistungen
– Beweislastumkehr bei Marktmachtmissbrauch
– Konkurrenz und Ausschreibungen von Leistungen im öffentlichen Sektor

Diese Maßnahmen können die heimische Komponente der Inflation reduzieren. Sie stimulieren Innovationen und bieten Einkommens- und Beschäftigungschancen (Grafik 4).

5. Zusammenfassung

Die Wirtschafts- und Währungsunion ist ein weiterer Schritt in der europäischen Integration. Politisch ist die Europäische Union eine Erfolgsgeschichte: Sie hat Frieden in Europa geschaffen und forciert Menschenrechte und wirtschaftliche Stabilität auch außerhalb der heutigen Grenzen (Aiginger, 2006a). Sie hat einen geteilten, segmentierten Kontinent für Arbeitnehmer, Unternehmer, Studenten, Künstler geöffnet. Der ökonomische Fortschritt war lange beeindruckend, fast der gesamte Produktivitätsvorsprung der USA wurde eingeholt. Die geringere Dynamik der letzten 10 bis 15 Jahre und die gestiegene Arbeitslosigkeit waren auf eine geringe Beachtung der Zukunftsagenda zurückzuführen (zu wenig Investitionen, Forschung, Ausbildung, Infrastruktur, Jugend, Chancengleichheit), auf eine zu geringe Beachtung des Wachstumszieles in Geld-, Fiskal- und Infrastrukturpolitik, sowie auf geringe Flexibilität am Arbeitsmarkt besonders in den drei großen Ländern Deutschland, Frankreich und Italien.

Der Effekt der Währungsunion allein ist schwer zu isolieren. Jedenfalls ist die Inflation in Europa seit Beginn der Währungsunion auf 2,1 % gefallen, in den zehn Jahren davor war sie bei 3,4 % gelegen und in den 25 Jahren davor bei 4 %. Die Unterschiede in den Inflationsraten sind dramatisch gefallen (die „Standardabweichung“ von 3 auf 0,8), zweistellige Inflationsraten in Spanien, Italien und Griechenland gibt es schon länger nicht. Die Finanzkrise, die vom Immobiliensektor in den USA plus unverantwortlicher Geschäftspraktiken im „besten Finanzsystem der Welt“ ausging, wurde von Europa bisher recht gut bewältigt. Der Euro trägt zwar die Hauptlast der Bewältigung von weltweiten Ungleichgewichten. Aber man kann sich kaum vorstellen, wie sich Währungen und Inflationsraten in den europäischen Ländern entwickelt hätten, wenn jedes Land einzeln Geldpolitik und Währungskurs in der Finanzkrise adjustiert hätte.

Die österreichische Wirtschaft wächst seit fünf Jahren wieder stärker als die Westeuropäische, was angesichts der Position als eines der reichsten Länder der Welt und des schwachen Wachstums in den drei wichtigsten westlichen Handelspartnern ein beachtliches Ergebnis ist. Österreich hat dabei von der Dynamik der östlichen Nachbarn profitiert, ebenso wie von der Erholung der Innovationsausgaben und der Flexibilisierung des Arbeitsmarkts bei gleichzeitiger Absicherung durch Weiterbildung, Mindestlöhne und Ausbildungsgarantien.

Dennoch kommen auf die Wirtschaftspolitik große Herausforderungen zu. Die weltweiten Veränderungen der Rahmenbedingungen gehen weiter. Mit der Finanzkrise, den hohen Rohstoffpreisen und der neuen Situation am Nahrungsmittelsektor kommen aktuelle Herausforderungen hinzu. Neue Technologien, Globalisierung, Erderwärmung und Alterung erfordern ebenfalls langfristige Reaktionen in der Wirtschaftspolitik. Für Österreich kommt noch hinzu, dass sich seine

Position innerhalb der Länderhierarchie geändert hat: vom „Mitläufer", der Technologie und Organisation importieren kann, zum „Mitgestalter" des zentral- und osteuropäischen Raums: ein Land mit einer zentralen geografischen Position und hohen Einkommen muss Unternehmen, Forschungszentralen und neue Dienstleistungen gründen bzw. ausweiten.

Das Weißbuch „Mehr Beschäftigung durch Wachstum auf Basis von Innovation und Qualifikation" zeigt elf Strategielinien, die laufend verfolgt werden müssen, um diesen Veränderungsprozess zu bewältigen. Nur wenn die österreichische Wirtschaft um 2,5 % oder gegen 3 % wächst, sinkt *heute* die Arbeitslosigkeit und können Schulden abgebaut werden, kann *morgen* die Systemumstellung von der Mitte zur Spitzenposition bewältigt werden und kann *übermorgen* die Alterung der Gesellschaft und die Integration der Migranten bewältigt werden. Die wiederkehrende Inflation ist zwar noch immer deutlich niedriger als vor dem EU-Beitritt, sollte aber durch ein Element der Wirtschaftspolitik bekämpft werden, das in Österreich sowohl in der Wirkung zu mehr Innovationen als auch im Beitrag zur Preisstabilität immer unterschätzt wird: die Wettbewerbspolitik.

Die Währungsunion hat – als wichtiger Schritt in einem jahrzehntelangen, erfolgreichen Integrationsprojekt – Europa stabilisiert. Interne Währungsschwankungen gehören der Vergangenheit an, die Inflation ist niedrig und europaweit ähnlich, die Finanzkrise konnte bisher in erheblichem Ausmaß abgefedert werden. Doch die weltweiten Herausforderungen und auch die spezifische Veränderung der Position Österreichs ist eine gewaltige Aufgabe. Nicht weniger Wirtschaftspolitik ist nötig, sondern eine neue zukunftsgerichtete Politik. Sie muss individuelle Sicherheit etwa durch Ausbildung und gesamtwirtschaftliche Stabilität durch Währungsunion und Wachstumspolitik bieten, damit die gewaltigen weltweiten Veränderungen als Chance gesehen werden und nicht als Bedrohung. „Mikroökonomischer" Wandel braucht „makroökonomische" Stabilität.

Literaturverzeichnis

Aiginger, K. 2004. The Three Tier Strategy Followed by Successful European Countries in the 1990s. In: International Review of Applied Economics.18(4). 399–422.

Aiginger, K. 2005. Towards a New European Model of the Reformed Welfare State: An Alternative to the United States Model. In: Economic Survey of Europe 1. Vereinte Nationen, New York und Genf.

Aiginger, K. 2006a. Zehn Jahre EU-Mitgliedschaft: 1995 bis 2005. ÖGB Bundeskonvent.

Aiginger, K. 2006b. The Ability to Adapt: Why It Differs between the Scandinavian and Continental Models. In: Intereconomics, Review of European Economic Policy 41/1. Jänner/Februar. 14–23.

Aiginger, K. und A. Guger. 2005a. The European Social Model: from an Alleged Barrier to a Competitive Advantage. In: Journal of Progressive Politics 4/3. Herbst. 40–47.

Aiginger, K. und A. Guger. 2005b. The European Socio-Economic Model, Differences to the USA and Changes Over Time. In: Giddens, A., P. Diamond und R. Liddle (Hrsg.). Global Europe; Social Europe.

Böheim, M. (Koord.), K. Friesenbichler und S. Sieber. 2006. Teilstudie 19: Wettbewerb und Regulierung. In: Aiginger, K., G. Tichy und E. Walterskirchen (Projektleitung und Koordination). WIFO-Weißbuch: Mehr Beschäftigung durch Wachstum auf Basis von Innovation und Qualifikation. Monographien. 17. November.

Boeri, T. 2002. Does Europe Need a Harmonized Social Policy? In: Wettbewerb der Regionen und Integration in der WWU. Tagungsband zur 30. Volkswirtschaftlichen Tagung der OeNB. 13. und 14. Juni. Wien.

Breuss, F. 2000. Die Wirtschafts- und Währungsunion und ihre Folgen. In: Breuss, F., G. Fink und S. Griller (Hrsg.). Vom Schuman-Plan zum Vertrag von Amsterdam. Wien: Springer-Verlag. (Breuss-WWU.PDF)

Breuss, F. 2002. Die wirtschaftspolitische Architektur der WWU. WIFO-Monatsberichte 9/2002. 581–607.

Breuss, F. 2007. Erweiterungs- und Nachbarschaftspolitik der EU. WIFO-Monatsberichte 8/2007. 641–660.

Esping-Andersen, G. 1990. Three Worlds of Welfare Capitalism Polity. Cambridge.

Esping-Andersen, G., D. Gallie, A. Hemerijck und J. Myles. 2002. Why We Need a New Welfare State. Oxford: Oxford University Press.

Europäische Union. 2005. Vertrag über eine Verfassung für Europa. Amt für Statistische Veröffentlichungen der Europäischen Gemeinschaft. Luxemburg.

EU-Kommissionsdokument. 2005. The European Social Model. Manuskript. 14. Juli 2005.

Europäische Union. 2007. Der Vertrag von Lissabon: Die konsolidierten EU-Verträge. NOMOS Verlagsgesellschaft.

Fitoussi, J.-P., F. K. Kostoris Padoa Schioppa (Hrsg.). 2005. Report on the State of the European Union 1. Palgrave Macmillan. Houndsmills.

Förster, M. und M. Mira d'Ercole. 2005. Income Distribution and Poverty in OECD Countries in the Second Half of the 1990s. OECD Social, Employment and Migration Working Papers 22. Paris. OECD, DELSA/ELSA/WD/SEM(2005)1.

Guger, A. 2006. Die Effektivität wohlfahrtsstaatlicher Distributionspolitiken – Trends im internationalen Vergleich. In: Held, M., G. Kubon-Gilke und R. Sturn (Hrsg.). Normative und institutionelle Grundfragen der Ökonomik. Jahrbuch 5. Soziale Sicherung in Marktgesellschaften. Marburg: Metropolis.

Leibfried, S. 2000. Towards a European Welfare State? In: Pierson, C. and, F. G. Castels (Hrsg.). The Welfare State Reader. Polity Press. Cambridge UK. 190–206.

Pisani-Ferri, J. 2005. Only Teamwork Can Put the Eurozone on a Steady Course. In: Financial Times. August 31.

Sapir, A., P. Aghion, G. Bertola, M. Hellwig, J. Pisani-Ferry, D. Rosati, J. Vinals und H. Wallace. 2004. An Agenda for a Growing Europe: Sapir Report. Oxford: Oxford University Press.

Sapir, A. 2007. Fragmented Power: Europe and the Global Economy. Bruegel.

Tichy, G. 2005. Die „Neue Unsicherheit" als Ursache der europäischen Wachstumsschwäche. Perspektiven der Wirtschaftspolitik 6(3). 385–407.

WIFO-Weißbuch. 2006. Mehr Beschäftigung durch Wachstum auf Basis von Innovation und Qualifikation, 2006.
http://www.wifo.ac.at/wwa/servlet/wwa.upload.DownloadServlet/bdoc/S_2006_WEISSBUCH_ZUSAMMENFASSUNG_27639$.PDF

Josef Christl
Direktor
Oesterreichische Nationalbank

Concluding Remarks

Sehr geehrte Damen und Herren!
Die 36. Volkswirtschaftliche Tagung mit dem Thema „Erfahrungen im ersten Jahrzehnt der Wirtschafts- und Währungsunion: Erste Schlussfolgerungen und Ausblick“ geht zu Ende. Wenn wir uns an die vergangenen eineinhalb Tage zurückerinnern, so gab es kaum eine Sprecherin oder einen Sprecher, der die Union nicht als Erfolgsgeschichte, als „story of success“, gesehen hätte. Der Erfolg lässt sich vielleicht am besten ermessen, wenn wir noch einmal einige fundamentale Wirtschaftsentwicklungen im Euroraum Revue passieren lassen: Zwischen 1999 und 2007 lag das Wirtschaftswachstum durchschnittlich bei 2,1 % und die Inflationsrate bei knapp über 2 %. In diesen Jahren wurden 16 Millionen neue Arbeitsplätze geschaffen und die Arbeitslosenquote sank von 10,0 % 1998 deutlich auf 7,4 % im letzten Jahr. Auch in der Fiskalpolitik gibt es Erfolge zu vermelden: Heute liegt der Budgetsaldo bei einem Defizit von 0,8 % und ist damit deutlich niedriger als in der Vergangenheit.

Bei den Vorträgen und Diskussionen der letzten Tage ist auch bestätigt worden, dass die Währungsunion einen wesentlichen Beitrag zur Vervollkommnung des Binnenmarkts geleistet hat. Die Transparenz ist gestiegen, die Transaktionskosten haben sich verringert, der Wettbewerb, der in der abschließenden Podiumsdiskussion wiederholt zur Sprache gekommen ist, wurde stimuliert. Damit hat die Währungsunion genau das gehalten, was immer versprochen wurde.

Gerade in den letzten Monaten haben wir gesehen, welche wichtige Funktion die Währungsunion als Schutzschild vor Turbulenzen und Schocks, die von den internationalen Finanzmärkten und der Weltwirtschaft ausgehen, erfüllt. Die Präsidenten Juncker und Tietmeyer haben uns in ihren Vorträgen eindrücklich an die vergangenen Krisen im Europäischen Währungssystem erinnert. Die WWU hat sich als Stabilitätsanker für die europäische Wirtschaft und die Europäische Union vollauf bewährt.

Gleichzeitig hat die Einführung des Euro eine verstärkte Wahrnehmung Europas in der Welt bewirkt. In den letzten zehn Jahren ist der Euro zu einer wichtigen Transaktionswährung geworden. Er ist sowohl bei internationalen Anlegern als auch bei Schuldner beliebt, und auch als Reservewährung im Steigen begriffen. Heute nimmt der Euro einen starken zweiten Platz unter den internationalen Währungen ein, auf dem er wohl noch länger bleiben wird, aber sicher mit weiter wachsender Bedeutung.

Wie aus den gestrigen wissenschaftlichen Vorträgen ersichtlich wurde, bedeutete die Einführung des Euro aus Sicht der akademischen Welt ein einmaliges Experiment zur Theorie optimaler Währungsräume. Die gestern präsentierten Ergebnisse rechtfertigen die Einführung einer gemeinsamen Währung in Europa und unsere Zuversicht in die Zukunft der Union wie auch in die Erfolgsaussichten einer weiteren Erweiterung der Eurozone. Philip Lane hat anschaulich gezeigt, dass die gemeinsame Währung die Integration der Finanzmärkte im Euroraum stark vorangetrieben hat. Das ist an sich nicht überraschend, sicher überraschend ist aber das Tempo, das wir in den letzten Jahren beobachten konnten. Mathilde Maurel hat argumentiert, dass diese Integration der Finanzmärkte die Finanzierung von temporären Zahlungsbilanzdefiziten erleichtert. Gleichzeitig sahen wir auch einen weiteres Anwachsen der Handelsströme innerhalb der Union und eine stärkere Integration der Gütermärkte. Aus Sicht der ökono-

mischen Theorie kann verstärkte Spezialisierung zu mehr oder weniger Asymmetrie bei den auf die einzelnen Wirtschaften wirkenden Schocks führen. Andrew Rose hat die diesbezüglichen empirischen Ergebnisse zusammengefasst, diese zeigen, dass die Korrelation der Konjunkturzyklen in Währungsunionen tatsächlich steigt und damit eine der Bedingungen für eine erfolgreiche Währungsunion gemäß der Theorie optimaler Währungsräume ex-post zunehmend besser erfüllt ist.

Die Europäische Zentralbank hat ihren Beitrag zum Integrationsprozess der europäischen Wirtschaft durch mehr Transparenz und eine bessere Berechenbarkeit der Geldpolitik geleistet, auch wenn einige der Beobachterinnen und Beobachter aus der akademischen Welt noch den einen oder anderen Verbesserungsvorschlag aus ihrer Sicht eingebracht haben. Insgesamt ist aber der Erfolg der EZB, die sich rasch als glaubwürdiger Garant von Stabilität etablieren konnte, unbestritten. Preisstabilität ist der beste Weg zu Wachstum und hoher Beschäftigung, die Voraussetzung für Preisstabilität ist wiederum die Unabhängigkeit der Europäischen wie der nationalen Zentralbanken.

Damit kommen wir von den Erfolgen der Vergangenheit, die auf der Tagung ausführlich dargestellt wurden, zu den Herausforderungen für die Zukunft. Charles Goodhart hat zweifelsohne diese Frage sehr zugespitzt, wenn er in seinem Vortrag verschiedene Szenarien entwickelt hat, in denen der Fortbestand der Währungsunion gefährdet werden könnte. Dennoch zeigen uns diese Szenarien, in welchen Bereichen die Wirtschaftspolitik entsprechende Anstrengungen unternehmen muss. Zur Sorge Anlass geben etwa die divergenten Entwicklungen bei den Lohnstückkosten. Hier muss die Politik gegensteuern. In den letzten zehn Jahren wurden viele und bedeutende Strukturreformen umgesetzt, aber noch nicht genug. Für eine flexible und wettbewerbsfähige europäische Wirtschaft ist es notwendig, die Lissabon-Strategie rasch umzusetzen und über weiterführende Maßnahmen im Rahmen des Post-Lissabon-Prozesses nachzudenken. Die Strukturpolitik ist definitiv ein Bereich, in dem wir in der Zukunft erfolgreicher sein müssen, als wir es in der Vergangenheit waren. Was die Fiskalpolitik betrifft, so muss der Stabilitäts- und Wachstumspakt weiter gestärkt werden. Hier war in letzter Zeit teilweise eine Großzügigkeit zu beobachten, die für eine stabile Währungsverfassung nicht ideal sein kann.

Innerhalb der Europäischen Union brauchen wir effizientere institutionelle Strukturen, wie Präsident Tietmeyer so eindrucksvoll dargestellt hat, um schlagkräftiger agieren und damit den Erfolg der Währungsunion langfristig absichern zu können. Gegenüber der Welt muss die bedeutende und wachsende Rolle des Euro mit einer aktiveren Rolle Europas in den internationalen Gremien einhergehen, wie auch Präsident Juncker als Vorsitzender der Eurogruppe urgiert hat.

Soweit eine kurze Zusammenfassung der wichtigsten Botschaften, die ich von der eineinhalbtägigen Konferenz mitgenommen habe. Damit möchte ich mich noch einmal bei allen Teilnehmerinnen und Teilnehmern bedanken und freue mich bereits auf die 37. Volkswirtschaftliche Tagung.

Vortragende – Speakers

Karl Aiginger

Karl Aiginger, born in 1948, has been Director of the Austrian Institute of Economic Research (WIFO) since March 2005. He is a professor of economics at the University of Linz and he held a position of a visiting professor at Stanford University (1982 and 2002); the Massachusetts Institute of Technology (MIT, 1991); and the University of California Los Angeles (UCLA, 1997). He has contributed to the Austrian Advisory Council for Economic and Social Affairs and the Reform Dialogue of the Austrian Government. He is a lead manager and contributor to the European Competitiveness Reports since 1998. He is the editor of the Journal of Industry, Competition and Trade (JICT, jointly with André Sapir). Key areas of research include industrial economics, industrial policy and competitiveness.

Markus Beyrer

Markus Beyrer has been Secretary General of the Federation of Austrian Industries since August 2004. After his occupation as expert for European and International Affairs in the Department for Environmental Policy in the Austrian Federal Economic Chamber (1996–1999), he became Director of the Economic Policy Department of the Austrian Federal Economic Chamber in 2002. From 1999 to 2002, he was working for the former Federal Chancellor Wolfgang Schüssel of Austria as senior economic advisor. Markus Beyrer also participated in a Concours at the European Commission (successful candidate) and he was employed as Attaché for Industrial and Commercial Affairs at the Permanent Representation of Austria to the European Union from 1994 to 1996. In spring 1994, he made a stage in the European Commission, Directorate General XI (Environment). Mr. Beyrer was a member of the EU-Expert-Team („EU-Cadett") of the Department for European Integration- and Trade Policy in the Austrian Federal Economic Chamber from 1992 to 1994. Markus Beyrer studied law and commercial sciences at the University of Vienna and the Vienna University of Economics and Business Administration; he completed a postgraduate master course for European Law – Euro-Jus– at the Danube University Krems.

Josef Christl

Josef Christl was born in Mattighofen, Austria, in 1952. He studied business administration at the University of Graz

and economics at the University of Vienna and the Institute for Advanced Studies (IHS). He started his career as an economist at the Ministry of Social Affairs. From 1984 to 1993, Josef Christl held the position of a Senior economist at Creditanstalt to become Chief Economist of Creditanstalt in 1993. In 2001, he was appointed Chief Economic Advisor to the Austrian Minister of Finance. In 2003, Josef Christl joined the Oesterreichische Nationalbank, where he held the positions of Excutive Director Economics and Financial Markets and Member of the Governing Board until summer 2008. In addition, Josef Christl is a Professor

at the Vienna University of Economics. He is the author of various publications in the field of monetary theory, labour economics, European integration and business cycle research.

Wolfgang Duchatczek

Wolfgang Duchatczek has been serving as Vice Governor of the Oesterreichische Nationalbank (OeNB) since 2003. He joined the OeNB in 1976, and the Office of the Governor in 1978. He was appointed Chief of the Office of the Governor in 1982 and Deputy Executive Director of the Foreign Research Department in 1987. In addition, he served as Representative of the

OeNB on the EC Integration Committee of the Austrian Federal Government. Mr. Duchatczek was appointed Director of the Area International Relations of the OeNB in 1992 and represented the OeNB during Austria's EU accession negotiations. He was nominated Chairman of the European Commission's Committee on Monetary, Financial and Balance of Payments Statistics (CMFB) and served as the OeNB's Second Alternate on the Committee of Alternates of the European Monetary Institute (EMI). In 1997, he was appointed to the OeNB's Board of Executive Directors as Deputy Chief Executive Director of the Liquidity and Portfolio Management and Internal Services Department, and in 1998 he joined the OeNB's Governing Board as Executive Director of the Money, Payment Systems and Information Technology Department. Mr. Duchatczek holds a doctorate in economics and social sciences and has been awarded the Grand Decoration of Honor in Gold for Services to the Republic of Austria.

Bernhard Felderer

Bernhard Felderer (born in 1941) has been the Director of the Institute for Advanced Studies (IHS) in Vienna, Austria, since 1991 and professor of economics at the University of Cologne, Germany, since 1995. He studied law and economics at the University of Vienna, where he received his doctoral degree in 1964. Following his studies in economics at the Faculté de Droit et Sciences Economiques of the University of Paris, he worked one year as a research assistant of professor Fritz Machlup at Princeton University, New York, and later on lectured as a visiting professor at the University of North Carolina, Chapel Hill, USA. After serving six years as an assistant professor at the University of Karlsruhe, Germany, he started to lecture as a professor at the University of Cologne in 1974. In 1987, he was appointed Director of the Economics Seminar at the Faculty of Economics and Social Sciences at the University of Cologne, a position he held until 1990. In 1977, he received a six-month appointment from the Soviet Academy of Sciences for consulting and teaching, mainly in Novosibirsk and Moscow. He serves on the General Council of the Oesterreichische Nationalbank, on the Austrian Government Debt Committee and is managing editor of the German Economic Review (GER) and associate editor of Empirical Economics. His

main fields of interest are macroeconomic theory and policy, population economics and public finance. In addition to numerous other publications, he is the co-author of "Makroökonomik und Neue Makroökonomik" (with St. Homburg), which is the largest-selling textbook in Germany and Austria since the mid-eighties and has been translated into four other languages.

Charles Albert Eric Goodhart

Charles A. E. Goodhart is a member of the Financial Markets Group at the London School of Economics (LSE), having previously, 1987–2005, been its Deputy Director. Until his retirement in 2002, he had been the Norman Sosnow Professor of Banking and Finance at LSE since 1985. Before then, he had worked at the Bank of England for seventeen years as a monetary adviser, becoming a Chief Adviser in 1980. In 1997, he was appointed one of the outside independent members of the Bank of England's new Monetary Policy Committee until May 2000. Earlier he had taught at Cambridge and LSE. Besides numerous articles, he has written a couple of books on monetary history; a graduate monetary textbook; two collections of papers on monetary policy; and a number of books and articles on financial stability, on which subject he was Adviser to the Governor of the Bank of England, 2002–2004, and numerous other studies relating to financial markets and to monetary policy and history. In his spare time he is a sheep farmer (loss-making).

Alfred Gusenbauer

Alfred Gusenbauer, born in 1960, studied political sciences, philosophy and law at the University of Vienna (Ph. D. in 1987). From 1981 till 1990, he was executive secretary for the Socialist Youth of the Social Democratic Party of Austria. Alfred Gusenbauer was Federal Chairman of the Socialist Youth (SJ) from 1984 to 1990 and Vice President of the International Union of Socialist Youth (IUSY) from 1985 till 1989. He then became senior research fellow in the economic policy department of the Chamber of Labor from 1990 to 1999. He has been Chairman of the Social Democratic Party in the district Melk (Lower Austria) since 1990 and Member of the Austrian Parliament since 1991. Alfred Gusenbauer was Chairman of the Committee for development cooperation of the Austrian Parliament (1996–1999). Since 1991, he has been a Member of the Aus-

trian Delegation to the Parliamentary Assembly of the Council of Europe. In addition to his other obligations, Alfred Gusenbauer was Chairman of the Social, Health and Family Affairs Committee of the Council of Europe from 1995 to 1998. He was Secretary General of the Social Democratic Party in Lower Austria from 1999 until 2000. Alfred Gusenbauer headed the Social Democratic Group in the Austrian Parliament until 2007 and leaded the Social Democratic Party of Austria from 2000 until August 2008. He was appointed Federal Chancellor of Austria on January 11, 2007.

Jean-Claude Juncker

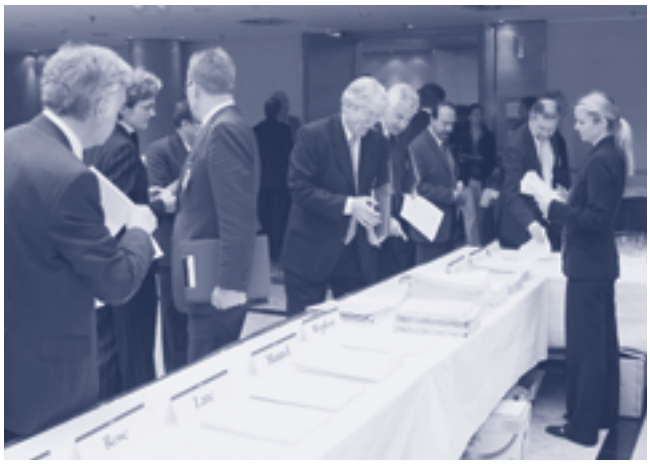
Jean-Claude Juncker was born in Redange-sur-Attert in the west of Luxembourg on December 9, 1954. He enrolled in the Law Faculty of the University of Strasbourg in 1975 and was awarded a Master of Law in 1979, but never practically worked as a lawyer. His political involvement as a member of the Christian Social Party (Chrëschtlech Sozial Vollekspartei/CSV) dates back to 1974. A few days before his 28th birthday, he was appointed Secretary of State for Labour and Social Security. Following the general elections of June 1989, Jean-Claude Juncker entered a new chapter of his political career when he was appointed Minister of Finance and Minister of Labour. In 1991, as incumbent President of the ECOFIN Council, Jean-Claude Juncker became one of the principal architects of the Maastricht Treaty, in particular of the section on the Economic and Monetary Union of which he drafted large parts himself. He also salvaged Economic and Monetary Union negotiations during an informal meeting of the twelve Member States' Ministers of Finance in Luxembourg in May 1991, by creating the opting out principle for the United Kingdom. Jean-Claude Juncker was one of the signatories of the Maastricht Treaty in February 1992. In June 1994, Jean-Claude Juncker was re-elected to Parliament and retained his Minister of Finance and Minister of Labour portfolios. On 20 January 1995, following the nomination of Prime Minister Jacques Santer as President of the European Commission by the European Council and the subsequent approval of this appointment by the European Parliament, Jean-Claude Juncker was appointed Prime Minister and Minister of State by His Royal Highness Grand Duke Jean. Despite heading the government, he still continued to fulfil his functions as Minister of Finance, Minister of Labour and Employment and Minister for the Treasury. In December 1996, the international press dubbed Jean-Claude Juncker "the hero of Dublin" for his successful mediation during delicate negotiations between German Chancellor Helmut Kohl and French President Jacques Chirac on the subject of the Stability Pact accompanying the Economic and Monetary Union. The Luxembourg Presidency of the Council of the European Union during the second half of 1997 provided Jean-Claude Juncker with the opportunity to highlight his ambitions for a more socially integrated Europe. In November 1997, the Extraordinary European Council on Employment saw the launch of the so-called "Luxembourg Process" requiring Member States to submit an annual action plan promoting employment and to meet quantified and verifiable criteria in the context of job creation and the fight against unemployment.

In the same year, the European Council of Luxembourg was witness to the creation of "Euro 11", the informal group of Ministers of Finance involved in the Economic and Monetary Union, since renamed the Eurogroup. In June 1999, the Christian Social Party once

again won the general elections and Jean-Claude Juncker was appointed Prime Minister of a government composed of members of the Christian Social Party and the Democratic Party (Demokratesch Partei/DP), thus putting an end to 15 years of governmental coalition between the Christian Social Party and the Luxembourg Socialist Workers' Party (Lëtzebuerger Sozialistesch Arbechterpartei / LSAP). Jean-Claude Juncker retained his Finance and Communications portfolios. On 31 July 2004, Jean-Claude Juncker was reappointed Prime Minister, Minister of State and Minister of Finance in the government formed as a result of the general elections of 13 June 2004, in which he obtained record personal votes. On 1 January 2005, Jean-Claude Juncker was elected the first permanent president of the Eurogroup, which brings together the Ministers of Finance of the euro area Member States. His mandate was renewed for a second term in 2006 to last until December 2008. During the first six months of 2005, the Luxembourg Presidency of the Council of the European Union allowed Jean-Claude Juncker to secure an agreement at the March 2005 European Council on a reform of the Stability and Growth Pact that did not affect the pact's fundamental principles. During this summit, Jean-Claude Juncker also succeeded in reviving the Lisbon Strategy, in a bid to reaffirm its social and environmental dimensions. After the French and Dutch "no" to the Treaty establishing a Constitution for Europe, Jean-Claude Juncker focused all his efforts in the victorious battle leading to a Luxembourgish "yes" in the referendum that took place on 10 July 2005. After his term as Governor of the World Bank from 1989 to 1995, Jean-Claude Juncker assumed the role of Governor of the International Monetary Fund and that of Governor of the European Bank for Reconstruction and Development (BERD).

Georg Kovarik

After his studies of economics at the Vienna University of Economics and Business Administration, Georg Kovarik started his professional career at Creditanstalt Bankverein in 1973. In 1985, he began to work for the Austrian Trade Union Federation (ÖGB), where he became head of the Economic Department in 1993. Georg Kovarik represents the ÖGB in various domains as a member of the Advisory Committee for Economic and Social Questions,



member of Wettbewerbskommission, member of ERP-Fonds, member of Austrian Wirtschaftsservice (AWS) and member of the Economic and Employment Committee of the European Trade Union Confederation (ETUC).

Philip R. Lane

Philip R. Lane is Professor of International Macroeconomics and Director of the Institute for International Integration Studies (IIIS) at Trinity College Dublin. He received a Ph. D. in Economics from Harvard University and was previously Assistant Professor of Economics and International Affairs at Columbia University. In addition, he is

a research fellow of the Centre for Economic Policy Research (CEPR) and a member of the steering committee for its Macroeconomics of Global Interdependence (MGI) working group. His research interests include financial globalization, the macroeconomics of exchange rates and capital flows, macroeconomic policy design, European Monetary Union, and the Irish economy. His work has appeared in the American Economic Review, Journal of Economic Perspectives, Review of Economics and Statistics, Journal of International Economics, NBER Macroeconomics Annual, European Economic Review and many other publications. He is also a member of the Royal Irish Academy and the EURO 50 group. He serves on the editorial boards of the Journal of European Economic Association, International Journal of Central Banking, Open Economies Review and Moneda y Credito. He is also a member of the scientific advisory committee of CEPII. In 2001, he was the inaugural recipient of the German Bernacer Award in Monetary Economics.

Edward P. Lazear

Edward P. Lazear was confirmed by the Senate on February 17 and sworn in as Chairman of the Council of Economic Advisers on Monday, February 27, 2006. Before coming to the Council of Economic Advisers, he was a member of President Bush's Advisory Panel on Tax Reform. Mr. Lazear is on leave of absence from Stanford University where he is the Jack Steele Parker Professor of Human Resources Management and Economics (1995) and the Morris Arnold Cox Senior Fellow at the Hoover Institution. He taught previously at the University of Chicago's Graduate School of Business. He is also an elected fellow of the American Academy of Arts and Sciences (2000), the Econometric Society, and the Society of Labor Economists. He is on leave as a research associate of the National Bureau of Economic Research and was a member of the National Academy of Sciences Board on Testing and Assessment. Mr. Lazear was the first Vice-President and President of the Society of Labor Economists, as well as the founding editor of the Journal of Labor Economics and founder of two companies. He developed research and ideas that became the seminal work in the area of "personnel economics," a field that married economics and statistics to organizational behavior. He has written or edited nine books. Among his more than one hundred published papers. His many academic prizes and awards include the 1998 Leo Melamed Biennial Prize for outstanding research, the 2003 Adam Smith Prize from the European Association of Labor Economists, the IZA Prize in Labor Economics from the Institute for the Study of Labor, Bonn, the Distinguished Teaching Award from Stanford University's Graduate School of Business in 1994, and the Distinguished Service Award from Stanford University in 2002. He has an honorary doctorate from Albertson College of Idaho and delivered the 2002 UCLA Commencement Address. Edward P. Lazear has advised many

governments throughout the world including Russia, Romania, Republic of Georgia and Ukraine and recently was a member of Governor Schwarzenegger's Council of Economic Advisers.

Born in 1948, Professor Lazear grew up in Los Altos, California. He received his A.B. and A.M. degrees from the University of California at Los Angeles and his Ph. D. in economics from Harvard University. He is married and has one daughter.

Klaus Liebscher

Klaus Liebscher served as Governor of the Oesterreichische Nationalbank (OeNB) from 1998 until August 2008. Moreover, since the foundation of the European Central Bank (ECB) in June 1998 he was an independent member of both the ECB Governing Council and the ECB General Council. He also represented the OeNB at the Bank for International Settlements Governors' Meeting and was Austria's Governor to the International Monetary Fund (IMF). Before joining the OeNB on June 1, 1995 and presiding the General Council of the Bank as its President until August 31, 1998, he started his career at Raiffeisen Zentralbank Österreich AG in 1968, where he was a member of the Executive Board as from 1980 and Chief Executive Officer and Chairman of the Board from 1988 to 1995. He served as President of the Vienna Stock Exchange Council from 1990 to 1995 and on the supervisory boards of several banks and other corporations in Austria and abroad. Mr. Liebscher earned his law degree (Dr. iur.) from the University of Vienna.

Christine Marek

Christine Marek, born 26 January 1968, has been State Secretary for the Federal Ministry of Economy and Labor since 11 January 2007. In the framework of her political career she is also working for the Viennese Chamber of Labor as a member of the council; earlier she was a member of the board (2002–2006). From 2002 to 2005, Christine Marek was engaged as deputy chairman for the Viennese political faction of the Austrian People's Party (ÖVP) and a member of parliament for five years. She is the initiator of the project Ticket Junior (childcare within companies) in collaboration with the Austrian Chamber of Commerce and the Industrialists' Association. Besides, Ms. Marek is a regular speaker at the European Forum Alpbach, a member of the council Familie und Beruf (Family and Profession) and she works together with various panels of exports in the fields of flexible working hours and tele working.

Mathilde Maurel

Mathilde Maurel, born 1966, is a former graduate from Ecole Normale Supérieure and Ecole Nationale de la Statistique et des Etudes Economiques. Her research focuses on comparative economics and transition economics. Her 1998 book "Régionalisme et désintégration en Europe centrale et orientale: une approche gravitationnelle", (Paris, Presses du CNRS), analyses the collapse of the Soviet area, by focusing

on the trade aspects. She has been working extensively on the Optimal Currency Area criteria applied to the issue of the EU-EMU enlargement and EMU. Recently, she has analysed migration from Eastern to Western European countries, which constitutes one key aspect of the European regionalism, her main area of expertise. A former Scholar at Delta, France (1992–1996), visiting researcher at the William Davidson Institute, University of Michigan (2003–2004) and at the Centre of European Studies (Fudan University, Shanghai, April 2004), Professor of Economics and Econometrics at the High School of Economics (Moscow,

1998–2002), at Sciences-Po and the University of Sorbonne-Paris 1 (from 2001), she has been since 1996 Research Fellow at the Centre National de la Recherche Scientifique, where she is the head of the CES-Department "Développement et Mondialisation". Mathilde Maurel was responsible in 2002 of a Phare Ace program entitled "Optimum Choice of Exchange-rate Regime for the Accession Countries: Cost and Benefit Analysis of EMU Membership".

Wilhelm Molterer

Wilhelm Molterer, born in 1955, completed his studies of economic sciences at the Johannes Kepler University in Linz in 1981. After his studies, he started his professional career as research assistant and subsequently as assistant professor at the Department of Agricultural Policy at Johannes Kepler University (1979–1981). Between 1981 and 1984, he was engaged as senior economic advisor of the Austrian Farming Union and he then changed to the office of State Councilor Leopold Hofinger in 1985. Afterwards, Wilhelm Molterer became advisor to Minister Josef Riegler and in 1989, he became Head of Franz Fischler's Minister's Office. Then he headed the Austrian Farming Union and he also was a member of Parliament between 1990 and 1994. In the following years, Wilhelm Molterer served as the Austrian Federal Minister of Agriculture and Forestry, Environment and Water Resources Management (1994–2003). In 2003, he was elected faction leader of the Austrian People's Party in Parliament. Since January 2007, Wilhelm Molterer has been the Vice Chancellor and Federal Minister of Finance of the Republic of Austria.

Andrew K. Rose

Andrew K. Rose is a professor of the Haas School of Business at the University of California. His research focuses on international finance, macroeconomics and trade. Professor Rose has published approximately about 110 academic publications, including 60 in refereed journals. His various former positions include Rocca Professor of International Trade (Chair 1994–1997), Managing Editor of The Journal of International Economics (1995–2001), Research Associate of the National Bureau of Economic Research (NBER), Acting Director, International Finance and Macroeconomics Program of the NBER (1996–1999) and Primary In-

vestigator, National Science Foundation (NSF) Grant, 1995–1998. In addition, Andrew K. Rose is engaged as a Research Fellow of the Center for Economic Policy Research (CEPR) (since 1992) and as the Director of the Clausen Center for International Business and Policy, U.C. Berkeley. In 1981, Andrew K. Rose graduated from the Trinity College of the University of Toronto (B.A.), in 1983 from the Nuffield College of the University of Oxford (M. Phil.) and in 1986 he obtained his Ph. D. from the Massachusetts Institute of Technology. He has also been a visiting scholar at a number of international and domestic policy agencies, including: IMF, World Bank, US Treasury, UK Treasury, Asian Development Bank, and the central banks of Australia, Canada, Europe, Hong Kong, Israel, Japan, New Zealand, Singapore, Spain and the United States. Professor Rose has also been a visiting scholar at a number of international and domestic policy agencies, including: IMF, World Bank, US Treasury, UK Treasury, Asian Development Bank, and the central banks of Australia, Canada, Europe, Hong Kong, Israel, Japan, New Zealand, Singapore, Spain, and the United States.

Hans Tietmeyer

Hans Tietmeyer is a German economist and regarded as one of the foremost experts on international financial matters. He was President of Deutsche Bundesbank from 1993 until 1999 and remains one of the most important figures in finance of the European Union. Hans Tietmeyer was born August 18, 1931 in Metelen (Germany) and studied at the University of Münster, University of Bonn and University of Cologne. After finishing his studies in 1958, with an academic background of Alfred Muller-Armack and Ludwig Erhard, he moved into international banking and economics. In 1962, he started his career in the Federal Ministry of Economics. In 1982, he became Permanent Secretary in the Ministry of Finance, where he was responsible for international monetary policy, financial policy, EU matters and the preparation of World Economic Summits. Dr. Hans Tietmeyer became a Member of the Board of Directors of the Deutsche Bundesbank in 1990, with responsibility for international monetary issues, organizations and agreements. After two years as Vice President he became President of the Deutsche Bundesbank in 1993, a position he held until August

1999. Since his leave-taking, Hans Tietmeyer has been increasingly engaged in honorary appointments, amongst others he is the chairman of the New Social Market Economy Initiative. He has published more than 100 articles on the subject of economics and is the recipient of numerous prestigious awards and prizes, was president of the London Business School and is a member of the Pontifical Academy of Social Sciences.

Jean-Claude Trichet

Jean-Claude Trichet is a graduate of the Ecole nationale supérieure des Mines de Nancy, of the Institut d'études politiques de Paris, of the Université de

Paris (in economics) and of the Ecole nationale d'administration. He worked in the competitive sector from 1966 to 1968. He was appointed to the Inspection générale des Finances in 1971. He was assigned to various posts at the Ministry of Finance in the General Inspectorate of Finance and later in the Treasury Department, where in 1976 he became Secretary General of the Interministerial Committee for Improving Industrial Structures (CIASI).

Jean-Claude Trichet was made an adviser to the cabinet of the Minister of Economic Affairs (René Monory) in 1978, and then an adviser to the President of the Republic (Valery Giscard

d'Estaing) in the same year. In this capacity, he worked on issues relating to energy, industry, research and microeconomics from 1978 to 1981. He subsequently became Deputy Director of Bilateral Affairs at the Treasury Department from 1981 to 1984 and Head of International Affairs also at the Treasury and was Chairman of the Paris Club (sovereign debt rescheduling) from 1985 to 1993. In 1986, he directed the Private Office of the Minister of Economic Affairs, Finance and Privatisation (Edouard Balladur), and in 1987 he became Director of the Treasury. In the same year, he was appointed Censor of the General Council of the Banque de France and Alternate Governor of the International Monetary Fund and the World Bank. He was Chairman of the European Monetary Committee from 1992 until his appointment as Governor of the Banque de France in 1993. He was the Chairman of the Monetary Policy Council of the Banque de France as of 1994, a member of the Council of the European Monetary Institute from 1994 to 1998 and thereafter a member of the Governing Council of the European Central Bank. At the end of his first term as Governor of the Banque de France, he was reappointed for a second term. Jean-Claude Trichet was elected Chairman of the Group of Ten (G10) Governors on 29 June 2003. He was appointed President of the European Central Bank on 16 October 2003 by common accord of the Governments of the Member States that have adopted the euro at the level of Heads of State or Government for a term of office of eight years starting on 1 November 2003.

He was named "Person of the Year" by the Financial Times (2007), "Policy Maker of the Year" twice by The International Economy magazine (1991 and 2007), and has received a number of awards, including the "Zerilli Marimo" prize from the Académie des Sciences morales et politiques (1999), the international "Pico della Mirandola" prize (2002), the "Prix franco-allemand de la Culture/Deutsch-Französischer Kulturpreis" (2006) and the "Ludwig Erhard Memorial Coin in Gold" (2007). He has been awarded honorary doctorates by a number of universities. Jean-Claude Trichet is a Commandeur de la Légion d'honneur and has been awarded several foreign honours.

Arnout H. E. M. Wellink

Mr. Wellink has been President of De Nederlandsche Bank (DNB) since

1 July 1997. Since January 1999, Mr. Wellink has sat on the Governing Council of the European Central Bank. Also, he has chaired the Basel Committee for Banking Supervision since July 2006. Since 1997, Dr. Wellink has sat on the Board of Directors of the Bank for International Settlement, which he chaired from 2002 until 2006. Mr. Wellink is a member of the Group of Ten Governors, the committee of central bank governors of the G10 countries, and a Governor of the International Monetary Fund. Nout Wellink's many secondary functions include the following. He is Chairman of the Board of Supervisors of the Netherlands Open Air Museum, Treasurer of the Supervisory Board of the Royal Picture Gallery Mauritshuis and member of the Supervisory Board of the Dutch Central Genealogy Bureau. He has been awarded a Knighthood in the Order of the Netherlands Lion. In 1982, Mr. Wellink became an Executive Director of the DNB. Between 1970 and 1982, he held several posts in the Ministry of Finance, starting on the economic staff, from 1975 as the Director General of Financial and Economic Policy and later as Treasurer General. From 1965 until 1970, Mr Wellink worked as an assistant, later staff member, in the economics department of Leiden University. After a study in Dutch law at the same university (1961–1968), Wellink obtained a doctor's degree in economics at the Rotterdam Erasmus University. He completed his secondary education (science and grammar stream) in 1961. He was born on 27 August 1943 at Bredevoort.

Charles Wyplosz

Charles Wyplosz is a Professor of international economics at the Graduate Institute in Geneva where he is the Director of the International Centre for Money and Banking Studies. Previously, he has served as Associate Dean for Research and Development at INSEAD and as Director of the Ph. D. program in Economics at the Ecole des Hautes Etudes en Science Sociales in Paris. He has also been Director of the International Macroeconomics Program of CEPR, the leading European network of economists. His main research areas include financial crises, European monetary integration, fiscal policy, economic transition and current regional integration in various parts of the world. He is the co-author of a leading textbook on Macroeconomics and on European economic integration. He was a founding Managing Editor of the review Economic Policy. He serves on several boards of professional reviews and European research centers. He is a regular columnist is such newspapers as the Financial Times, Le Monde, Libération, Le Temps, Finanz und Wirtschaft, and Handelsblatt. Currently a member of the Group of Independent Economic Advisors to the President of the European Commission; President, of the Panel of Experts of the European Parliament's Economic and Monetary Affairs Committee and of the "Bellagio Group"; Charles Wyplosz is an occasional consultant to the European Commission, the IMF, the World Bank, the United Nations, the Asian Development Bank, and the Inter-American Development Bank. He has been a member of the "Conseil d'Analyse Economique" which reports to the Prime Minister of France, of the French Finance Minister's "Commission des Comptes de la Nation" and has advised the governments of the Russian Federation and of Cyprus. Charles Wyplosz holds degrees in Engineering and Statistics from Paris and a Ph. D. in economics from Harvard University.

Die Volkswirtschaftliche Tagung der OeNB stellt eine Plattform für den internationalen Meinungs- und Informationsaustausch zu währungs-, wirtschafts- und finanzmarktpolitischen Fragen zwischen Zentralbanken, wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern, Finanzmarktvertretern und der universitären Forschung dar. Der Konferenzband enthält alle Beiträge der Tagung.

The Economics Conference hosted by the OeNB is an international platform for exchanging views on monetary and economic policy as well as financial market issues. It convenes central bank representatives, economic policy decision makers, financial market players, academics and researchers. The conference proceedings comprise all papers.

Scientific coordinators

Ernest Gnan, Martin Summer

Editorial processing

Rita Schwarz

Technical production

Peter Buchegger (design)
Franz Pertschi (layout, typesetting and image processing)
OeNB Printing Office (printing and production)

Paper

Printed on environmentally friendly paper
Gedruckt auf umweltfreundlich hergestelltem Papier

Photographs

OeNB; Foto Knoll

Inquiries

Oesterreichische Nationalbank, Communications Division
Postal address: PO Box 61, AT 1011 Vienna
Phone: (+43-1) 404 20-6666
Fax: (+43-1) 404 20-6698
E-mail: oenb.info@oenb.at

Orders/address management

Oesterreichische Nationalbank, Documentation Management and Communications Services
Postal address: PO Box 61, AT 1011 Vienna
Phone: (+43-1) 404 20-2345
Fax: (+43-1) 404 20-2398
E-mail: oenb.publikationen@oenb.at

Imprint

Publisher and editor:
Oesterreichische Nationalbank
Otto-Wagner-Platz 3, AT 1090 Vienna
Günther Thonabauer, Secretariat of the Governing Board and Public Relations
Internet: www.oenb.at
Printed by: Oesterreichische Nationalbank, AT 1090 Vienna

© Oesterreichische Nationalbank, 2008
All rights reserved.

Im Sinne einer verbesserten Lesbarkeit wurde auf geschlechtsspezifische Formulierungen verzichtet. Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass sich der Text immer sowohl auf Frauen als auch Männer bezieht.

The language in this publication is tended to be gender-inclusive.

Reproduktionen für nicht kommerzielle Verwendungen und Lehrtätigkeiten sind unter der Nennung der Quelle freigegeben.

My be reproduced for noncommercial and educational purposes with appropriate credit.

DVR 0031577

Wien, 2008

EMAS
Geprüftes Umweltmanagement
REG.NO. AT-000311