6055026

ONB

Volkswirtschaftliche Tagung 1996
der Oesterreichischen
Nationalbank

Auf dem Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion – Bedingungen für Stabilität und Systemsicherheit

24. Volkswirtschaftliche Tagung der Oesterreichischen Nationalbank 1996

ONB

24. Volkswirtschaftliche Tagung 1996

am 10. und 11. April 1996 in Wien

Inhalt

ADOLF WALA
Tagungseröffnung und Einleitung 4

W. F. DUISENBERG
Garantien für Stabilität heute und morgen 10

GRAHAM P. BISHOP
Financial Market Integration and Investment Decisions
Prior to Economic and Monetary Union 20

KLAUS LIEBSCHER
Die österreichische Währungspolitik
und das Übergangsszenario zur Wirtschafts- und Währungsunion 30

Podiumsdiskussion
W. F. DUISENBERG
GERHARD RANDA
ALEXANDER VAN DER BELLEN
WERNER MUHM
Auf dem Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion –
Bedingungen für Stabilität und Sicherheit 44

VIKTOR KLIMA
Kamingespräch 62

OTMAR ISSING
Preisstabilität und Wirtschaftswachstum
vor und in der Wirtschafts- und Währungsunion 76

HELMUT KRAMER
Kommentar zu: Preisstabilität und Wirtschaftswachstum
vor und in der Wirtschafts- und Währungsunion 88

DANIEL GROS
Fiscal Policy in EMU – Sound Budgets as a Prerequisite
for Stability and Systemic Security 96

JÜRGEN VON HAGEN
Währungsunion, Fiskalunion, Politische Union 120

HELMUT FRISCH
Kommentar zu: Fiscal Policy in EMU – Sound Budgets as a Prerequisite
for Stability and Systemic Security 144

Kommentar zu: Währungsunion, Fiskalunion, Politische Union 149

Die Vortragenden 154

6055026

Adolf Wala
Generaldirektor
der
Oesterreichischen
Nationalbank

Tagungs-

eröffnung

und

Einleitung

Sehr geehrte Damen und Herren!

Es ist mir eine große Freude, Sie anläßlich der 24. Volkswirtschaftlichen Tagung der Oesterreichischen Nationalbank begrüßen zu dürfen. Nachdem wir uns im vergangenen Jahr mit der Zukunft des Geldes und den zu erwartenden Auswirkungen von Geldinnovationen auf die Währungspolitik beschäftigten, wenden wir uns heuer den Bedingungen für

Stabilität und Systemsicherheit in der noch verbleibenden Zeit bis zum Beginn der dritten Stufe der WWU und nach dem geplanten Übergang zu.

Wie Sie wissen, hat der Europäische Rat anläßlich seines Gipfeltreffens in Madrid im Dezember vergangenen Jahres den 1. Jänner 1999 als Termin für den Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion bestätigt und gleichzeitig bekräftigt, daß ein hoher Grad wirtschaftlicher Konvergenz eine Vorbedingung für die Schaffung einer stabilen einheitlichen Währung ist. Außerdem wurde der Name für die künftige einheitliche Währung fixiert und ein Referenzszenario für die Umstellung auf den Euro vorgelegt. Mit der Entwicklung der geldpolitischen Strategie und der Ausgestaltung der währungspolitischen Instrumente für die Umsetzung der gemeinsamen Geldpolitik ist das Europäische Währungsinstitut betraut, wobei die OeNB gemeinsam mit den anderen Notenbanken aktiv an diesen Vorbereitungsarbeiten mitwirkt. Die Entscheidungen hinsichtlich der geldpolitischen Strategie und des Einsatzes der geldpolitischen Instrumente bleiben aber den entsprechenden Gremien der EZB vorbehalten.

Die zahlreichen Diskussionen, die wir derzeit auf breiter Basis führen, konzentrieren sich auf einen wesentlichen Punkt: nämlich auf die Sorge der österreichischen Bevölkerung, die zukünftige Europäische Zentralbank könnte der Preisstabilität weniger verpflichtet sein, als dies die Oesterreichische Nationalbank ist; oder mit anderen Worten, der Euro könnte inflationsanfälliger als der Schilling sein. Aus diesem Grund ist in unserem Land die Skepsis gegenüber der gemeinsamen Währung nach wie vor hoch. Wir haben daher die Frage der Preisstabilität im Vorfeld und in der WWU zum zentralen Thema der diesjährigen Volkswirtschaftlichen Tagung gemacht und wollen dieses Thema aus allen relevanten Blickwinkeln beleuchten.

Die Preisstabilität in der WWU könnte durch unzureichende institutionelle Vorkehrungen und mangelndes Vertrauen der Märkte in eine stabilitätskonforme Wirtschafts- und Währungspolitik bedroht werden. Dabei steht die Frage der Relevanz und der Erreichbarkeit der Fiskalkriterien im Mittelpunkt des öffentlichen Interesses. Immer häufiger wird auch der europaweite Kurs der Budgetkonsolidierung mit der in nahezu allen EU-Ländern

zu beobachtenden schwachen Wirtschaftsentwicklung in direkten Zusammenhang mit der WWU gebracht und dabei völlig vergessen, daß es ohne stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik längerfristig kein solides Wachstum mit hoher Beschäftigung geben kann. Diese Aussage kann im übrigen auch anhand der langjährigen österreichischen Erfahrungen belegt werden.

Gestatten Sie mir an dieser Stelle auch einige Bemerkungen zur Konjunktur- und Beschäftigungslage. Europaweit befindet sich die Konjunktur auf Talfahrt und die Konjunkturprognosen verdüstern sich von Mal zu Mal. Niedriges Wirtschaftswachstum erschwert die Budgetkonsolidierung und die Erreichung der Maastrichter Fiskalkriterien und kann damit zum Fallstrick für den Übergang zur dritten Stufe werden. Der dieses Wochenende in Verona stattfindende informelle Gipfel der Wirtschafts- und Finanzminister (ECOFIN) wird sich daher auch mit dem Thema Wachstum und Beschäftigung befassen und nach Wegen zur Ankurbelung des Wirtschaftswachstums suchen. Darüber hinaus ist dieses Thema auch Gegenstand der soeben in Turin begonnenen Regierungskonferenz („Maastricht II").

Zuletzt haben auch die österreichischen Wirtschaftsforschungsinstitute die Wachstumsprognosen für das heurige Jahr kräftig nach unten revidiert. Die Unsicherheit über bestimmte Prognoseannahmen hat allerdings zu recht unterschiedlichen Ergebnissen geführt. Wir befinden uns diesbezüglich in guter Gesellschaft, denn die deutschen Wachstumsprognosen, die für Österreich naturgemäß eine erhebliche Rolle spielen, differieren zwischen null und zwei Prozent. Ich meine, daß wir uns nicht am Beginn einer Rezession, sondern nur in einer Konjunkturpause befinden, und rechne nach wie vor mit einer leichten Konjunkturerholung im zweiten Halbjahr, die sich im nächsten Jahr fortsetzen sollte. Unbeschadet dessen ist auch bei uns die Arbeitslosigkeit zu einem ernsten Problem geworden.

Welche Möglichkeiten bestehen nun für die OeNB, die Bemühungen der Regierung, Wachstum und Beschäftigung anzukurbeln, zu unterstützen? Meines Erachtens hat die derzeit zu beobachtende Arbeitslosigkeit eine starke „strukturelle" Komponente, deren Ursprung sich aus der neuen internationalen Arbeitsteilung erklären läßt. Ich meine damit die Summe aus forcierter europäischer Integration, aus der Ostöffnung und schließlich generell aus der zunehmenden Liberalisierung des Welthandels – auch mit Dienstleistungen. Monetärer Stimulus wäre unter diesen Umständen die falsche Medizin. Notwendig sind vielmehr unternehmerische Strategien, Ausbildung sowie Forschung und Entwicklung und flexible Arbeitsmärkte.

Dennoch ist die Währungspolitik nicht machtlos: Die OeNB hat in der Vergangenheit – wie andere Notenbanken auch – im Rahmen ihrer stabilitätspolitischen Möglichkeiten jeden sich bietenden Zinssenkungsspielraum genützt. Dies werden wir auch in Zukunft tun.

Meine Damen und Herren! International anerkannte Fachleute werden in den kommenden eineinhalb Tagen die Problemstellungen unserer Tagung aufgreifen, wobei zunächst währungs- und finanzmarktpolitische Fragen behandelt werden. Die für heute nachmittag geplante Podiumsdiskussion wird das Thema aus der Sicht des Praktikers nochmals beleuchten und dabei auch die Bankenseite entsprechend berücksichtigen.

Das traditionelle Kamingespräch wird uns heute abend Gelegenheit geben, mit Herrn Finanzminister Klima über die Budgetkonsolidierung zu diskutieren, die sicherstellen soll, daß Österreich Gründungsmitglied der WWU wird.

Der morgige Vormittag ist der Analyse des Zusammenspiels von Geldwertstabilität und Wirtschaftswachstum sowie den äußerst wichtigen Fragen der Fiskalpolitik und ihrer Disziplinierung in der dritten Stufe der WWU sowie der Erörterung des möglichen Zusammenhangs zwischen Wirtschafts-, Fiskal- und politischer Union gewidmet.

Von den Vorträgen, Diskussionen und Gesprächen im größeren und kleineren Kreis erwarte und erhoffe ich mir interessante Ergebnisse und schlüssige Argumente. Die künftige gemeinsame europäische Währung braucht nicht nur das Vertrauen der internationalen Finanzmärkte, sondern auch das Vertrauen der breiten Öffentlichkeit. Vertrauen entsteht nur dort, wo keine Ängste vorhanden sind, und Ängste sind häufig eine Begleiterscheinung oder Folge mangelnder Information und Transparenz. Der Oesterreichischen Nationalbank ist es in langen Jahren gelungen, dank ihrer stabilitätsorientierten und glaubwürdigen Währungspolitik im In- und Ausland Vertrauen in den Schilling aufzubauen. Die OeNB bekennt sich auch vor dem Hintergrund der Wirtschafts- und Währungsunion zu ihrer bewährten Strategie. Wir sind sicher, damit einen aktiven und konstruktiven Beitrag zur währungspolitischen Integration zu leisten.

Ich wünsche uns allen eine interessante und erfolgreiche Konferenz und übergebe damit das Wort an Herrn Dir. Lachs, der heute vormittag den Vorsitz der Tagung übernimmt.

W. F. Duisenberg
President
De Nederlandsche
Bank N.V.

Garantien für Stabilität heute und morgen

Es ist mir eine große Freude, auf dieser Konferenz zu Ihnen sprechen zu dürfen. Das zentrale Thema dieser Veranstaltung ist die Frage, wie man wirtschaftliche und monetäre Stabilität am besten gewährleisten kann, und zwar sowohl auf dem Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion als auch in der WWU. Dies ist eine äußerst wichtige Frage.

In Österreich und auch in meinem eigenen Land sind wir an ein Klima wirtschaftlicher und monetärer Stabilität gewöhnt. Dieser Situation liegen Jahre der Anpassung und des Aufbaus von Glaubwürdigkeit zugrunde, die nicht immer einfach waren. Eine gewisse Sorge,

diese Stabilität könnte gefährdet sein, wenn die Wirtschafts- und Währungsunion erst einmal in Kraft getreten ist, ist deshalb verständlich. Welche Währung erhalten wir demnächst für unseren Schilling, unseren Gulden und unsere D-Mark? Wird die Europäische Zentralbank (EZB) eine ebenso stabilitätsorientierte Währungspolitik verfolgen wie die Bundesbank und unsere Gastgeberin, die Oesterreichische Nationalbank? Wird die Inflation höher sein? Dies sind berechtigte Fragen, die eindeutige Antworten verdienen, die ich hoffe, Ihnen heute geben zu können.

Die WWU wird eine solide WWU, und die Gemeinschaftswährung, der Euro, wird eine stabile Währung sein, unterstützt von einer gut ausgestatteten Europäischen Zentralbank. Diese positive Einstellung basiert nicht auf einem gewissen natürlichen Optimismus, der übrigens auch nicht gerade die Stärke von Zentralbanken ist. Vielmehr beruht sie auf der festen Überzeugung, daß das WWU-Projekt auf soliden Pfeilern errichtet ist, welche die Stabilität gewährleisten werden. Auf einige dieser Stabilitätspfeiler werde ich noch eingehen. Zunächst zu den bekannten – manche werden vielleicht sagen: berüchtigten – Konvergenzkriterien, die sicherstellen sollen, daß nur diejenigen Länder an der dritten Stufe der WWU teilnehmen werden, die sich auch ausreichend dafür qualifiziert haben. Danach werde ich über einige institutionelle Garantien für eine stabile WWU sprechen, wie das sogenannte Verfahren bei übermäßigen Defiziten und die Voraussetzungen in bezug auf die Unabhängigkeit der EZB, der nationalen Zentralbanken und deren Direktorien. Schließlich werde ich die monetäre Strategie der EZB darlegen. Diese ist zur Zeit ein zentrales Thema der Beratungen des Europäischen Währungsinstituts (EWI) in Frankfurt, der Vorgängerin der Europäischen Zentralbank.

Konvergenzkriterien

Ich beginne mit dem Thema Konvergenz. Dies ist der Prozeß, mit dem die potentiellen Teilnehmer an der WWU dafür sorgen müssen, wirtschaftlich miteinander Gleichschritt zu halten. Wirtschaftliche Konvergenz ist von entscheidender Bedeutung für den Erfolg der Währungspolitik der EZB, für die Stabilität des Euro und für die Entwicklung der Beschäftigungslage in den teilnehmenden Ländern. Stellen Sie sich z. B. vor, was passiert, wenn ein an der WWU teilnehmendes Land eine viel höhere Inflation aufweist als die übrigen Länder. Solch ein Land wird im Laufe der Zeit zu teuer. Damit droht rasch eine höhere Arbeitslosigkeit. Dadurch könnte wiederum Druck auf die EZB entstehen, die Währungspolitik zu lockern und so das Ziel der Preisstabilität zu gefährden. Die monetäre und wirtschaftliche Stabilität kann auch von einer unausgewogenen Abstimmung zwischen der Währungspolitik und der Haushaltspolitik des Staates konterkariert werden. Preisstabilität und ein gesundes Wirtschaftswachstum vertragen sich schlecht mit hohen Haushaltsdefiziten und mit einer hohen Verschuldung. Sind die

Staatsfinanzen einmal aus dem Lot geraten, sind Steuererhöhungen häufig der letzte Ausweg. In meinem Land sagt man auch: „Das Defizit von heute sind die Steuererhöhungen von morgen". Und höhere Steuern führen direkt oder indirekt wieder zu höheren Preisen. Ungeordnete Staatsfinanzen sind außerdem häufig eine Quelle der Unruhe auf den Finanzmärkten, wie wir in den vergangenen Jahren wiederholt gesehen haben.

Um zu vermeiden, daß die Währungspolitik in der WWU an ihrem Streben nach Preisstabilität gehindert wird, enthält der Vertrag von Maastricht Kriterien zur Ermittlung des Konvergenzstandes. Die Inflation in einem Land darf maximal 1,5 Prozentpunkte höher sein als der Durchschnitt der drei Länder mit der höchsten Preisstabilität. Die Kapitalmarktzinsen dürfen maximal 2 Prozentpunkte höher sein als der Durchschnitt der drei Länder mit der niedrigsten Inflation. Der Wechselkurs eines teilnehmenden Landes muß ohne Abwertung mindestens zwei Jahre lang die normalen Bandbreiten des Wechselkursmechanismus des EWS eingehalten haben. Schließlich dürfen die Staatsfinanzen eines Landes kein übermäßiges Defizit aufweisen. Auf letzteres komme ich gleich noch zurück. Um an der WWU teilnehmen zu dürfen, müssen die Mitgliedstaaten jedes dieser Kriterien erfüllen. Anfang 1998 werden die europäischen Regierungschefs Bilanz ziehen und bestimmen, welche Länder 1999 der dritten Stufe beitreten werden. Das Europäische Währungsinstitut und die Europäische Kommission werden in diesem Rahmen ihr unabhängiges Urteil in der Form von Konvergenzberichten abgeben. Schon jetzt beurteilt das EWI jährlich den Stand der Dinge in Sachen Konvergenz. Wie der jüngste Bericht zeigt, wurden auf einigen Gebieten bereits beachtliche Fortschritte erzielt. Die Inflation und die Kapitalmarktzinsen sind in zahlreichen Mitgliedstaaten relativ niedrig. Außerdem herrscht in einigen Ländern ein hohes Maß an Wechselkursstabilität. Österreich und die Niederlande sind die besten Beispiele hiefür. Beide Länder koppeln ihre Währung bereits seit Jahren erfolgreich eng an die D-Mark.

Auf dem Gebiet der Staatsfinanzen sieht es leider weniger rosig aus. Für das öffentliche Defizit gilt eine Obergrenze von 3% des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Das Kriterium gilt aber auch als erfüllt, wenn das Defizit zwar höher ist, aber strukturell zurückgeht und bereits nahe am Referenzwert von 3% liegt oder wenn das Defizit nur ausnahmsweise und vorübergehend die 3%-Grenze überschreitet und darüber hinaus nicht allzu weit vom Referenzwert abweicht. Für die Bruttohöhe des öffentlichen Schuldenstandes gilt eine Obergrenze von 60% des BIP, es sei denn, daß das Verhältnis hinreichend rückläufig ist und sich rasch genug dem Referenzwert nähert. Erfüllt ein Land diese beiden Kriterien nicht, hat es ein sogenanntes übermäßiges Defizit. Jedes Jahr wird geprüft, ob übermäßige Defizite bestehen oder nicht. Dieses Verfahren wird als das Verfahren

bei übermäßigen Defiziten bezeichnet. Bei der letzten Prüfung hatten drei Länder kein übermäßiges Defizit, nämlich Deutschland, Luxemburg und Irland. Inzwischen ist bekannt, daß das deutsche Defizit 1995 mehr als 3% des BIP betrug, so daß jetzt auch Deutschland das Defizit-Kriterium nicht mehr erfüllt. Glücklicherweise ist noch Zeit, die Politik in die gewünschte Richtung zu lenken. Aber die Zeit ist so knapp, daß keine Fehler mehr gemacht werden dürfen. Ich hoffe, daß Österreich mit seiner Stabilitätstradition in der Lage sein wird, sich für die WWU zu qualifizieren. Dazu bedarf es noch erheblicher Anstrengungen. Jedenfalls bestehen gute Aussichten, daß es der neuen österreichischen Regierung gelingen wird, das Defizit 1997 auf unter 3% des BIP zu verringern.

Man hört häufig, die konjunkturelle Schwäche, die wir gegenwärtig in zahlreichen europäischen Ländern beobachten, sei auf die Sanierung der Staatsfinanzen zurückzuführen und die Konvergenzkriterien verursachten deshalb Arbeitslosigkeit. Dies ist eine falsche oder zumindest unvollständige Darstellung der Dinge. Erstens ist zu bedenken, daß die Sanierung der Staatsfinanzen auch ohne den Vertrag von Maastricht und ohne die Konvergenzkriterien notwendig wäre. Die Öffentlichkeit und die Finanzmärkte sind sich durchaus der Notwendigkeit bewußt, den Trend steigender öffentlicher Ausgaben für soziale Sicherheit, Gesundheitswesen und Pensionen zu durchbrechen. Damit soll vermieden werden, daß unsere sozialen Wohlfahrtssysteme auf Dauer unbezahlbar und damit unhaltbar werden. Zweitens ist die Art, in der die Sanierung erfolgt, wichtig. Strukturelle soziale Reformen werden die Öffentlichkeit und die Märkte davon überzeugen, daß man die öffentlichen Ausgaben in den Griff bekommen wird. Dieses Vertrauen und die damit einhergehenden niedrigeren Kapitalmarktzinsen wiegen längerfristig die kurzfristig auftretenden wachstumsmindernden Effekte von Ausgabenkürzungen, deren Existenz sicherlich nicht zu leugnen ist, auf. Steuererhöhungen oder vorübergehende Ausgabenkürzungen packen die Probleme nicht an der Wurzel und bieten keine dauerhafte Lösung. Deshalb werden solche Maßnahmen wahrscheinlich nicht oder nur in viel schwächerem Maße kompensierende Vertrauens- und Zinseffekte bewirken.

Institutionelle Sicherheiten für Stabilität

Während die Konvergenzkriterien in erster Linie mit dem Weg in die WWU zu tun haben, möchte ich nun auf die institutionellen Sicherheiten für Stabilität nach dem Start der dritten Stufe näher eingehen. Zunächst noch einmal zu den Staatsfinanzen. Der Vertrag von Maastricht bestimmt, daß die Teilnehmer an der Währungsunion kein übermäßiges Defizit haben dürfen. Das Verfahren bei übermäßigen Defiziten wird deshalb auch nach dem Zustandekommen der Wirtschafts- und Währungsunion unvermindert angewandt werden. Einige

meinen, daß dieses Verfahren nicht streng genug sei, um Haushaltsdisziplin zu gewährleisten, da die wichtigste Sanktion vor Inkrafttreten der WWU, nämlich die Nichtteilnahme, für die an der WWU teilnehmenden Spitzenländer entfällt. Deshalb wird zur Zeit über den deutschen Vorschlag eines Stabilitätspaktes gesprochen, in dem detailliert ausgearbeitet wird, wie die Haushaltsdisziplin in der dritten Stufe gewährleistet bleiben kann. Die Diskussion über diese deutsche Initiative ist noch nicht ausgereift. Es scheint sich jedoch – insbesondere in der Gruppe der potentiellen Länder der Spitzengruppe – ein Konsens in bezug auf die Notwendigkeit abzuzeichnen, unter normalen Umständen ein Defizit von weniger als 3% des BIP und eine Schuldenquote von unter 60% anzustreben. Der deutsche Vorschlag beinhaltet ferner Bußgelder für den Fall, daß ein Land ein übermäßiges Defizit hat, während es an der Währungsunion teilnimmt, sowie die Gründung eines sogenannten Stabilitätsrates für die Durchführung des Verfahrens bei übermäßigen Defiziten.

Die meisten Elemente des Stabilitätspaktes kann ich unterstützen. Sie resultieren eigentlich – unabhängig von der spezifischen Gestaltung – bereits aus dem Vertrag von Maastricht. Dieser besagt z. B., daß eine Überschreitung des Defizitreferenzwertes von 3% nur im Ausnahmefall und vorübergehend zulässig sei und daß die Defizitquote auch unter außerordentlichen Umständen in der Nähe des Referenzwertes bleiben müsse. Schwankungen des Defizits aufgrund des Konjunkturzyklus – ein immer wiederkehrendes Phänomen – können kaum als Ausnahme betrachtet werden. Deshalb liegt es auch auf der Hand, unter normalen Umständen ein Defizit anzustreben, daß deutlich unter 3% des BIP liegt, z. B. 1%. In Zeiten wirtschaftlichen Gegenwindes besteht dann Spielraum für eine Unterstützung der Konjunktur mit Hilfe der sogenannten automatischen Stabilisatoren, ohne den Referenzwert zu überschreiten. Außerdem sieht das Verfahren bei übermäßigen Defiziten bereits die Möglichkeit vor, in der dritten Stufe von einem Mitgliedstaat zu verlangen, eine unverzinsliche Einlage in angemessener Höhe zu hinterlegen, bis das übermäßige Defizit korrigiert ist. Problematischer sind die Vorschläge für einen neu zu gründenden Stabilitätsrat. Meine Gedanken gehen eher in Richtung eines Organs, von dem zwar ein effektiver Druck ausgeht, das aber die Position von bestehenden offiziellen Organen und die Verantwortung gegenüber den gewählten Volksvertretern nicht untergräbt.

Ich komme jetzt zum Thema der Unabhängigkeit der Zentralbank. Diese ist eine wichtige Voraussetzung für die Stabilität in der WWU. Der Vertrag von Maastricht sagt eindeutig, daß die Erhaltung der Preisstabilität das vorrangige Ziel der Europäischen Zentralbank und der nationalen Zentralbanken, die in der dritten Stufe gemeinsam das Europäische System der Zentralbanken bilden werden, sein wird. Dies bedeutet übrigens nicht, daß die Währungspolitik ohne Berücksichtigung der

übrigen Zielsetzungen der Wirtschaftspolitik verfolgt werden wird. Die Satzung verlangt nämlich auch, daß das System „die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft unterstützt" unter der Voraussetzung, daß dies „nicht das Ziel der Preisstabilität beeinträchtigt". Um das System in die Lage zu versetzen, diese Aufgabe zu erfüllen, ist es wichtig, daß die währungspolitischen Entscheidungsträger nicht von Überlegungen beeinflußt werden, die im Widerspruch zur Zielsetzung der Preisstabilität stehen. Deshalb wurde festgelegt, daß die EZB und die nationalen Zentralbanken sowie alle Mitglieder der beschlußfassenden Organe weisungsunabhängig handeln müssen. Das wichtigste beschlußfassende Organ der EZB ist der EZB-Rat. Dieser besteht aus den Zentralbankpräsidenten der teilnehmenden Länder und aus vier bis sechs zu ernennenden unabhängigen Direktoriumsmitgliedern, welche die laufenden Geschäfte führen. Die Mitglieder des EZB-Rates werden für mindestens fünf Jahre ernannt. Eine vorzeitige Entlassung ist nur unter besonderen Umständen möglich, und auch dies nur im Rahmen eines komplizierten Verfahrens. Auf diese Weise ist nicht nur die institutionelle, sondern auch die persönliche Unabhängigkeit des Europäischen Systems der Zentralbanken gewährleistet.

Die Erfahrung lehrt, daß eine unabhängig operierende Zentralbank in beachtlichem Maße zu einer niedrigen Inflation und einer stabilen Währung beitragen kann. Für die EZB ist Unabhängigkeit von besonderer Bedeutung, da sie – anders als beispielsweise die Deutsche Bundesbank – noch keinen diesbezüglichen Ruf aufgebaut hat. Übrigens impliziert die Unabhängigkeit des Europäischen Systems der Zentralbanken, daß auch die nationalen Zentralbanken unabhängig sein müssen. Dies ist gegenwärtig noch nicht in allen Mitgliedstaaten der Fall. Der niederländische Finanzminister verfügt z. B. noch über ein Weisungsrecht. Obwohl davon niemals Gebrauch gemacht wurde und die Nederlandsche Bank faktisch unabhängig ist, muß dieses Recht mit der Gründung der EZB aufgehoben werden. Zur Zeit finden zwischen dem Finanzministerium und der Nederlandsche Bank Gespräche über die Anpassung des Notenbankgesetzes statt. Es gehört zu den Aufgaben des EWI, während der zweiten Stufe der WWU den Prozeß, durch den die nationalen Zentralbanken unabhängig gemacht werden, zu überwachen und in die richtigen Bahnen zu lenken. Das EWI faßt die diesbezüglichen Fortschritte in seinem Jahresbericht zusammen.

Die Unabhängigkeit der Zentralbanken ist sehr wichtig für die monetäre Stabilität. Trotzdem sind demokratische Legitimierung und Verantwortung von ebenso großer Bedeutung. Deshalb enthält die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken Sicherheiten für die demokratische Verankerung der Politik. Erstens wird der Präsident der EZB regelmäßig Bericht über die Tätigkeiten des Systems erstatten. Ferner wird die EZB Jahresberichte für den Europäischen Rat der Regierungschefs, die Europäische

Kommission und das Europaparlament verfassen. Die Transparenz der Politik wird auch durch die Bestimmung gefördert, daß der Vorsitzende des Rates der Finanzminister und ein Mitglied der Europäischen Kommission ohne Stimmrecht an den Sitzungen des EZB-Rates teilnehmen dürfen. Ferner werden die Präsidenten der nationalen Zentralbanken wie bisher von den zuständigen nationalen Behörden ernannt werden. Alles in allem ist die institutionelle Gestaltung der EZB eine ausgewogene Gesamtheit von Unabhängigkeit und demokratischer Verantwortung, die zweifellos zur wirtschaftlichen und monetären Stabilität der WWU beitragen wird.

Geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank

Neben der Konvergenz und der Unabhängigkeit der Zentralbanken wird die Preisstabilität in der WWU auch von einer glaubwürdigen monetären Strategie abhängen. 1998 – nach Gründung der EZB – wird der EZB-Rat hiezu einen Beschluß fassen. Die Einzelheiten werden derzeit vom EWI vorbereitet. Bei der zukünftigen geldpolitischen Strategie geht es praktisch um die Frage, an welchen Variablen sich die Zentralbank bei ihren Zinsbeschlüssen orientieren soll und wieviel Gewicht jeder dieser Variablen beizumessen ist. Ein komplizierender Faktor dabei ist die Tatsache, daß die Inflation nur mit einer langen und variablen Verzögerung auf Zinsbeschlüsse reagiert. Die beobachtete Inflation ist deshalb keine geeignete Richtschnur für die Beurteilung der geldpolitischen Ausrichtung. Die Zentralbank muß sich deshalb an Indikatoren orientieren, die Inflationsprognosen erlauben. Im Falle drohender Inflation kann die Zentralbank dann rechtzeitig gegensteuern. Diese Politik vermeidet somit, daß sich bei der Öffentlichkeit hohe Inflationserwartungen festsetzen. Die Bekämpfung eines einmal ausgebrochenen Inflationsprozesses ist wesentlich schwieriger und schmerzhafter als das Vermeiden von Inflation.

In Österreich und in den Niederlanden besteht die währungspolitische Strategie in der strikten Koppelung der Währung an die D-Mark. Angesichts der niedrigen Inflationsraten, die auf diese Weise im Laufe der Zeit erreicht wurden, kann man diese Vorgangsweise durchaus als erfolgreich bezeichnen. Dennoch wird die EZB sehr wahrscheinlich nicht mit einem Wechselkursziel arbeiten. Eine solche Konzeption ist vor allem für kleine, offene Volkswirtschaften sinnvoll, deren Inflation maßgeblich durch ausländische Entwicklungen beeinflußt wird. Die Währungsunion wird dagegen ein großes und relativ geschlossenes Gebiet sein, in dem die Inflation vor allem durch interne Entwicklungen bestimmt wird. Es wäre für die Inflationsbekämpfung wenig sinnvoll, den

Euro z. B. an den Dollar oder den Yen zu koppeln. Damit bleiben zwei ernsthafte Kandidaten für die monetäre Strategie: eine Geldmengenpolitik, wie sie z. B. die Deutsche Bundesbank bereits seit Jahr und Tag betreibt, oder eine unmittelbar auf ein Inflationsziel ausgerichtete Politik, wie z. B. gegenwärtig von der Bank of England verfolgt. Auf beide Strategien möchte ich kurz eingehen.

Die Geldmengenpolitik geht von der Tatsache aus, daß Inflation letztendlich durch ein zu starkes Geldmengenwachstum verursacht wird und daß die Zentralbank Preisstabilität erreichen kann, indem sie über eine Steuerung der Zinsen die Geldmenge kontrolliert. Diese Strategie stellt bei Zinsbeschlüssen somit die Entwicklung der Geldmenge in den Mittelpunkt. Bei einer Strategie, die unmittelbar auf ein Inflationsziel ausgerichtet ist, nimmt dagegen die Zentralbank eine Schätzung der Inflationsentwicklung in den kommenden ein bis zwei Jahren vor. Dabei verwendet sie möglichst viele relevante Informationen, darunter natürlich möglicherweise auch die Höhe der Geldmenge. Zinsbeschlüsse erfolgen sodann auf der Grundlage der auf diese Weise vorgenommenen Inflationsschätzung. Der wichtigste Unterschied zwischen beiden Strategien ist, daß wir es bei einer Geldmengenpolitik mit einer Zwischenzielsetzung in der Form der Geldmenge zu tun haben. Diese dient als Richtschnur für die zukünftige Höhe der Inflation bei unveränderter Politik und bildet als solche die primäre Basis für Zinsbeschlüsse. Im Falle einer direkten Inflationsstrategie orientiert sich die Zinspolitik hingegen unmittelbar an der erwarteten Inflation bei unveränderter Politik, die auf Grundlage unterschiedlicher Indikatoren beurteilt wird.

Die Frage ist nun, welche monetäre Strategie die EZB demnächst anwenden soll. Wie wird Preisstabilität in der Währungsunion am besten gewährleistet? In diesem Zusammenhang sind zwei Dinge von Bedeutung. Erstens muß die Strategie transparent sein. Die Zentralbank muß eine eindeutige Zielsetzung haben, auf deren Grundlage sie die Politik betreibt und danach von der Öffentlichkeit beurteilt werden kann. Im Falle einer Geldmengenpolitik bezieht sich diese Zielsetzung in erster Linie auf das Geldmengenwachstum und bei einem direkten Inflationsziel auf einen zeitlichen Pfad für die Inflation. Zweitens muß die Strategie so gestaltet sein, daß die Zentralbank Rechenschaft über sie ablegen kann. Mit anderen Worten: Mißerfolge müssen erklärbar sein. Dies trägt zur Legitimierung der Währungspolitik bei und schafft die Möglichkeit, Glaubwürdigkeit aufzubauen. Wie erfolgreich sind nun beide Strategien?

Bei einem direkten Inflationsziel ist nicht von vornherein deutlich, auf Grundlage welcher Informationen Strategiebeschlüsse gefaßt werden. Wie bereits gesagt, kommt die Inflationsschätzung unter Berücksichtigung aller relevanten Informationen zustande. Da in der Regel nicht alle Variablen in dieselbe Richtung deuten, muß

jedesmal eine Abwägung vorgenommen werden. Eine direkte Inflationsstrategie ist deshalb in puncto Transparenz und Möglichkeit, Rechenschaft abzulegen, nicht sehr überzeugend. Übrigens ist dies den betreffenden Zentralbanken durchaus bewußt. Mit der Veröffentlichung sogenannter Inflationsberichte versuchen sie, die Transparenz der Politik in diesem Punkt zu verbessern.

Wenn eine Zentralbank eine Geldmengenpolitik betreibt, ist für die Öffentlichkeit im Prinzip jederzeit deutlich, auf Grundlage welcher Variablen Zinsbeschlüsse gefaßt werden. Die Politik muß immer anhand der Entwicklung der Geldmenge erklärt werden. Am Ende des Jahres muß begründet werden, warum das Ziel gegebenenfalls nicht erreicht wurde. Die Transparenz und der Druck, Rechenschaft abzulegen, sind bei einer solchen Politik somit größer als bei direkten Inflationszielen. Dies ist einer der Gründe, warum ich eine Geldmengenpolitik bevorzuge. Ferner ist es eine Tatsache, daß die Deutsche Bundesbank und die Zentralbanken in diversen anderen Ländern mit einer traditionell niedrigen Inflation eine Geldmengenpolitik betreiben. Die monetäre Strategie der Bundesbank genießt deshalb eine hohe Glaubwürdigkeit. Die EZB kann einen Teil dieser Glaubwürdigkeit übernehmen, indem sie dieselbe Strategie verfolgt. Allerdings ist zu berücksichtigen, daß eine Politik, die auf die Kontrolle der Geldmenge ausgerichtet ist, auf zwei wesentlichen Voraussetzungen fußt: erstens auf dem Bestehen eines stabilen Verhältnisses zwischen der Geldmenge und der Inflation und zweitens auf der Möglichkeit, die Geldmenge über die Zinsen zu steuern. Zwar steht nicht fest, daß diese Voraussetzungen in der WWU erfüllt werden, aber ich bin doch sehr zuversichtlich. Diverse Untersuchungen über die Stabilität der Geldnachfrage haben ergeben, daß die Gruppe jener Länder mit einer traditionell niedrigen Inflation mit großer Wahrscheinlichkeit in der dritten Stufe der WWU eine erfolgreiche Geldmengenpolitik betreiben kann.

Ausblick

Der Vertrag von Maastricht enthält wesentliche Elemente für eine auf Stabilität ausgerichtete Währungspolitik und eine solide WWU: die Konvergenzkriterien, das Verfahren bei übermäßigen Defiziten, die Unabhängigkeit der Zentralbanken sowie die geldpolitische Strategie der EZB. Diese Faktoren werden gemeinsam die wirtschaftliche und monetäre Stabilität in der Währungsunion gewährleisten. Schließlich möchte ich nochmals betonen, daß gesunde Staatsfinanzen für eine stabile Währungspolitik, auch nach Beginn der dritten Stufe, notwendig sind. Auf dieses Ziel werden die Bemühungen der nächsten Jahre ausgerichtet sein müssen, damit die Teilnehmer an der WWU voll Vertrauen und mit einer soliden Basis für eine dauerhaft positive Entwicklung in das 21. Jahrhundert gehen können.

Graham P. Bishop
Salomon Brothers

Financial Market Integration and Investment Decisions Prior to Economic and Monetary Union

This analysis of financial market integration and investment decisions prior to EMU can be split into three parts:

- financial market integration;
- the markets' current judgement on which countries may be in monetary union;
- finally, stepping forward to spring 1998, reviewing the then-immediate prospects for investment decisions.

Part I: Financial market integration

During the last 25 years, the financial markets have changed out of all recognition. In particular, the last decade has witnessed a dramatic change – in part because of the impact of techno-

Figure 1

Financial Market Structure

	Full Yield Curve	Repo Market	Futures	Swaps	Deposit Futures
Austria	✓	✓	✓	✓	–
Belgium	✓	✓	thin	✓	thin
Denmark	✓	✓	thin	✓	thin
ECU	✓	✓	thin	✓	✓
Finland	✓	✓	thin	✓	✓
France	✓	✓	✓	✓	✓
Germany	✓	✓	✓	✓	✓
Greece	–	–	–	–	–
Ireland	✓	unofficial	thin	thin	–
Italy	✓	✓	✓	✓	✓
Netherlands	✓	✓	thin	✓	–
Portugal	✓	✓	soon	✓	–
Spain	✓	✓	✓	✓	thin
Sweden	✓	✓	✓	✓	✓
UK	✓	✓	✓	✓	✓

Source: Salomon Brothers International Limited

logy but also because of the effects of the Single Market in removing regulations and exchange controls.

Figure 1 shows much detail but the overwhelming impression is that most countries now have ticks against each of the components that are expected in a modern financial market: a complete yield curve to, say, 10 years; a repo market; a futures market for bonds; an active swap market and a futures market for deposits. Ten years ago there would have been very few ticks but now there are only a few gaps. So most major countries have an almost complete capital market structure.

EMU is likely to give harmonisation of markets a further push. The futures exchanges have been obliged to look at the design of their contracts that are being listed now but will mature after 1st January 1999. Suddenly, even amongst sceptics, the exact legal details have to be worked out: Will a Sterling contract mature as a "Euro" contract? What about one of the most active contracts – the Deutschmark deposit contract? The difficulty lies in giving precise legal clarity to the possibilities that might pertain when the contracts mature in the early part of 1999. The detailed thinking should be under way but there are gaps. For example, the day count convention is different between the Sterling and Deutschmark contracts. How will that be handled if they merge into the Euro?

The capital markets have harmonised themselves due to their wish to have cross-currency trading opportunities, but harmonisation is also being enforced to reduce risk. A good example is the introduction of real time gross settlement payment systems (RTGS). The central bank governors, even before EMU, had concluded that one of these systems should be set up in each country. They will interlink, via TARGET, to enable large payments to be made within the Euro area. Correspondingly, security settlements are being improved to cut down exposure and to make same day settlement possible. This will be essential in order to move collateral very quickly to enable the RTGS systems to operate.

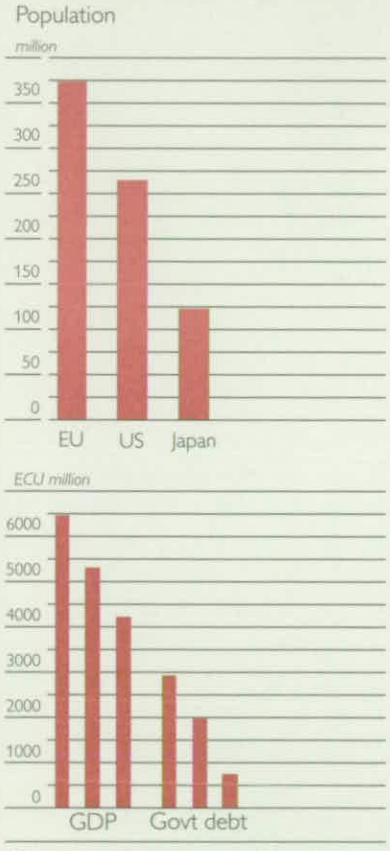
In the retail markets, the expenditure of, perhaps, 10 billion ECU on conversion may be a unique opportunity to upgrade the services offered to customers. Electronic money may be a classic example and one that could make existing payments systems redundant.

The conclusion can be drawn from both these technical examples that the impact of EMU will force a rethink of the design of many financial systems at a time when technology is

enabling dramatic risk reduction improvements to be introduced as well. So the new systems will be designed to be completely compatible but with one exception: the currency. Once the currency is the same then, effectively, these individual markets can rapidly become an integrated capital market.

Figure 2

Population, GDP & Debt



Source: Salomon Brothers International Limited

Figure 2 shows vividly the scale of the EU in terms of population. It is much larger than the United States and nearly three times the size of Japan. Not surprisingly the GDP of this group is substantially bigger than that of the United States and the financial markets, potentially, will match the relative scale of the GDP. The qualification of "potentially" is necessary because not all members of the European Union will be in EMU at the start. The core EMU countries will have a central government debt market – to use a specific definition – which is somewhat less than that of the United States. By the time the EU has enlarged somewhat – which I will discuss later – then the EU will have a debt market nearly equivalent to that of the United States.

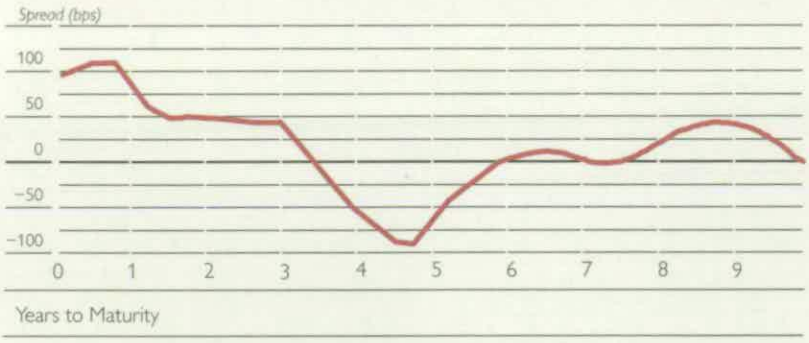
If EMU does happen, the Euro-denominated capital markets will turn into an integrated market which is comparable to that of the United States even with a larger group that is well short of the EU's total membership. Thus the Euro could become a serious challenger to the Dollar, in the medium term, as a currency for investors. As the EU is the largest external trading bloc, such deep and liquid capital markets should induce liquidity balances from world trade to be held in Euros as well as in Dollars – if EMU is successful.

Part II: The markets' current judgement of EMU entrants

Every day the newspapers contain statements from politicians and officials that cast doubt on whether EMU will happen on schedule because of the high public deficits which seem likely to exist next year. Nevertheless the financial markets – despite the rhetoric of individual investors and dealers – appear to have moved significantly to discount monetary union happening more or less on schedule.

Figure 3

Spread: France v Germany, 3 month Forward Rates



Source: Salomon Brothers International Limited

If there is going to be monetary union, France and Germany will both be in it. That is a political reality rather than an economic observation. Therefore the expectations of the market for interest rates in these two countries should be a reasonable reflection of the markets' view about the likelihood of EMU. Figure 3 is very clear. It is derived from the yield curve of the two government bond markets and shows the expected three month interest rate at each moment in time – technically these are called the three month forward rates. If EMU is expected to be successful, then French and German government paper should have the same, or very similar, yields.

It is important to note that, in three and a half years time, the market expects the spread between the three month rates on these governments' paper to be zero. Arguably, there is something of an anomaly as French rates are expected to fall well below German rates in the early years of monetary union, but there are limitations to the mathematical techniques and some of these anomalies are genuine arbitrage opportunities.

This is the key judgement of the market: Both France and Germany will have interest rates that are little different when EMU is scheduled to start. It is conceivable that there are other explanations such as the simple fact that the Franc is strong and French economic fundamentals are, in many ways, comparable to German. But most investors, when pushed, would probably accept the statement that this yield curve is consistent with the market expectation that EMU will happen, broadly speaking, on schedule.

Which other countries might be in? The same analysis would show that Austria would be one of the entrants as would Belgium, the Netherlands and Luxembourg. After that core group, the discussions move into the realms of political and economic analysis. Countries like Finland and Ireland are likely to meet the criteria but there could be some doubts on political grounds. What about other countries such as Spain and Portugal?

Assuming that Germany and France decide to go ahead neither of them is likely to have a budget deficit below 3% of GDP. On our forecasts, the German deficit will be about 3.5% and France will be struggling to stay under 4%. When the politicians – the Council – are asked to decide "after an overall assessment" whether an "excessive deficit" exists, they may well deem a deficit close to 4% to be acceptable. If 4% becomes the benchmark then, on the grounds of both public debts and deficits, Spain and Portugal stand a good chance of qualifying. In March 1996, Portugal

had an inflation rate of 2.4% year on year which was just under the current inflation threshold, though Spain is still a percentage point above that. However, the financial markets – measured by the bond yields of those two countries – do not yet believe they will participate. In the event that the markets change their mind, then those bond markets could see a quite sharp downward move in interest rates.

Summarising this judgement, the market is quite clear that the core states seem likely to go ahead in 1999. On a strict reading of the flexibility built into the criteria, the number of states could extend to eleven. That would leave out Greece, Italy, Denmark and the United Kingdom.

Part III: Investment decisions prior to EMU

Discounting expected events is the function of financial markets. So, in just two years time, the financial markets already should have moved to discount their view of the then immediate future – a future that will encompass the early part of EMU. At that moment, the markets may be focusing on two questions:

1. Will the conversion actually work?
2. What will be the nature of the Euro capital markets that will be unleashed within the next few months?

The conversion process

Taking the first question: The markets are well aware that this is going to be a period of potentially high risks. In order for EMU to start, let alone work, three conditions need to be satisfied. There must be:

1. adequate political will;
2. sufficient economic convergence;
3. a durable and robust conversion process.

If the latter is not believed by market participants then there could well be capital flight out of some countries, and maybe even out of the Euro area. Certainly some capital would be likely to flow into the Deutschmark and that could be highly disruptive. So, in just two years time, the conversion process itself will represent a major question mark over EMU.

One of the topics that will need to be resolved totally is the legal relationship between the two sets of currencies – the old national money and the new Euro money. This seems a very arcane topic but the fact that the EMI was unable to arrive at a decision quickly, and even Heads of Government did not do so in December, in Madrid, suggests that the issue is very significant. From the capital markets' perspective, that is absolutely true. In the last few weeks and months, there have been a substantial number of quite lengthy meetings debating the precise legal terms of contracts; for example, the LIFFE contract which matures in early 1999. These questions will not go away because it is fundamental to investors to know exactly what they hold as an asset. They find it difficult to deal with the risk of legal doubts. So their natural inclination is not to hold the securities, or deposits, where the legal definition is uncertain.

This may become particularly relevant because of the

problems which can be foreseen about the speed of transition. The EMI scenario can be criticised strongly: the concept of starting with locked exchange rates at the beginning of 1999, allowing (and even encouraging) the capital markets to change very quickly following the money and foreign exchange markets, then assuming that individuals and enterprises will not do anything until the end of a three year period when banknotes will be introduced. In discussions with multinational companies, it is quite clear that, once they sit down and look at the process, then they decide quickly that EMU is cost-saving for them, because of the absence of transaction costs, simplified accounting etc. We should not be surprised at such a result.

Amongst these companies, there appears to be an emerging trend towards changing over to the Euro at an early stage, perhaps when the annual accounts are drawn up. But if multinationals begin to make such changes, that change will have an impact on payments systems because cross-border transactions in core Europe are 9% of GDP and much of it is handled by the multinationals. One of the ways in which they will save costs is to force their suppliers to trade with them in Euro. This will cascade the use of the Euro down through the economy. As a result, there may be a surprisingly large build-up in Euro payments at an early stage of the transition but the public sector and the payments system may be unable to cope with this. At the moment, the public sector seems to be intent on taking a lengthy and leisurely approach by only beginning to produce banknotes from the early part of 1999 and then to take three years to do it. This seems a very long time. That timetable seems fundamentally flawed and that could cause some problems early in the changeover. This would bring back the concerns about the exact legal relations between the new and old currencies.

Enough of the rather black side. That can be amended quite readily if there is the will to do so. Hence the question of political will. If we want to make this conversion work then we can solve these problems quite easily – even now. If we want to run greater risks, we can continue along the present path.

The nature of Euro capital markets

Assuming that the conversion process is well constructed then investors – in just two years – will be considering the nature of the Euro capital markets. These remarks are focused on government bond markets because these are, by far, the most liquid securities available to investors. Moreover, their nature is about to undergo a change. In particular, the power of governments to print the money with which they repay their debts is about to be given up. So their debts will become just like those of any private sector issuer. The power to tax will, of course, put them at a higher level of credit worthiness. Nonetheless the theoretically perfect credit worthiness of governments that wish to meet their obligations will have dis-

Figure 4

A Century of Inflation Expectations

Source: Salomon Brothers International Limited

appeared: There will be credit risk in government bonds – in substitution for currency risk.

There may be an offset to this apparent new risk if the Maastricht Treaty is successful in producing price stability – one of the Treaty's goals and the topic of this seminar.

Many investors and bankers have spent their working careers with inflation as a dominant factor. They forgot, or never knew, a time when inflation was not a problem. Figure 4 is instructive: The UK government issued a 2.5% Consolidated Fund bond in the 1850s and it is still outstanding. So there is a complete yield history to set against the inflation experience of the UK over the past century. It is immediately apparent that the last quarter century has been the aberration during this period and it is conceivable that even the UK is on its way back towards price stability. If that were to happen, what level of interest rate might be associated with that? The answer is in Figure 4. Very rarely, in fact in only two periods this century, have long term interest rates in the UK been above 5%. The first time was during the inflation immediately after the First World War. The second, and rather longer period, has been the current inflation cycle which may be coming to an end. Therefore, if the Maastricht Treaty is successful in its goal of price stability, it is not unreasonable to look for bond yields that are 5% or even lower. That would be a major benefit of EMU and a substantial contribution towards stability.

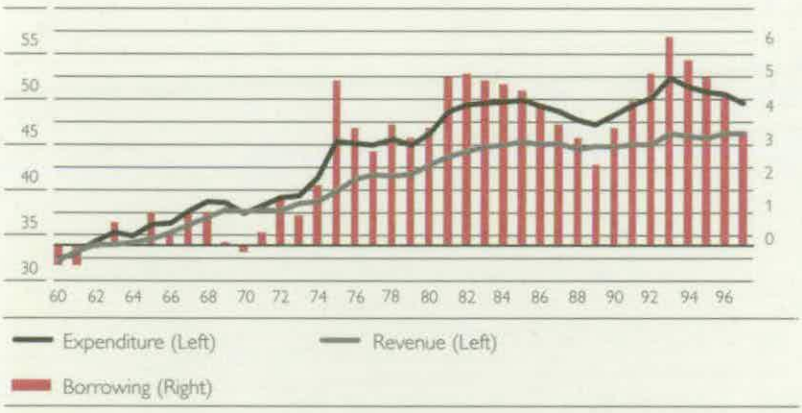
Sovereign credit

Bond holders will have to grapple with the concept of sovereign credit risk in European government bonds for the first time since the end of the gold standard. How risky are these bonds? Consider the fiscal history of the European Union over the past three decades.

There is a trend rise in government spending as a share of GDP and initially a matching rise in taxation. But the recession stemming from the oil crisis in the mid 70s changed that. Since then, taxation has lagged far behind spending. Figure 5 shows the scale of deficits –

Figure 5

European Union: Revenue, Expenditure and Borrowing, 1960–97 F (As a Percentage of GDP)



Sources: European Commission and Salomon Brothers International Limited

Figure 6

European Union: Interest Expense (as a Percentage of General Government Receipts), Gross Public Debt (as a Percentage of GDP) and Unemployment 1970–97 F

Sources: European Commission and Salomon Brothers International Limited

which have risen with each successive business cycle. This is the policy-maker's perspective.

From an investor's point of view, somebody, somewhere owns all this debt and the numbers are now substantial as the European Union has total public debts equal to about 72% of GDP. That means some 4,500 billion ECU that has been lent by investors to European governments. The chart shows the ratchet upwards from 35% in 1974. As recessions have come and gone, the debt levels have not gone down, they have only stabilised or risen. Investors are aware of that and they are also aware that inflation has on occasions reduced the real value of these debts. So the interest charge has risen sharply.

The most elementary test of credit worthiness is the ratio of interest expense to income. The rise from 5% two decades ago to 12% or more now is a very worrying trend. When debating whether more public spending and higher deficits would solve the unemployment problem, there may be a message from the last two decades of history. Despite a rise in the burden of debt servicing, the unemployment rate has more than tripled. These figures are at an aggregate level. It is worth a glance at a country by country analysis.

Figure 7

Sovereign Credit

	1995 Gearing	Revised Gearing (5% Interest Rate)
Luxembourg	1.0%	0.7%
France	7.7%	5.2%
Germany	8.5%	6.1%
Austria	9.1%	7.0%
United Kingdom	9.5%	6.8%
Finland	9.9%	6.1%
Denmark	11.6%	6.7%
Netherlands	11.9%	8.0%
Sweden	12.3%	6.9%
Spain	13.2%	7.9%
Portugal	14.6%	9.4%
Ireland	15.4%	11.5%
Belgium	18.1%	13.4%
Italy	24.6%	13.7%
Greece	36.9%	15.0%

Gearing: Interest Expense as Percentage of General Government Revenues.
Sources: European Commission and Salomon Brothers International Limited. Estimates.

Figure 7 shows the 1995 gearing, country by country, ranked from the lowest – which is Luxembourg, and Austria is well up at the top of this list. A ratio of 10% of income spent on interest payments seems quite high and there are a number of countries in Europe that exceed such a level. However, what happens if we are successful in getting EMU? Will EMU itself contribute to greater stability? Will it cement the stability which must have existed before countries were allowed in? The figure also shows a revision to the 1995 gearing ratio to allow for a 5% average interest rate being paid on the debt. This is not a sophisticated adjustment and the impact is substantial for most countries that are likely to be in EMU. Their gearing ratio falls significantly below 10%. There are a number above that – not surprisingly led by the familiar list of highly indebted countries. But it is quite encouraging to see debt service burdens at levels that can be tolerated readily at present. This puts the EU on a path towards stability, if the opportunity is taken to bring debt servicing burdens down.

Finally, consideration should be given to some implications of public finance because the no-bail-out clause in the Maastricht Treaty has enormous political implications. It may be the device which prevents monetary union bringing with it a centralised superstate through the bailing out of governments that become reckless.

In a deficit-ridden political system, the creditor has a pivotal role. The Maastricht Treaty laid down that there would be "no bail out" for profligate states. Currently, we are debating the possibility of a "stability pact" to produce automatic sanctions. Remarkably, no attention is paid to the risk of precipitating a financial crash during this process.

To this author, it is imperative that any system of sanctions must also include safeguards to maintain the stability of the financial system. In fact, with proper safeguards, the Euro capital markets might believe in the credibility of the no-bail-out rule and a profligate state would find that it would be frozen out of the credit markets progressively. These safeguards are merely the time-honoured principles of prudence – such as not allowing institutions to be overexposed to any particular debtor, even if it is a government.

If a state wished to exercise its sovereignty to be profligate then it would be checked by the economic freedom of its creditors to withhold finance. There would be no need at all to infringe the sovereignty of any fiscally prudent national – or even regional – government. Harnessing the power of global financial markets to subsidiarity should, in the world of EMU, produce de-centralised, and fiscally sound, government. The ageing elector – saving for his or her retirement – should see this as an attractive and stable outcome.

Klaus Liebscher
Präsident der
Oesterreichischen
Nationalbank

ONB

Die österreichische Währungspolitik und das Übergangsszenario zur Wirtschafts- und Währungsunion

Der Beitritt Österreichs zur Europäischen Union mit Jahresbeginn 1995 war der konsequente Schritt einer seit Ende des Zweiten Weltkriegs verfolgten Integrationspolitik, wie sie den gesunden Interessen einer kleinen, offenen und damit stark außenwirtschaftlich orientierten Volkswirtschaft entspricht. Damit haben wir uns einer neuen Dynamik des europäischen Integrationsprozesses angeschlossen, nämlich jener innerhalb der Gemeinschaft, die – zur Ergänzung des Binnenmarktes – die monetäre Integration in der Vollendung einer Währungsunion als eines ihrer wesentlichsten Ziele anstrebt. Die geplante Wirtschafts- und Währungs-

union soll auf Basis des vielzitierten Maastricht-Vertrages realisiert werden und stellt im aktuellen Stadium der Vorbereitung Politiker, Ökonomen und nicht zuletzt die Währungsverantwortlichen vor die größte Herausforderung der vergangenen Jahrzehnte.

Die österreichische Währungspolitik findet im Nationalbankgesetz ihre Aufgaben klar definiert. § 2 (3) dieses Gesetzes sagt, daß die Oesterreichische Nationalbank „mit allen ihr zu Gebote stehenden Mitteln dahin zu wirken hat, daß der Wert des österreichischen Geldes in seiner Kaufkraft im Inland sowie in seinem Verhältnis zu den wertbeständigen Währungen des Auslandes erhalten bleibt." Außergewöhnlich und weitblickend ist an dieser Formulierung die Verpflichtung, auch den Außenwert der Währung zu stabilisieren.

Bis Anfang der siebziger Jahre war die österreichische Währungspolitik durch die Teilnahme am System von Bretton Woods bestimmt. Das System im Prinzip fester Wechselkurse sollte Wirtschaftskrisen, wie sie die Zwischenkriegszeit in Form von Abwertungswettläufen, zeitweiligem Mangel an nationalen Währungsreserven und entsprechenden Dirigismen kennzeichneten, vermeiden helfen. Aber dieses Wechselkursregime war weder darauf vorbereitet, die ständig zunehmenden internationalen Ungleichgewichte auszugleichen, noch verfügte es über ausreichende Vorkehrungen, um den steigenden internationalen Liquiditätsbedarf zu befriedigen. Als 1973 „Bretton Woods" zusammenbrach, hinterließ es folgende Erfahrung: Die Leitwährung eines globalen – dem Bretton-Woods-System vergleichbaren – internationalen Währungssystems muß sich längerfristig als brüchiger Anker erweisen, weil sie in ihrer Verwendung als internationales Finanzierungsmedium ständige Geld- und Kapitalabflüsse und folglich eine Schwächung der Zahlungsbilanz im Leitwährungsland verursacht und letzten Endes einen Vertrauensverlust erleidet. Mit anderen Worten: Das Festkurssystem von Bretton Woods ist letztlich am Konflikt zwischen der Praxis des Wechselkurssystems und der Stabilitätspolitik zerbrochen, da es wegen der Schwäche der Leitwährung zu einer monetären Destabilisierung im gesamten System kam.

Diese Lehre hat durchaus aktuelle Bedeutung, nämlich hinsichtlich der Überlegungen zu einem zukünftigen europäischen Währungssystem, das – realistisch gesehen – zunächst auf unterschiedlichen Integrationsgraden aufgebaut sein wird. Aus österreichischer Sicht, aber auch im Interesse der gesamteuropäischen Stabilität, ist ein gemeinschaftliches Wechselkurssystem zwischen den in die Währungsunion voranschreitenden und den nachfolgenden Mitgliedstaaten absolut anzustreben, um letztere in die Verpflichtung zu einer konvergenten Wirtschaftspolitik einerseits einzubinden, andererseits die später zur WWU hinzutretenden Länder auch zu ermutigen und zu unterstützen, ihre Wirtschaftspolitik möglichst rasch zu adaptieren, um die Zone der Stabilität möglichst groß werden zu lassen. Darüber hinaus müssen die Vorkehrungen

gegen „kompetitive" Abwertungen verstärkt werden. Das ist die währungspolitische Grundaufgabe für die Sicherung des Binnenmarktes.

Es ist sinnvoll, die Euro-Währung als Anker eines solchen Systems zu verwenden; gleichzeitig aber muß verhindert werden, daß eine Art Leitwährungsdilemma entsteht. Auch aus dieser Sicht wäre es wünschenswert, wenn – wie erwähnt – möglichst viele Länder von Anfang an Mitglieder der Währungsunion sein könnten und daher die erforderlichen Konvergenzbedingungen erfüllen. Unabhängig davon müßte das Währungssystem zwischen den Euro-Ländern und den an der Währungsunion zunächst nicht teilnehmenden Ländern meines Erachtens so konstruiert sein, daß es unterschiedliche Bandbreiten und daher unterschiedliche monetäre Integrationspfade ermöglicht und der Europäischen Zentralbank eine entscheidende Rolle bei der Veränderung von Leitkursen einräumt. Den Finanzmärkten muß signalisiert werden, daß sich eine fundamental nicht gerechtfertigte Spekulation nicht lohnt; zu allfälligen Spekulationen aufgrund von Interpretationen der Fundamentaldaten sollte es dagegen gar nicht kommen, weil in diesen Fällen eben rechtzeitig Leitkursänderungen vorgenommen werden.

Doch zurück zur österreichischen Währungspolitik. In der auf „Bretton Woods" folgenden Periode des Übergangs zu autonomen Wechselkursregimen stellte die Oesterreichische Nationalbank Überlegungen zu einem Konzept an, das den erwähnten gesetzlichen Stabilitätsauftrag am besten erfüllt. Sie steuerte den Schilling zunächst nach einem Indikator, der aus den Wechselkursen der wichtigsten Handelspartner errechnet wurde. Im weiteren erfolgte eine Orientierung der österreichischen Währung an den Währungen des europäischen Wechselkursverbundes in engen Bandbreiten, und seit etwa Mitte der siebziger Jahre ist schließlich der Schilling de facto an jene Währung gebunden, die zur Ankerwährung des EWS werden sollte, also an die D-Mark.

Mit dem Konzept der festen Bindung des Schillings an die Währung des anteilsmäßig wichtigsten Außenhandelspartners im Güter-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehr ist unser doppelter Gesetzesauftrag erfüllt:

- Der damit langfristig verbundene Stabilitätsimport spiegelt sich in vergleichsweise niedrigen Inflationsraten wider und sichert damit „die Kaufkraft des österreichischen Geldes im Inland".
- Außerdem folgt der stabile Schilling/DM-Kurs der gesetzlichen Vorgabe der Werterhaltung der heimischen Währung „gegenüber den wertbeständigen Währungen des Auslandes", bringt damit großen Teilen unseres Außenhandels bedeutende Kalkulationsvorteile und reduziert – gesamtwirtschaftlich gesehen – die Kurssicherungskosten.

Selbstverständlich muß dieses währungspolitische Konzept von entsprechenden Rahmenbedingungen abgestützt sein, um

die gewünschten positiven Effekte in der Gesamtwirtschaft bewirken zu können. So bedarf es im Inland geeigneter institutioneller Voraussetzungen, damit die Übertragung gedämpfter Inflationsraten auf eine moderate, wettbewerbsorientierte Lohnentwicklung ermöglicht wird. Diese sind in Österreich durch die sozialpartnerschaftliche Konsenspolitik gegeben. Darüber hinaus ist eine solche Währungspolitik nur dann

glaubwürdig, wenn die wirtschaftlichen Fundamentaldaten von jenen der Ankerwährung nicht systematisch abweichen.

Damit ist eine wichtige Verschiebung der währungspolitischen Argumentation verbunden. Der strategische Vorrang des Stabilitätsimports, wie er in den siebziger Jahren für die österreichische Währungspolitik Gültigkeit besaß, hat sich in den achtziger Jahren etwas verschoben, weil andere Aspekte in den Vordergrund getreten sind. Mit fortschreitender Liberalisierung der Kapitalmärkte, die von einer verstärkten Zinsvolatilität, steigenden Risken und vermehrten Finanzinnovationen zur Bewältigung dieser Risken begleitet war, gewannen in der Währungspolitik die Argumente der Erwartungsstabilisierung und der Glaubwürdigkeit zentrale Bedeutung. In banktechnischer Hinsicht reagierte die OeNB auf die neue Dynamik der Marktbewegungen mit einer Flexibilisierung des geldpolitischen Instrumentariums, vor allem in der Zins- und Offenmarktpolitik.

Notenbanken sollen und müssen ihre Politik auch in einem theoretischen Zusammenhang rechtfertigen. Es ist klar, daß ein Wechselkurskonzept zu einer Geldangebotsstrategie in Widerspruch steht. Im Wechselkurskonzept ist die Geldmenge – wie immer sie definiert ist – endogen bestimmt, d. h. die Geldnachfrage bestimmt das Geldangebot. Aber die „Kausalität des Geldes" ist in der Ökonomie keineswegs eindeutig gelöst. Die Wahl des Wechselkurses als Zwischenziel der Notenbankpolitik und damit die Annahme von endogen bestimmten Veränderungen der Geldmenge ist jedenfalls eine Alternative, die sich geldtheoretisch und praktisch voll rechtfertigen läßt.

Der eigentliche Ausgangspunkt für die Rechtfertigung des Wechselkursziels ist aber im Gedanken der optimalen Währungszone zu sehen. Daraus läßt sich für eine kleine, offene Volkswirtschaft mit einem hohen Grad an außenwirtschaftlicher Verflechtung sowie mit einer Außenhandels- und Kapitalverkehrsstruktur, die einen Schwerpunkt in Richtung stabilitätsorientierter Außenhandelspartner aufweist, die Optimalität fester Wechselkurse zeigen.

Das österreichische Modell ist ein imposantes Beispiel für die Verstärkung positiver makroökonomischer Effekte durch eine sogenannte „zeitkonsistente" Währungspolitik. Das heißt, in Österreich ist der Wechselkurs schon längst kein

diskretionär eingesetztes wirtschaftspolitisches bzw. konjunkturpolitisches Instrument mehr; von entscheidender Bedeutung ist, daß diese Tatsache einen optimalen Grad an Glaubwürdigkeit erreicht hat, sie wird von den internationalen Finanzmärkten in vollem Umfang anerkannt.

Lassen Sie mich an dieser Stelle auf das Thema der währungspolitischen Strategie etwas näher eingehen. Im europäischen Kontext dürfte diese künftig auf die Alternative „Geldmengenziel versus direktes Inflationsziel" hinauslaufen. Den Begriff „Inflationsziel" sollten wir in Anführungszeichen setzen, denn Notenbanken haben schließlich den gesetzlichen Auftrag, ein hohes Maß an Preisstabilität zu erreichen. In den vergangenen Jahren sind jedenfalls viele Länder zu Inflationszielen übergegangen. Die jeweiligen Notenbanken verzichten damit auf ein sogenanntes Zwischenziel, das ihrer Politik als Anker dient. Die Transparenz der Geldpolitik setzt unter diesen Umständen Prognosen über die mittelfristige Entwicklung des gewählten Preisindikators voraus, die auf den Hintergrund der aktuellen Wirtschaftspolitik und auf die Einschätzung von Faktoren wie Lohnkosten, Änderung des Nachfragedrucks, Wechselkurse und Zinsen zurückgreifen.

Im Zusammenhang mit der Währungsunion könnte einem solchen Inflationsziel insofern eine gewisse Attraktivität zugesprochen werden, als davon ausgegangen werden kann, daß die Konvergenz der europäischen Preissteigerungsraten auch in der Übergangs- und Anfangsphase der Währungsunion erhalten bleibt; dagegen läßt sich schwer voraussagen, ob und in welchem Ausmaß die Geldnachfragefunktion beeinflußt wird.

Nun ist aber die Notenbank eine zentrale geldschöpfende Institution, aus ihrer Bilanz – bzw. aus der konsolidierten Bilanz des Bankensystems einschließlich Notenbank – lassen sich die verschiedenen Geldmengenaggregate ermitteln. Auch wenn es keine einheitliche Meinung über den „wahren" Geldbegriff und auch keine ausreichende Transparenz der geldpolitischen Transmission gibt, glaube ich doch, daß letztlich die Geldmenge und ihre Entwicklung einen unverzichtbaren Anhaltspunkt für die Strategie einer Notenbank liefern sollte.

In Österreich ist dieser Zusammenhang bisher so interpretiert worden, daß – durch die Parallelität der wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren und durch ähnliche Zahlungsgewohnheiten wie im Ankerwährungsraum – das deutsche Geldmengenziel gleichsam importiert worden ist. Es hat sich gewissermaßen in jener Geldnachfrage niedergeschlagen, die von der OeNB im Rahmen ihrer nachfrageorientierten Liquiditätspolitik gedeckt worden ist.

Da auch ein Geldmengenziel ohne eine implizite Vorstellung über die Preisentwicklung nicht auskommt, ist für die Europäische Zentralbank ein Konzept vorstellbar, das einen mittelfristig ausgerichteten Zielpfad für die Preissteigerungsrate mit einem konsistenten Geldmengenziel verbindet. Ich glaube nicht, daß es für die Notenbank ein Glaubwürdigkeitsproblem

gibt, wenn Verfehlungen des Geldmengenziels korrekt begründet werden. Dagegen wäre ein ausschließliches Inflationsziel als strategisches Konzept meines Erachtens vom Standpunkt der Notenbankunabhängigkeit nicht optimal. Bei Konflikten zwischen der Geldpolitik und anderen wirtschaftspolitischen Zielsetzungen hat die Notenbank eine stärkere Position, wenn sie ihr Unternehmensziel gleichsam aus ihrer Bilanz (bzw. aus der konsolidierten Bilanz des Bankensystems) ableiten kann.

Damit habe ich bereits einen riesigen Vorgriff auf das Thema „Währungsunion" gemacht. Ich möchte aber auch hier eine kurze historische Übersicht geben.

Die Initiativen zur Errichtung einer Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion haben eine lange Tradition. Sie wurden erstmals vor mehr als 25 Jahren gesetzt, als der damalige luxemburgische Ministerpräsident Werner den nach ihm benannten Stufenplan zur Verwirklichung der Union vorlegte. Der Werner-Plan ging jedoch Anfang der siebziger Jahre in den Turbulenzen des Bretton-Woods-Systems und der Erdölmärkte unter.

Übrigens gab es schon damals den Konflikt zwischen den Denkschulen der „Ökonomisten" und der „Monetaristen". Die erstgenannte Gruppe vertrat die Auffassung, daß eine währungspolitische Integration ein Höchstmaß an wirtschaftspolitischer Konvergenz voraussetzt; die zweite Denkschule war der Meinung, die gemeinsame Währungspolitik würde die erforderliche Disziplinierung erzwingen.

Aus der damaligen Sicht noch vergleichsweise stark segmentierter Finanzmärkte war diese Diskussion verständlich. Heutzutage haben wir aber bereits genug Anschauungsmaterial, das folgenden Schluß zuläßt: Die internationalen Finanzmärkte sind unnachgiebige Wächter der Stabilität; eine Währungsunion, welche die Konvergenz vernachlässigt, genießt nicht das Vertrauen der Märkte und kann auch nicht durch eine noch so intensive internationale währungspolitische Kooperation am Leben erhalten werden.

Der nächste Versuch nach dem Werner-Plan und dem Europäischen Wechselkursverbund, auf den ich hier nicht näher eingehe, erfolgte Ende der siebziger Jahre (1979) mit der Gründung des Europäischen Währungssystems (EWS). Im Gegensatz zum Bretton-Woods-System verwendet das EWS eine künstliche, aus einem Währungskorb errechnete Währungseinheit, um das erwähnte „Leitwährungsdilemma" zu vermeiden. Es ist vielleicht interessant, darauf zu verweisen, daß die ökonomischen Bedingungen anläßlich der EWS-Einführung, also im Jahr 1979, recht günstig waren. Das gilt vor allem für die Wachstumsdynamik: So betrug z. B. das reale Wirtschaftswachstum in Deutschland 4,2%, nach 3,0% ein Jahr zuvor, die deutsche Wirtschaft fungierte in dieser Phase gleichsam als Konjunkturlokomotive. Die Inflationsraten waren zwar damals wesentlich höher und differenzierter als heute, aber die Stabilisierungserfolge der internationalen wirtschaftspolitischen Koordination – 1977 fand dies-

bezüglich ein Gipfeltreffen der führenden westlichen Wirtschaftsnationen in London statt – führten zu sinkenden Inflationserwartungen. Vor allem blieb das EWS in der Einführungsphase von hektischen Dollar-Spekulationen verschont, nicht zuletzt wegen des von der amerikanischen Regierung im November 1978 beschlossenen Stabilisierungsprogramms zur Stützung des US-Dollars.

Die derzeit in Gang befindlichen Vorbereitungen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion folgen einem dreistufigen Zeitplan, der ab Ende der achtziger Jahre vom „Delors-Komitee" vorbereitet und im Dezember 1991 mit dem „Vertrag über die Europäische Union" in Maastricht beschlossen wurde. Aufgabe der ersten Stufe, die bis Ende 1993 dauerte, war die volle Liberalisierung des Kapitalverkehrs. (In Österreich ist der Kapitalverkehr bereits seit 1991 vollständig liberalisiert.) Die zweite Stufe, die mit dem Jahr 1994 einsetzte und an der nunmehr auch Österreich als EU-Mitglied teilnimmt, ist die Übergangs- und Vorbereitungsetappe zum endgültigen Stadium der Währungsunion. In dieser Phase sind verstärkte Koordinierungsbemühungen auf geld-, fiskal- und realwirtschaftlicher Ebene erforderlich.

Mit Beginn der zweiten Stufe wurde das Europäische Währungsinstitut (EWI) als Vorläufer der Europäischen Zentralbank (EZB) mit Sitz in Frankfurt etabliert. Dort sollen die institutionellen, organisatorischen und rechtlichen Vorbereitungen erfolgen, damit die Europäische Zentralbank bzw. das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) mit dem Einsetzen der dritten Stufe voll in Funktion treten kann. Insbesondere hat das EWI die geldpolitischen Strategien sowie auch die Instrumente und die Durchführungsbestimmungen der gemeinsamen Geldpolitik zu erarbeiten. Die aktive Geld- und Währungspolitik verbleibt während der zweiten Stufe uneingeschränkt in nationaler Kompetenz der Teilnehmerstaaten.

Die Vorbereitung der europäischen Geldpolitik spielt sich im EWI-Rat und in zahlreichen Arbeitsgruppen und Komitees ab, die entsprechende Rahmenbedingungen für eine gemeinsame europäische Zentralbankpolitik erarbeiten, aber zum Teil auch sehr ins Detail gehende Aufgaben zu lösen haben. Dazu gehört die Entwicklung eines gemeinsamen geld- und devisenpolitischen Instrumentariums, des gemeinsamen Zahlungsmittels und eines europäischen Zahlungsverkehrssystems. Weiters sind die Datenharmonisierung, Informationssysteme, Bankenaufsicht und rechtliche Fragen zu klären.

Mit der Gründung des ESZB wird die Oesterreichische Nationalbank einzelne Bereiche ihrer nationalen währungspolitischen

Kompetenz aufgeben müssen – zu Gunsten einer einheitlichen Geldpolitik durch die EZB. Mit unserer Teilnahme an der WWU gewinnen wir aber größeren Einfluß. Wir werden im Rat der EZB vertreten sein und aus der Tradition eines stabilitätsorientierten Landes an der Geld- und Währungspolitik der Teilnehmerstaaten mitwirken. Für ein kleines Land wie Österreich wird aber auch künftig ein gewisser Grad an Dezentralisation der Verantwortung und Aufgaben wesentliches Anliegen sein. Das Subsidiaritätsprinzip sollte meines Erachtens in einem künftigen ESZB vor allem für die Bereiche der Verwaltung der Devisenreserven wie auch der Produktion und Distribution der einheitlichen europäischen Banknoten und Münzen Anwendung finden. Wir glauben auch, daß bewährte Instrumente unserer Geldpolitik, wie z. B. das System der Mindestreserven, auch in einem ESZB vorgesehen werden sollten, wie auch die Möglichkeit der Diskontfazilität – oder eines modifizierten Instruments – als zusätzliches Refinanzierungsinstrument der privaten Wirtschaft.

Die wirtschaftspolitischen Vorgaben der zweiten Stufe sind die bekannten Konvergenzkriterien des Maastricht-Vertrages; sie setzen die Maßstäbe für die angestrebte stabilitätsorientierte, konvergente Wirtschaftsentwicklung im gemeinsamen Währungsraum. Jeder Mitgliedstaat ist veranlaßt, für einenstabilen Wechselkurs und eine moderate Preis- und Zinsentwicklung zu sorgen sowie für tolerierbare Relationen des Budgetdefizits und der öffentlichen Verschuldung zur nationalen Wirtschaftsleistung.

Der Europäische Rat vom Dezember 1995 in Madrid hat das Szenario für den Übergang von der zweiten zur dritten und endgültigen Stufe der Währungsunion festgeschrieben:

- Demnach soll die Europäische Währungsunion am 1. Jänner 1999 starten, gleichzeitig wird das Europäische System der Zentralbanken mit der Kompetenz der gemeinsamen Geld- und Währungspolitik in Funktion treten. Damit wird die gewünschte neue Dimension der monetären Integration erreicht: Die geld- und währungspolitische Verantwortung geht von der nationalen auf eine supranationale, gemeinschaftliche Ebene über.
- Mit dem Gründungsdatum der Währungsunion werden die Wechselkurse zwischen den nationalen Währungen der Teilnehmerstaaten und in Relation zur gemeinsamen europäischen Währung unwiderruflich fixiert.
- Maximal drei Jahre später, also spätestens am 1. Jänner 2002, werden Eurobanknoten und Euromünzen mit dem Status eines gesetzlichen Zahlungsmittels – das „Euro" heißen wird – ausgegeben. Dem privaten Sektor steht es während der Übergangszeit frei, den Euro neben der nationalen Währung zu verwenden. Nur das ESZB ist ab Jahresbeginn 1999 verpflichtet, seine Operationen in Euro durchzuführen.
- Im Frühjahr 1998 wird der Europäische Rat auf Basis

der Maastrichter Kriterien mit qualifizierter Mehrheit entscheiden, welche Länder sich für den einheitlichen Währungsraum qualifizieren, wobei für die Erfüllung der Kriterien die endgültigen, also die Ist-Daten 1997 maßgeblich sein werden.

Die Beachtung der Kriterien soll auch in späterer Folge gewährleistet sein. Ich komme darauf noch zurück.

1991, zur Zeit des Maastrichter Vertragsabschlusses, wurden die Kriterien von den EU-Staaten mehrheitlich erfüllt. Auch Österreich – damals noch nicht EU-Mitglied – hätte zu diesem Zeitpunkt die Bedingungen voll erbracht.

Inzwischen hat jedoch der internationale Wirtschaftsabschwung Spuren in der europäischen Wirtschaft hinterlassen. Derzeit kann lediglich Luxemburg die Maastricht-Kriterien erfüllen (mit Einschränkungen auch Irland).

Österreich erfüllt das Wechselkurskriterium sozusagen definitionsgemäß, das Preis- und das Zinskriterium problemlos. Zur Dämpfung des Preisauftriebs hat der „EU-Effekt" seit dem zweiten Halbjahr 1995 einen deutlichen Beitrag geleistet. Vor allem die Preise für Nahrungsmittel und für eine Reihe von industriell gewerblichen Produkten sind spürbar gesunken. Bei der Erfüllung des Zinskriteriums kommt die langfristig stabilitätsorientierte Währungspolitik und die dementsprechende Einschätzung der Finanzmärkte zum Ausdruck.

Die fiskalischen Kriterien kann Österreich hingegen derzeit nicht erfüllen. Die antizyklische Fiskalpolitik im Verlauf des Konjunkturabschwungs in der ersten Hälfte der neunziger Jahre, Steuerreform und bestimmte sozialpolitische Maßnahmen haben den Staatshaushalt stark belastet. Unter Einschluß der Länder und Gemeinden erreichte das Nettodefizit 1995 6,1%, die gesamte öffentliche Schuld stieg auf 69,4% des BIP. Die Haushaltskonsolidierung 1996/97 wird jedoch die Defizitquote bis 1997 auf 3% des BIP zurückführen. Zur erforderlichen Reduzierung des Staatsschuldenwachstums müssen aber sicherlich Privatisierungserlöse eingesetzt werden.

Obwohl die Erfüllung der Maastricht-Kriterien bis 1997 nicht die erstrangige Motivation der österreichischen Konsolidierungsbemühungen sein kann, so ist sie doch eine sehr plausible Zielsetzung. Aus guten Gründen möchte Österreich zur Erstrunde der Teilnehmer an der Wirtschafts- und Währungsunion gehören. Ich möchte aber hier sehr deutlich anführen, daß die angesprochene österreichische Budgetkonsolidierung auch unabhängig von den Zielen der Wirtschafts- und Währungsunion erforderlich wurde, um den verlorengegangenen fiskalpolitischen Spielraum wieder zurückzugewinnen und das seit 1993 stark angestiegene Wachstum der Ausgabendynamik einzubremsen.

Die Gründe für das auch von der neuen Bundesregierung klar angestrebte Ziel, von Anfang an der WWU anzugehören, liegen auf der Hand. Erstens hat Österreich in den vergangenen Jahrzehnten bereits den Beweis

erbracht, daß es die Anforderungen an eine Währungsunion erfüllen kann. Die konsensorientierte Problemlösungskultur, die institutionellen Einrichtungen mit der Sozialpartnerschaft als Träger einer produktivitätsorientierten Einkommenspolitik und die konsequente Währungspolitik sind ohne Zweifel ideale Voraussetzungen. Zweitens wäre gerade im österreichischen Fall mit einer Nichtteilnahme an der Währungsunion von Anfang an auf das hohe Risiko von Wechselkursverschiebungen zu verweisen. „Gerade im österreichischen Fall" deshalb, weil wir ja jahrzehntelang und erfolgreich eine glaubwürdige und die Erwartungen stabilisierende Politik der Wechselkursstabilisierung bewältigt haben. Ein schwächerer Außenwert des Schillings würde daher unweigerlich zu einem höheren Zinsniveau führen und einen inflationären Druck auslösen.

Vor dem Hintergrund der aktuellen konjunkturellen Situation in Europa und ihrer Auswirkungen auf die öffentlichen Haushalte wird von verschiedener Seite die Frage gestellt, ob die Teilnahmebedingungen an der Währungsunion gelockert werden sollen, oder ob die Währungsunion terminlich verschoben werden soll.

Meines Erachtens ist die wirtschaftspolitische Konvergenz unverzichtbar. Eine Verwässerung oder gar Aufweichung der Kriterien würde die Glaubwürdigkeit des Projekts „Währungsunion" gefährden und ist daher strikt abzulehnen. Es ist auch – so glaube ich – die Zeit längst vorbei, in der es sinnvoll war, die ökonomische Relevanz der Kriterien zu diskutieren. Der Maastricht-Vertrag definiert die Mindestanforderungen hinsichtlich der wirtschaftlichen Konvergenz. Doch hier ist zu ergänzen: Er definiert diese Anforderungen nicht gerade mustergültig genau. Das gilt gerade für die entscheidenden Fiskalindikatoren.

Ich möchte nicht ausschließen, daß die Kumulierung von restriktiver Budgetpolitik und Wachstumsschwäche bei manchen in Europa Positionen eröffnet, die die Grenzen der im Maastricht-Vertrag gegebenen Möglichkeiten hinsichtlich der Interpretation der Kriterien auszuloten versuchen. Freilich könnte vielen Regierungen vorgeworfen werden, daß sie seit 1991 eine ausreichend lange Periode zur Verfügung hatten, um die öffentlichen Finanzen zu sanieren. Aber wir müssen die derzeitige Konstellation nun einmal als Ausgangsbasis hinnehmen.

Unabhängig hievon bestehen meines Erachtens aber nach wie vor gute Chancen, die Währungsunion Anfang 1999 mit einer „kritischen Masse" zu beginnen, also mit einer ausreichend großen Anzahl von Mitgliedern. Wünschenswert wäre eine möglichst große Anzahl von Teilnehmerländern bereits zu Beginn. Ich bin aber überzeugt, daß auch eine Gruppe von sechs bis acht Ländern, bestehend aus zwei großen und einigen kleineren Ländern der „kritischen Masse" Rechnung trägt und „Sogwirkung" auf die nicht sogleich der ersten Gruppe angehörenden Länder ausüben wird. Diese Sogwirkung wird von den „Euro"-Aktivitäten der

Banken, Großunternehmen, aber auch der Einschätzung der Finanzmärkte der nichtteilnehmenden Länder ausgehen.

Der Prozeß der budgetären Konsolidierung ist, und zwar auch für jene Länder, die derzeit relativ gute Positionen aufweisen, dennoch langwierig; es besteht kein Zweifel, daß etwa die Defizitquote von 3% nicht den Charakter eines Sollwerts haben sollte. Die durchschnittliche Defizitquote müßte tatsächlich deutlich unter diesem Grenzwert liegen. Glaubwürdigkeit und Funktionsfähigkeit der Währungsunion erfordern aus diesem Grund Vorkehrungen für eine dauerhaft tragbare Finanzlage des öffentlichen Sektors.

Keineswegs auszuschließende Risken einer undisziplinierten Fiskalpolitik in der Währungsunion sind so weit wie möglich zu reduzieren. Es ist derzeit unklar, wie in der Währungsunion die nationale Einkommenspolitik gehandhabt wird, d. h. konkret, ob es zu einer Koordination der Einkommenspolitik in Richtung Produktivitätsorientierung kommt. Daraus ist der Schluß zu ziehen, daß die Fiskalpolitik ein außergewöhnlich wichtiges, wenn nicht das einzige Instrument der regionalen Wirtschaftspolitik sein wird. Außerdem sind die politischen Ziele der Europäischen Union längerfristig gesehen auch auf die Osterweiterung ausgerichtet.

Jedenfalls wird es in Europa unterschiedliche Kulturkreise geben, und das ist gut so. Unter Kultur können wir die Ordnung von Lebensinhalten und Lebensformen im Rahmen bestimmter Werte verstehen; wir müssen nur darauf achten, daß sich diese unterschiedlichen Einstellungen nicht in bestimmten Anforderungen an die öffentlichen Hände niederschlagen, die letztlich das gesamte System destabilisieren. Dieser Aspekt sollte nicht vernachlässigt werden. Die in der Vergangenheit unterschiedlichen Präferenzen für Inflation, die nunmehr – wie ich erwähnt habe – verstärkt bei den Fiskalkriterien zum Ausdruck kommen, beruhen im Grunde auf bestimmten traditionellen Vorstellungen zur Lösung von Verteilungs- und Umverteilungsfragen zwischen verschiedenen Gruppen der Gesellschaft. Es geht dabei nicht nur um ökonomische Kategorien. Schließlich ist mir der Hinweis wichtig, daß die europäische Solidarität aller Voraussicht nach ihre Grenzen hat. Eine zu große Belastung europäischer Transfersysteme dürfte politisch nicht durchsetzbar sein.

Ich füge noch hinzu, daß die derzeitige „Excessive-deficit-Prozedur" des Maastricht-Vertrages zu langwierig und zu wenig effizient ist, weshalb gerade hiezu Modifikationen pro futuro überlegt werden sollten.

Aus allen diesen Gründen halte ich zusätzliche Überlegungen zur Absicherung der Fiskaldisziplin in der Währungsunion für notwendig und sinnvoll. Allerdings bezweifle ich, ob ein System von Fiskalregeln mit Sanktionen in Form von Pönalezahlungen der optimale Weg ist (auch wenn solche im Maastricht-Vertrag durchaus vorgesehen werden). Pönalezahlungen wirken prozyklisch, erleichtern nicht gerade die

budgetäre Konsolidierung und können rasch an die Grenzen politischer Akzeptanz stoßen. Es wäre vielleicht zu überlegen, unter bestimmten, genau zu definierenden Voraussetzungen gleich die Verpflichtung zur Vorlage eines nach Möglichkeit mehrjährigen Budgetprogramms – einschließlich der dazu notwendigen Gesetzesentwürfe – zu postulieren, die Annahme eines solchen Programms durch ein Gemein-

schaftsorgan vorzuschreiben und die Einhaltung laufend zu kontrollieren. Dies wäre auch im Rahmen des EU-Vertrages (Art. 103) möglich. Durch ein solches Verfahren wird gezeigt, daß im Prinzip in einer Währungsunion die nationale Budgethoheit „geborgt" und einem höheren Ziel durch vertragliche Bindung untergeordnet ist, also – selbst wenn es keine supranationale Fiskalbehörde gibt – eine Stabilitätsverpflichtung gegenüber der Union besteht.

Die Oesterreichische Nationalbank findet sich mit den währungspolitischen Weichenstellungen im Übergangsszenario zur WWU in voller Übereinstimmung und gehört daher zu ihren überzeugten Befürwortern.

Von den Grundsätzen der Stabilitätsorientierung ist auch unsere Mitarbeit in den EU-Gremien geprägt. Dabei ist für uns gleichermaßen wichtig, unsere nationalen Positionen zu wahren, wie etwa die Sicherung des Finanzplatzes Österreich und die Umsetzung des Subsidiaritätsprinzips im Europäischen System der Zentralbanken.

Schließlich sei als wesentliche Prämisse für die Stabilität der gemeinsamen Währung das Vertrauen der Öffentlichkeit angeführt, wie dies natürlich für jede Währung gilt. Geld ist in seiner Eigenschaft als Wertmedium wesentlich eine Sache des Vertrauens. Ohne Vertrauen in die Wertbeständigkeit des Euro kann es keine stabile Währung in Europa geben. Vertrauen aber setzt Transparenz und ausreichende Informationen voraus. Aus den einschlägigen Umfrageergebnissen ist EU-weit noch ein sehr großer Informationsbedarf zu orten. Die Europäische Kommission hat daher im Jänner dieses Jahres in Brüssel bei einem mehrtägigen Symposium mit Politikern, Wirtschaftsexperten und Vertretern europäischer Verbände Kommunikationsstrategien erörtert, die auf eine Verbesserung des Informationsstandards hinauslaufen.

Die Oesterreichische Nationalbank ist diesbezüglich schon seit längerem aktiv. Sie hat in den vergangenen Monaten die gezielte Information über die künftige gemeinsame europäische Währung intensiviert. So haben wir unter anderem ein Servicetelefon eingerichtet und einen Katalog mit Aufklärungsmaßnahmen – in die auch der heimische Bankenapparat einbezogen wird – vorbereitet. Darüber hinaus gibt es laufend Gespräche und Informations-

veranstaltungen mit den Sozialpartnern und anderen gesellschafts- und wirtschaftspolitisch relevanten Gruppen.

Die Verwirklichung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion ist ein Projekt mit weit- und tiefreichenden Konsequenzen; sie wird eine historische Zäsur markieren. Der Weg dorthin ist bei realistischer Einschätzung kein leichter. Aber das Ziel ist für uns als Österreicher und als Europäer lohnend. Es geht dabei um die Absicherung der wirtschaftlichen und sozialen Stabilität und damit um den Wohlstand unseres Landes und unseres Kontinents. Darüber hinaus geht es aber auch um die politische Stabilität und weitere Integration Europas.

Ich habe erwähnt, daß Europa über unterschiedliche kulturelle Ausprägungen verfügt. Was die sozialökonomische Ebene betrifft, gibt es aber ein Prinzip, das Europa als Ganzes verteidigen sollte. Ich meine das Bekenntnis zu ökonomischer Effizienz und Produktivität, zugleich aber zu jener Lebensqualität, die uns auch eine Besinnung auf metaökonomische Ziele erlaubt. In diesem Sinn ist die Währungsunion umso erstrebenswerter. Denn nur sie bringt jene Intensität der Integration zustande, die es ermöglicht, dem internationalen Wettbewerb mit einer gewissen Gelassenheit entgegenzusehen. Ich möchte nicht den Eindruck erwecken, hier eine Segmentierung der großen Wirtschaftsblöcke als Maß aller Dinge zu bezeichnen. Aber als Währungsunion mit einer Außenwirtschaftsquote von rund 10% braucht Europa eben den internationalen Wettbewerb der Systeme nicht zu scheuen.

Ich möchte schließen mit dem klaren Hinweis: Die Wirtschafts- und Währungsunion ist vereinbart, sie ist nützlich, und sie ist machbar.

W. F. Duisenberg

Gerhard Randa

Alexander Van der Bellen

Werner Muhm

ONB

Auf dem Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion – Bedingungen für Stabilität und Sicherheit

Podiumsdiskussion

Heute vormittag wurde erläutert, daß die WWU eine solide Union mit einer stabilen Gemeinschaftswährung werden wird. Jetzt möchte ich die Gelegenheit benutzen, um kurz darzulegen, warum die Währungsunion eine gute Sache ist.

Die Einführung einer Gemeinschaftswährung bedeutet, daß bilaterale Wechselkurse im WWU-Raum aufhören werden zu bestehen. Dies kann als logische Vollendung des wirtschaftlichen Integrationsprozesses in Europa betrachtet werden, der in einem früheren Stadium bereits die Liberalisierung des Waren-, Dienstleistungs-, Personen- und Kapitalverkehrs mit sich gebracht hat. Ein wichtiger Vorteil eines gemeinsamen Währungsgebietes ist, daß gegenseitige Wechselkursspannungen ausgeschlossen sind. Es bedarf keiner Erörterung, daß hiervon ein positiver Impuls für den internationalen Handel innerhalb der Währungsunion ausgeht, was im allgemeinen förderlich für das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung in allen teilnehmenden Ländern ist. Hieraus resultiert logischerweise, daß eine Gemeinschaftswährung und eine Liberalisierung der internationalen Waren- und Dienstleistungsmärkte in einer Linie liegen.

Wechselkursstabilität ist von existentieller Bedeutung für Handelsländer wie Österreich und die Niederlande. Die Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen aus Österreich und den Niederlanden beträgt derzeit nicht weniger als 40 bzw. 50% des Bruttoinlandsproduktes. Übrigens lehren die österreichischen und niederländischen Erfahrungen, daß eine harte Währung längerfristig mit einer günstigen wirtschaftlichen Entwicklung verbunden sein kann. Was z. B. das Wirtschaftswachstum, die Zunahme der Arbeitsplätze und die Inflation betrifft, erzielten beide Länder im Zeitraum von 1985 bis 1995 bessere Ergebnisse als manches Land mit einer schwächeren Währung. So müssen die an der WWU teilnehmenden Länder demnächst auch keineswegs die Stärke des Euro fürchten. Länder mit einer schwächeren Tradition der Finanzdisziplin profitieren von der WWU, da sie ihnen die Möglichkeiten nimmt, schmerzhaften Entscheidungen vorübergehend über eine Abwertung der Währung auszuweichen. Finanzielle und wirtschaftliche Disziplin und eine stabile Währung tragen zu einer geringeren Unsicherheit und niedrigeren Zinsen bei. Beide sind günstig für das Wirtschaftswachstum. Insbesondere im finanziellen Umfeld von heute, in dem die Geld-, Devisen- und Kapitalmärkte ihr Urteil häufig rasend schnell fällen, ist dies ein wichtiger Aspekt.

Die WWU hat auch praktische Vorteile. So werden die Bürger im Urlaub die Annehmlichkeit haben, kein Geld umtauschen zu müssen, und importierende und exportierende Unternehmen werden keine Wechselkursrisiken mehr abdecken müssen. Durch die Gemeinschaftswährung werden die Preise in den unterschiedlichen Ländern besser vergleichbar werden. Diese Transparenz wird der Wettbewerbsfähigkeit und der Effizienz sowie auch der Preisstabilität zugute kommen.

Ferner wird der Euro voraussichtlich, mehr als die D-Mark jetzt, eine Reservewährung im internationalen Währungssystem werden. Länder außerhalb der WWU werden nämlich gerne einen Teil ihrer Währungsreserven im starken Euro halten wollen. Dies wird wahrscheinlich dazu führen, daß im Handel mit Ländern außerhalb der Währungsunion die Rolle des Dollars zugunsten der des Euro abnehmen wird. Die Einführung der Gemeinschaftswährung wird somit nicht nur Wechselkursunsicherheiten beim Handel innerhalb des Territoriums der WWU beseitigen, sondern auch teilweise im Handel mit den Ländern außerhalb der WWU. Der Euro trägt auch auf diese Weise zum Wirtschaftswachstum in Europa bei.

Ferner ist wichtig, daß die WWU ein Element der europäischen Friedenspolitik darstellt. Die Gründung der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl im Jahr 1952 ist hierfür bereits ein Beispiel. Mit der Schaffung eines gemeinsamen Marktes für die Kohle- und Stahlindustrie sollte ein militärischer Konflikt zwischen Frankreich und Deutschland vermieden werden. Der allmähliche Prozeß der wirtschaftlichen Integration Europas, der seitdem stattgefunden hat – denken Sie z. B. an die Gründung der EWG im Jahr 1957, das Zustandekommen der europäischen Zollunion und des europäischen Binnenmarktes und an die allmähliche Erweiterung der Zahl der Mitgliedstaaten –, brachte die Länder Europas auch in politischer Hinsicht einander näher. Eine Fortsetzung dieses Prozesses ist nicht zuletzt deshalb wichtig, um die Integration der mittel- und osteuropäischen Länder in die Europäische Union möglich zu machen. Wie bekannt, strebt man vor allem in Deutschland den Beitritt Mittel- und Osteuropas zur Union an.

Natürlich ist die WWU nicht nur eitel Sonnenschein, sie ist auch mit Kosten verbunden. Einige davon sind einmalig, wie die effektiven Kosten der Umstellung auf eine einzige Währung. Die wichtigsten ständigen Kosten resultieren aus dem Verzicht auf die Möglichkeit, den Wechselkurs anzupassen. Inwieweit es sich hier tatsächlich um Kosten handelt, hängt von dem Maß ab, in dem ein Land von Wechselkursanpassungen profitiert hätte. Österreich und die Niederlande verzichten bereits seit Jahren darauf, von Abwertungen Gebrauch zu machen, ohne dabei Nachteile empfunden zu haben – im Gegenteil. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, daß die Konvergenzkriterien gerade deshalb eingeführt wurden, damit gewährleistet wird, daß nur diejenigen Länder an der WWU teilnehmen, die wirtschaftlich ausreichend Gleichschritt miteinander halten. So ist davon auszugehen, daß die teilnehmenden Länder unter normalen Umständen keine gegenseitigen Wechselkursanpassungen benötigen werden.

Natürlich bleibt es auch in der WWU immer möglich, daß ein Land von einem sogenannten länderspezifischen Schock getroffen wird, der eine Korrektur der Wirtschaftspolitik erfordert. Die deutsche Vereinigung ist

hierfür das bekannteste Beispiel. In der WWU werden solche Korrekturen nicht über den Wechselkurs, sondern über andere Kanäle erfolgen müssen, darunter Änderungen der Reallöhne und Bewegungen der Produktionsfaktoren. Es ist deshalb wichtig, daß die Löhne in den Mitgliedstaaten nicht ohne weiteres einander angeglichen werden, sondern daß sie auch weiterhin regionale Produktivitätsunterschiede widerspiegeln.

Unionsweite Lohnabsprachen, die Produktivitätsunterschiede unberücksichtigt lassen, könnten zu erheblichen regionalen Unterschieden bei der Arbeitslosigkeit führen.

Alles in allem ist es deutlich, daß die WWU beachtliche wirtschaftliche und politische Vorteile mit sich bringt, während der größte Nachteil – der Wegfall des Wechselkursinstrumentes – eigentlich kein echter Nachteil ist. Wirtschaftliche Konvergenz ist hierfür jedoch wohl eine wesentliche Voraussetzung. Aus diesem Grunde gilt diesem Thema auch unsere ständige Aufmerksamkeit.

Ich werde mich in meinen Einleitungsbemerkungen weniger mit volkswirtschaftlichen Fragen beschäftigen, wenngleich ich sie kurz streifen möchte, sondern aus der Natur der Sache heraus mich mehr aus einer bankwirtschaftlich-betriebswirtschaftlichen Position mit Fragen auseinandersetzen, die aus unserer Sicht für eine erfolgreiche Umsetzung einer Europäischen Währungsunion entscheidend sein könnten.

Zur Frage, warum wir eine Währungsunion brauchen, möchte ich vielleicht noch ein paar Bemerkungen machen, in Ergänzung zu dem, was der Herr Präsident gerade gesagt hat. Ich glaube, man muß feststellen, daß die steigende Globalisierung und Internationalisierung Europa fordert und es notwendig macht, daß wir unseren Wirtschaftsraum Europa effizienter gestalten. Asien hat in den letzten zehn Jahren seinen Anteil am Weltwarenexport von 19 auf 26% ausgebaut, also auf über ein Viertel, und in manchen Bereichen, wie z. B. in der Telekommunikation oder im Büromaschinensektor, halten fünf Länder, nämlich Japan, Singapur, Taiwan, Südkorea und Malaysia, bereits einen Anteil von über 50%. Also mehr als die Hälfte des Weltwarenhandels auf diesem Gebiet läuft über Asien. Man kann nun sagen, daß es in Europa den großen Binnenmarkt gibt. Wir haben die Voraussetzung dafür geschaffen, doch ich glaube, man muß auch feststellen, daß im Rahmen dieses Binnenmarktes weiter bestehende kleine Währungsräume die Effizienz senken und Währungsschwankungen zwischen diesen kleinen Währungsräumen zu einer Produktverteuerung und auch zu einer falschen Verteilung der Ressourcen führen.

Zum anderen könnte der Euro aufgrund seiner Größe sicherlich auch eine der Leitwährungen werden, somit die Abhängigkeit vom Dollar auf Drittmärkten reduzieren und die wirtschaftspolitische Bedeutung Europas damit steigern. Wir erleben ja gerade wieder einmal schmerzhaft die weltweite Dominanz des US-Dollars in zweifacher Hinsicht. OECD-interne Studien zeigen eine Unterbewertung des Dollars von etwa 30%. Darunter leiden wir auf den Weltmärkten wie auch an den gestiegenen langfristigen Zinsen, die sich aufgrund der US-Dollar-Dominanz an den internationalen Kapitalmärkten primär an der US-Konjunkturlage und nicht an der gesamtweltwirtschaftlichen orientieren. Zum wichtigsten Argument zugunsten des Binnenmarktes, zugunsten der Währungsunion kann, langfristig gesehen, das Argument des Ausschlusses der wettbewerbsverzerrenden Wechselkursänderungen werden. Daß gerade kleine, offene Volkswirtschaften wie Österreich davon besonders betroffen sind, ist evident. Wir haben – auch das wurde schon erwähnt – seit etwa 20 Jahren unsere Entscheidung daraus getroffen und eine de facto „kleine Währungsunion" mit Deutschland realisiert.

Im Zusammenhang mit den Fragen der Stabilität und der Währungsunion ist klar, daß die Erfüllung der Maastricht-Kriterien erste Stabilitätsvoraus-

setzung ist. Ich möchte mich mit diesen Fragen gar nicht im Detail beschäftigen, denn sie sind, glaube ich, bereits abgehandelt worden. Ich möchte nur ergänzen, daß man, meiner Meinung nach, einen Schritt weiter gehen müßte und die Stabilität nicht nur aus dem Blickwinkel der Erfüllung der Maastricht-Kriterien verstehen sollte. Das alte magische Dreieck der wirtschaftspolitischen Ziele, nämlich hohe Beschäftigung, außenwirtschaftliches Gleichgewicht und Preisstabilität, kann sicherlich nicht völlig in Vergessenheit geraten. Das außenwirtschaftliche Gleichgewicht ist derzeit für die meisten europäischen Länder kein Problem, aber das dritte Ziel einer hohen Beschäftigung wird in Europa derzeit massiv verfehlt. Es stellt sich auch sicherlich die Frage, wie damit, längerfristig gesehen, die soziale Stabilität zu verbinden ist. Und ohne Maastricht kritisieren zu wollen und ohne auch nur mit einem Satz eine Aufweichung in den Raum stellen zu wollen, muß man doch feststellen, daß Stabilität und Existenzsicherheit zusätzliche Anstrengungen auch in anderen wirtschaftlichen Bereichen erfordern werden. Ganz wichtig wird es auch sein, für jene Länder, die nicht vom Beginn weg an der dritten Stufe der Währungsunion teilnehmen werden, eine Möglichkeit zu bieten, die es ihnen erlaubt, weiter einen eigenen Konvergenzkurs zu verfolgen und an der zu erwartenden Stabilität des neuen Euro zu partizipieren. Denkbar wäre hier ein Modell eines EWS II mit den Nicht-Teilnehmerländern. Andernfalls könnten durch Schwankungen und Kurskonkurrenzen innerhalb der EU neue Instabilitätsfaktoren entstehen.

Auch im Hinblick auf die erforderlichen Umstellungen im Bankenapparat ist sicherzustellen, daß diese ohne Probleme funktionieren und daß wir nicht über eine gewisse Zeit in ein instrumentelles Vakuum geraten. Die entscheidendste Frage wird aber sein: Können wir den Sparern, der Bevölkerung, den Investoren dieses Gefühl der Stabilität, der Sicherheit vermitteln, das notwendig ist, damit die Währungsunion auch von den Bevölkerungen der betroffenen Länder angenommen wird? In diesem Zusammenhang sind eine Reihe von Voraussetzungen notwendig. Zum einen braucht es klare und eindeutige Konzepte für die Umstellung. Die Rahmenbedingungen, die Verordnungen, was Vertragskontinuität betrifft, was die Frage der zivilrechtlichen Zusammenhänge zwischen den alten und der neuen Währung betrifft, das alles muß exzellent und präzise vorbereitet sein, sonst wird es hier zu Problemen kommen. Auch die Belastungen, die sich für den Finanzdienstleistungssektor ergeben, werden so groß sein, daß es aus unserer Sicht notwendig ist, daß die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger zumindest die Rahmenbedingungen für die Institute positiv gestalten. Dies gilt etwa dafür, daß von öffentlicher Seite massiv für Vertrauen in die neue Währung geworben wird und daß die Öffentlichkeit genau informiert werden muß. Die Banken selbst sind ja durch die Währungsunion in dreifacher

Weise betroffen. Zum einen haben wir den größten Teil der technischen Umstellungen zu tragen und damit wird auch der Beratungsaufwand für die Banken enorm sein. Zum anderen werden wir dadurch getroffen, daß die oftmals angeführte Senkung der Transaktionskosten, also der Vorteil für den Konsumenten, in weiten Bereichen nichts anderes ist als eine Reduktion der Erträge für die Banken. Und zum dritten wird die Währungsunion für den Bankensektor der betroffenen Länder eine völlig neue Konkurrenzdimension bedeuten, auf die ich noch zurückkommen werde.

Die technischen Anforderungen an die Banken werden enorm sein. Ich will mich jetzt gar nicht mit der Frage beschäftigen, wie hoch der rein physische Aufwand sein wird, um Münzen und Noten umzutauschen. Es hieße Eulen nach Athen tragen, wenn ich hier, im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Tagung der österreichischen Notenbank, erzählte, wie hoch der Umlauf an Noten und Münzen ist. Es sind ungeheure Zahlen. Viel gravierender als die manipulativen werden die notwendigen Maßnahmen im Bereich der EDV sein. Es sind zigtausende Programme davon betroffen, und es wird größte zeitliche und auch inhaltliche Probleme geben. Es gibt ja bereits Schätzungen, wie hoch die Kosten dieser Umstellung sein werden, und man spricht in diesem Zusammenhang von etwa 5 bis 8 Milliarden Schilling nur für den österreichischen Bankenapparat. Es muß nicht nur die Software in den Häusern umgestellt werden, es muß auch die Verbindung zwischen Kunde und Bank, also alles, was unter dem Schlagwort Electronic Banking läuft, angepaßt werden. Neben diesen Kosten – ich habe es erwähnt – werden wir aber auch durch den Wegfall von Geschäftsfeldern belastet sein; vor allem der Auslandszahlungsverkehr wird sich durch den Euro stark verändern. Wir werden eine Reduktion des Geschäftsvolumens daraus im Devisen- und Valutenhandel

haben und natürlich auch in den nachgelagerten Geschäftsfeldern, also alles, was Absicherungsgeschäfte und Derivative sind. Die bedeutendste Veränderung aus meiner Sicht – zumindest langfristig gesehen – ist jedoch, daß wir eine völlig neue Dimension des Wettbewerbes bekommen, der durch die Vergrößerung des Währungsraumes entsteht. Die Europawährung wird zu einer Art Produktnormierung führen, d. h. Finanzdienstleistungsprodukte werden in diesem einheitlichen Währungsraum völlig vergleichbar sein. Das Wechselkursrisiko entfällt ja, der Heimvorteil der Banken verringert sich neuerlich, nachdem er durch den Binnenmarkt bereits einmal reduziert wurde. Wir werden daher aus den nationalen Märkten auch in der Finanzdienstleistungslandschaft bis hinunter zum letzten Konsumenten

das erste Mal wirkliche übernationale Märkte erhalten. Der Begriff regional erhält eine neue Dimension. Dies gilt natürlich in noch viel stärkerem Ausmaß für die Kapitalmärkte, insbesondere für so kleine wie den österreichischen. Hier sind zwei Tendenzen erkennbar, die teilweise gegenläufig sind. Zum einen wird es sicherlich eine Tendenz in Richtung einer großen Börse, eines großen Handelsplatzes geben, mit einer Art zentralen Funktion, zum anderen wird es aber natürlich zu einer Intensivierung des grenzüberschreitenden Wertpapierhandels kommen, und Portfolio-Entscheidungen werden viel stärker europaweit gefällt werden, da jetzt die Währungsschwankungen nicht mehr zu berücksichtigen sind. Auf jeden Fall bedeutet das für die Börsen kleinerer Länder wachsende Konkurrenz und damit auch – und da schließt sich der Kreis – steigendes Angebot für den Kunden und somit eine stärkere Konkurrenz innerhalb der Bankenlandschaft. Der Trend weg von den klassischen Anlageprodukten hin zu neuen, höherwertigen Produkten wird sich weiter intensivieren und so wird auch der Beratungsbedarf sehr stark steigen.

Was aber ganz wichtig und letztlich entscheidend ist, ist die Frage: Was können wir tun, damit all das, was hier an richtigen Argumenten zusammengetragen wird, auch wirklich überzeugt? Ich habe durch Zufall dieser Tage in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung einen ganzseitigen Artikel von Universitätsprofessor Otmar Issing, Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank, gefunden, worin er sich mit dem Begriff des Geldes und den damit zusammenhängenden Fragen beschäftigt. Und er zitiert u. a. wieder einmal Schumpeter, welcher gesagt hat, daß der Zustand des Geldwesens eines Volkes ein Symptom all seiner Zustände sei. Nichts sagt so deutlich aus, aus welchem Holz ein Volk geschnitzt ist, wie das, was es währungspolitisch tut. Und Issing schreibt dann weiter, daß je näher die Währungsunion rückt, desto mehr es den Beteiligten aufzugehen scheint, daß es sich hier um weit mehr als den rein technischen Vorgang des Austausches nationalen Geldes gegen eine gemeinsame europäische Währung handelt. Mit der Ankündigung des Endes nationaler Währungen und der Einführung eines gemeinsamen Geldes ist gleichsam die Vertrauensfrage in der Bevölkerung gestellt. Ich halte das für einen wirklich entscheidenden Punkt. Vergessen wir nicht, daß sich unsere Sparer Sorgen machen um die Erhaltung der Kaufkraft ihrer Spargelder, die sie in einem langen Leben erworben haben. Das muß zerstreut werden; das heißt, daß die Informationskampagnen von seiten der Regierungen, von seiten der Notenbanken, von seiten des Bankapparates von ganz entscheidender Bedeutung sein werden, damit eine wirklich erfolgreiche Umsetzung in das Bewußtsein der Sparer und Investoren möglich ist.

Meine Position als Ökonom und grüner Abgeordneter ist vielleicht ein bißchen atypisch. Ich bin nämlich aus ökonomischen, aber auch aus politischen Gründen ein energischer Befürworter der Währungsunion, und zwar „jetzt", ohne Verschiebung und ungeachtet aller technischen Übergangsschwierigkeiten, und befinde mich damit vielleicht für einen Grünen in erstaunlicher Nähe mit dem deutschen Bundeskanzler Kohl oder dem deutschen Exkanzler Schmidt. Die Konvergenzkriterien, die im Maastrichter Vertrag definiert werden und die theoretisch unfundiert sind, vor allem aber die langen Übergangszeiten halte ich nicht nur für mißglückt, sondern eher für hinderlich als förderlich für die Verwirklichung der Währungsunion. Zunächst einmal ist nicht ersichtlich, daß der Maastricht-Vertrag irgendeinen Bezug nimmt auf die Theorie optimaler Währungsräume. Die Theorie muß ja nicht stimmen, aber man muß sich, glaube ich, damit auseinandersetzen. Kurz zusammengefaßt besagt diese Theorie, daß die Mitglieder einer Währungsunion, wenn sie asymmetrischen Schocks ausgesetzt sind oder sein können, gegen die Auswirkungen solcher Schocks abgesichert sein sollten durch erstens hohe Flexibilität bei den Reallöhnen und/oder zweitens hinreichende Mobilität der Arbeitskräfte und/oder drittens einen internationalen Finanzausgleich, der automatische Transfers zwischen den Staaten je nach Beschäftigungslage herbeiführt. Denn, wenn keine dieser Bedingungen gegeben ist, wohl aber das Bestehen asymmetrischer Schocks angenommen werden kann, ist es problematisch, das Instrument der autonomen Geldpolitik bzw. das Wechselkursinstrument aus der Hand zu geben. Es ist ziemlich offensichtlich, glaube ich, daß die Europäische Union der Fünfzehn keinen optimalen Währungsraum darstellt. Und darauf gäbe es aus meiner Sicht zumindest zwei Antwortstrategien. Die eine Strategie wäre gewesen zu sagen, daß es nichts macht, weil die Vorteile aus einer Währungsunion per saldo immer noch größer eingeschätzt werden als die Kosten. Etwas salopper ausgedrückt würde das bedeuten, daß die Theorie optimaler Währungsräume einfach nicht viel taugt. Mit Studenten diskutiere ich hin und wieder die Frage: Gesetzt den Fall, in Zentraleuropa gäbe es nicht ein Österreich, sondern neun Kleinstaaten, die Vorarlberg, Tirol, Burgenland usw. heißen, und die jetzt überlegen würden, ob sie eine Währungsunion bilden sollen, was wäre die Antwort? Ich garantiere Ihnen, die gleiche Diskussion, die wir auf der europäischen Ebene führen, würden wir innerhalb dieser und zwischen diesen neun Kleinstaaten haben, und es ist überhaupt nicht gesagt, daß Vorarlberg und das Burgenland angesichts ihrer unterschiedlichen realen Wirtschaftsstrukturen einen optimalen Währungsraum bilden.

Ein anderes Argument in diesem Zusammenhang wäre zu sagen, die Theorie optimaler Währungsräume überschätzt das Instrument des Wechselkurses bzw. das Abwertungsinstrument, ein Argument, das natürlich

besonders aus österreichischer Sicht eine gewisse Plausibilität hat. Eine weitere Möglichkeit wäre gewesen zu sagen, ja, es gibt ein Problem, und in der Übergangszeit bis zum Inkrafttreten der Währungsunion erhöhen wir entweder die reale Konvergenz der Volkswirtschaften, oder wir bemühen uns, die Rahmenbedingungen zu verbessern, d. h. wir schaffen bessere Voraussetzungen für die Arbeitskräftemobilität. Ich denke

mir, zum Beispiel, daß in diesem Zusammenhang die unterschiedlichen Pensionssysteme innerhalb von Europa ein wesentliches Hindernis sind. Oder wir bemühen uns, in der Zwischenzeit einen härteren, intensiveren Finanzausgleich innerhalb der Europäischen Union zu schaffen, und sei es nur dadurch, daß die Arbeitslosenversicherung zentralisiert wird. Nichts dergleichen ist passiert.

Es gibt meines Erachtens außer unter Akademikern keine wirkliche Diskussion über diese Sachverhalte. Wohl aber wurden die fünf sogenannten „Konvergenzkriterien" erfunden, deren theoretische Basis, wie ich meine, schwach ist. Auf die Inkonsistenzen der nicht-fiskalischen Kriterien möchte ich jetzt gar nicht näher eingehen, sondern nur vorweg darauf hinweisen, daß meiner Meinung nach die Konvergenz der Inflationsraten und Zinssätze insofern nicht einsichtig ist, als diese bei einer Schocktherapie automatisch kein Problem darstellen. Mit Schocktherapie meine ich die schnellstmögliche Einführung der Währungsunion. Die Währungsunion schafft ja gerade die einheitliche Inflationsrate innerhalb von Europa, diese brauche ich vorher gar nicht erst konvergieren zu lassen. Und wenn die Inflationsrate einheitlich ist, dann werden auch die Zinssätze nicht nur konvergieren, sondern ziemlich einheitlich sein, weil dann ja die Prämie für die unterschiedlichen Inflationsraten bzw. die Risikoprämie für die Abwertungsgefahr entfallen wird. Übrig bleibt nur noch die Risikoprämie für „default", also für das „sovereign risk" bei staatlichen Schulden.

Die beiden fiskalischen Kriterien, das wird Sie nun nicht wundern zu hören, sind erstens einmal willkürlich, finde ich, und konsistent nur bei einer ganz bestimmten nominellen Wachstumsrate des Sozialprodukts. Sie haben keinen Zusammenhang mit der Voraussetzung für eine Währungsunion und nehmen natürlich auch keine Rücksicht auf die aktuelle Konjunkturlage, die damals, als der Maastrichter Vertrag beschlossen wurde, ganz anders war als heute; d. h. mit anderen Worten, die sklavische Anwendung oder Verfolgung dieser Prinzipien verschärft die europäische Rezession. Man braucht gar kein überzeugter Keynesianer zu sein, um dieser These folgen zu können. Zum Beweis in diesem Zusammenhang die viel zitierten Beispiele, wie Währungsunionen ohne Fiskalkriterien funktionieren:

Da ist das Beispiel von Belgien und Luxemburg, die seit Jahrzehnten eine Währungsunion und vollkommen divergierende Fiskalpolitiken haben. Und zweitens, nicht so extrem natürlich, das österreichisch-deutsche Beispiel, wo sich bis vor kurzem niemand darum gekümmert hat, ob die österreichische Fiskalpolitik haargenau die gleiche ist wie die deutsche.

Als Motiv für die beiden Fiskalkriterien wird meines Wissens im wesentlichen geltend gemacht, daß übermäßige Defizite eines Staates vermieden werden sollen, weil andere Mitglieder der Währungsunion – nämlich diejenigen, die keine übermäßigen Defizite aufweisen – davon negativ betroffen sein könnten. Jetzt erhebt sich die Frage: Was heißt hier negativ? Man kann in diesem Zusammenhang zwei Fälle unterscheiden. Der eine Fall sind übermäßige Defizite mit zunehmender Gefahr der Insolvenz eines Staates und dadurch der Frage des „bail-out" oder nicht, also ob die anderen Staaten einspringen oder nicht. Und der andere Fall sind sogenannte übermäßige Defizite solventer Staaten ohne Gefahr der Insolvenz. Zunächst zum ersten Fall: übermäßige Defizite mit drohender Insolvenz. Ich meine, daß ein derartiges Problem schon jetzt in der Europäischen Union existiert. Auch ohne Währungsunion könnte man sich Sorgen machen, ob ein Schuldenpfad etwa von Belgien oder Italien auf Dauer aufrechtzuerhalten ist oder nicht, und wie die anderen Staaten darauf reagieren werden. Wie wird bei einigermaßen effizienten Kapitalmärkten die Reaktion sein? In diesem Fall wird ein Land, dessen Schuldenpfad als nicht aufrechtzuerhalten eingeschätzt wird, mit den üblichen Sanktionen zu rechnen haben, d. h. eine steigende Risikoprämie und damit steigende Zinssätze, und à la longue Kreditrationierung für diesen Schuldner. Das setzt natürlich voraus, daß die Kreditgeber das Risiko richtig einschätzen. Und das setzt vor allem voraus, daß die Kreditgeber nicht meinen, im Ernstfall werde es doch ein „bail-out" durch die anderen Staaten der Europäischen Union bzw. der Währungsunion geben, sei es direkt durch die anderen Mitgliedstaaten oder indirekt durch die entsprechende Politik der Europäischen Zentralbank. In diesem Punkt ist der Maastricht-Vertrag sozusagen weise und vorausschauend, weil es den Artikel 104 b gibt, der die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank garantiert und ausdrücklich ein „bail-out" ausschließt.

Zum anderen Punkt: übermäßige Verschuldung ohne Insolvenzgefahr. Da stellt sich die Frage, ob negative externe Effekte im technisch-ökonomischen Sinn vorliegen oder nicht. Denn es ist zwar richtig, daß, wenn, wie im Falle von Italien als hoch verschuldetem Land, sich dieses weiter verschuldet, nicht nur die Zinsen in Italien steigen würden, sondern auch in den anderen Ländern, und daß in diesem Fall ceteris paribus zur Stabilisierung der Schuldenquote in den anderen Ländern höhere Primärüberschüsse nötig sein werden als ohne hoch verschuldete Partnerländer und damit eine noch ausgeprägtere

deflatorische Politik. Ich behaupte aber hier nur in Übereinstimmung mit Buiter, daß das keinen negativen externen Effekt darstellt. Es sind sogenannte pekuniäre Externalitäten, d. h., es ist genau dasselbe, wie wenn bei steigender Nachfrage nach Bananen der Preis für Bananen steigt. Es ist noch kein Mensch auf die Idee gekommen, deswegen die Nachfrage nach Bananen rationieren zu wollen. Beim Kreditmarkt ist man aber anscheinend dieser Meinung.

Sie sollen jetzt keinen falschen Eindruck bekommen: Ich bin für die Währungsunion, je schneller, desto besser. Der Übergangspfad in diesem Zusammenhang ist des Teufels. Ich bin auch für Budgetkonsolidierung, nur hat sie mit der Währungsunion nichts zu tun. Die Budgetpolitik Österreichs 1993 bis 1995 ist unhaltbar, wenn man davon ausgeht, daß die Schuldenquote stabilisiert werden soll. Österreich wird Primärüberschüsse erzielen müssen. Beim derzeitigen Stand wird das voraussichtlich 1997 der Fall sein. Ich bin nicht dafür, die Frist zu verlängern und damit den Anpassungspfad noch weiter in die Zukunft zu verlegen. Das würde überhaupt nichts lösen, sondern nur die gegenwärtigen Probleme verlängern. Wenn es unbedingt notwendig ist, kann ein Kern europäischer Länder die Währungsunion bilden, ich sehe aber keinen theoretischen Grund dafür.

Zum Abschluß zwei Sätze, die ich gerne zitieren möchte aus einem Leserbrief von Professor Buiter, der im Februar in der Financial Times erschien: „The Maastricht fiscal norms for government debt and deficits, cobbled together at the last minute by civil servants – das erinnert mich stark an die Budgets für 1996 und 1997 – are arbitrary, unnecessary and potentially harmful. Fortunately, they are hedged in the Treaty with sufficient qualifications to allow them to be interpreted and applied in a flexible, intelligent manner if the political will to do so exists." Und an diesen politischen Willen appelliere ich. Wenngleich eine öffentliche Diskussion zu diesen Fragen aus verschiedenen Gründen nicht möglich ist, appelliere ich doch an alle, die etwas von der Sache verstehen, hinter den Kulissen dafür zu plädieren, die Währungsunion zu verfolgen, aber die Konvergenzkriterien nach dem Text des Maastrichter Vertrages so großzügig, intelligent und flexibel wie möglich zu interpretieren.

Der Historiker Paul Kennedy zitiert in seinem Buch „Vorbereitung auf das 21. Jahrhundert" den US-Professor Samuel Huntington folgendermaßen: „Sollte die Europäische Gemeinschaft sich politisch zusammenschließen, hätte sie die Bevölkerung, die Ressourcen, den ökonomischen Wohlstand, die Technologie und die potentielle militärische Stärke, die herausragendste Macht des 21. Jahrhunderts zu werden. Japan, die USA und die Sowjetunion sind hochspezialisierte Länder, Japan in der Investition, die USA im Konsum, die Sowjetunion in der Bewaffnung. In Europa sind diese Elemente ausbalanciert. In Brüssel stehen ganze Länder Schlange, die beitreten wollen. Eine Union von demokratischen, wohlhabenden, sozial unterschiedlichen Gesellschaften mit gemischten Wirtschaften wäre eine mächtige Kraft auf der Weltbühne. Wenn das nächste Jahrhundert kein amerikanisches mehr sein sollte, dann wahrscheinlich ein europäisches."

Das mag Ihnen heute als Zuhörer übertrieben optimistisch erscheinen angesichts einer aufgeregten Diskussion über die Anonymität von Sparbüchern, Brenner-Maut und Tiertransport, aber es tut gut, angesichts unseres Euro-Skeptizismus von außen beurteilt zu werden und auch zu erkennen, welche Chancen dieses Europa hat. Wir selbst übersehen dabei gerne, daß wir vor gewaltigen globalen Umwälzungen stehen. Vor dem Hintergrund der zwei großen Herausforderungen für Europa, nämlich der Festigung der Wettbewerbsfähigkeit der wirtschaftlichen Substanz bei gleichzeitiger Sicherung des sozialen Zusammenhalts in unseren Gesellschaften, der vor allem durch steigende Arbeitslosigkeit gefährdet wird, ist die Währungsunion ein wichtiger Integrationsbaustein, sowohl psychologisch, da die einheitliche Währung für die Bürger identitätsstiftend wirkt, als auch wirtschaftlich. Der jetzige Zustand von Wechselkursschwankungen und überbewerteter D-Mark ist unbefriedigend und

bremst Beschäftigung und Wachstum in Europa. Die Währungsunion kann aber auch die Spaltung der Gemeinschaft herbeiführen und ein weiteres Element eines nicht wünschenswerten „Europa à la carte" darstellen, wenn wir nicht die „Outsider" eng an die Wirtschafts- und Währungsunion binden und ihnen ein gangbares Szenario eröffnen, das sie zu „Insidern" werden läßt. Ich möchte aber betonen, daß ein möglichst großer Kreis von Mitgliedsländern wünschenswert wäre.

Stabilität und Systemsicherheit werden wir erreichen, wenn die Währungsunion erstens vom Vertrauen der Bürger getragen wird, zweitens glaubwürdige und handlungsfähige Institutionen vorhanden sind, drittens es zu einem ausgewogenen „policy mix" kommt, viertens eine Vernetzung der Subsysteme

und Institutionen entsteht, also Macht, Gegenmacht, Kontrolle, und fünftens die Kriterien beim Eintritt als das genommen werden, was sie sind, nämlich ein Ergebnis ökonomischer Analysen, aber nicht der Weisheit letzter Schluß. Und ich schließe mich all jenen an, die sagen, der Vertrag läßt Interpretationen zu, die, glaube ich, sinnvoll sind und für die es gute ökonomische Gründe gibt, ohne daß man den Vertrag ändern muß. Ich zitiere

aus einer Zeitung: „Am Ende werden nicht die Erbsenzähler entscheiden, sondern die Politiker", und in dem Sinn wünsche ich mir auch eine politische Entscheidung, die getragen ist von einem gemeinsamen Bewußtsein und dem Vertrauen in die Stabilität, ein zentraler Faktor für das Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion. Es scheint mir auch wichtig, viel mehr Augenmerk auf die reale Wirtschaft und die reale Konvergenz in dieser Wirtschafts- und Währungsunion zu legen.

Vertrauen der Bürger, Sicherheit für ihr Erspartes und Vermögen, Arbeit und Beschäftigung, und Umstellung nicht zu Lasten der Verbraucher. Welches sind die vertrauensbildenden Maßnahmen, die auf uns zukommen oder die wünschenswert wären? Persönlich glaube ich, daß Informationskampagnen allein das Problem nicht bewältigen werden. Die Menschen werden sehr real die Probleme spüren und spüren sie ja schon jetzt. Ich glaube, daß die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank das Vertrauen der Bürger recht glaubwürdig sicherstellen wird. Zum Punkt Arbeit und Beschäftigung: Da schließe ich mich jenen an, die sagen, daß es dem Projekt der Wirtschafts- und Währungsunion nicht gut getan habe, daß viele Politiker die Konsolidierungen in den öffentlichen Haushalten mit dem Maastricht-Vertrag begründen. Ich glaube, es gibt und hat immer ausreichend Gründe gegeben, eine Konsolidierung anzustreben. Was aber nun eingefordert wird, was Arbeitnehmer und Bürger dieses Europa verlangen werden, sind Beschäftigungsinitiativen auf europäischer und nationaler Ebene. Angesichts einer seit 1981 ständig steigenden Kapitalrentabilität – die Lohnstückkosten je Beschäftigten steigen seit Jahren in geringerem Ausmaß als die Produktivität –, angesichts einer Inflation, die niedriger ist als in den sechziger Jahren, realer Zinsen auf Rekordhöhe und eines Überschusses der EU-Außenhandelsbilanz erscheinen die Mainstream-Antworten an die Gewerkschaften und die Arbeitnehmer zum Thema Arbeitslosigkeit – zu hohe Löhne und zu wenig flexibler Arbeitsmarkt – zu einfach.

Das Weißbuch für Wachstum und Beschäftigung ist in der Brüsseler Schublade verschwunden. Gibt es noch einen wohlfahrtsstaatlichen Grundkonsens, der ganz zentral für eine derartige Staaten- und Wirtschafts-

und Währungsunion ist? Droht eine sogenannte Glaubwürdigkeitsrezession durch Überreaktion der neuen Europäischen Zentralbank zu Beginn der Währungsunion? Stabilität für den Bürger muß auch als Sicherheit für Beschäftigung, Einkommen und kollektive Sicherungssysteme verstanden werden, dann wird es Akzeptanz geben.

Zu den glaubwürdigen Institutionen: Die Konstruktion der Europäischen Zentralbank führt zu einer machtvollen wirtschaftspolitischen Institution, die ausschließlich der Stabilität, im Sinne der reinen Preisstabilität, verpflichtet ist. Sie ist vorerst die einzige wirtschaftspolitische Institution auf europäischer Ebene. Sie steht in der momentanen Situation allein. Ist dies wünschenswert und ökonomisch sinnvoll? Kann es eine zu unabhängige Zentralbank eigentlich geben? Ich sage ja! Sie sanktioniert expansive Fiskalpolitik und inflationsfördernde Einkommenspolitik. Wer kontrolliert die realwirtschaftlichen Folgen ihrer geldpolitischen Entscheidungen? Ich würde meinen, daß für die Europäische Zentralbank die Gefahr besteht, wenn es keine anderen handlungsfähigen wirtschaftspolitischen Institutionen gibt, zum Sündenbock für viele Entwicklungen in Europa zu werden und damit selbst an Glaubwürdigkeit zu verlieren. Ein möglicherweise zerstrittener Ecofin-Rat gegenüber einer der Preisstabilität verpflichteten Europäischen Zentralbank – ein Szenario, bei dem die wirtschaftspolitische Konzeption ein Torso bleibt.

Eine zentrale wirtschaftspolitische Instanz mit großer Bedeutung für die realwirtschaftliche Entwicklung in der Wirtschafts- und Währungsunion, nämlich die Tarif- und Arbeitsmarktpartner auf EU- und nationaler Ebene, sind kaum ein Thema. Eine flexible Einkommenspolitik ist der realwirtschaftliche Schlüssel für Wettbewerbsfähigkeit in der Wirtschafts- und Währungsunion. Was wird getan, um die Sozialpartner zu stärken, sie in den Dialog einzubeziehen und ihnen auch Gestaltungsmöglichkeit zu geben?

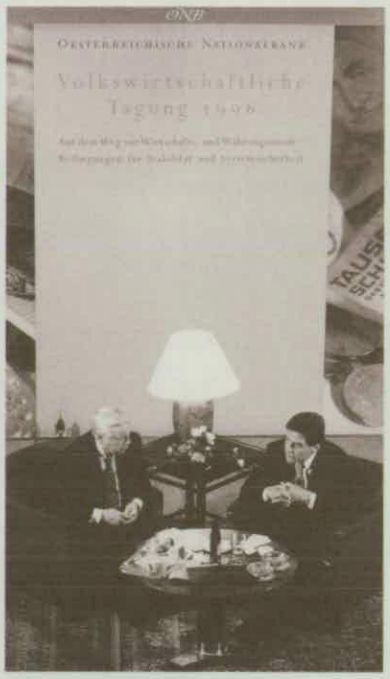
Zur Ausgewogenheit des „policy mix": Eine Strategie für Wachstum, Beschäftigung und Stabilität braucht die Koordination von Geld-, Währungs-, Fiskal- und Einkommenspolitik. Wenn nur das Ziel der Preisstabilität verfolgt wird und Beschäftigung nicht einmal mehr im magischen ökonomischen Vieleck ein Thema darstellt, dann, glaube ich, werden die Bürger wenig Vertrauen in diese Entwicklung haben. Und was den europäischen, den optimalen Währungsraum betrifft, so glaube ich, daß, wenn auf europäischer Ebene kein Finanzausgleich zustande kommt, was nach meiner Beurteilung auf absehbare Zeit auch nicht zu erwarten ist, eine gewisse fiskalpolitische Flexibilität auf nationaler Ebene weiter gegeben sein muß. Ich würde Professor Van der Bellen nicht ganz recht geben, wenn er meint, es sei völlig gleichgültig, wie sich die Fiskalpolitik in einer Wirtschafts- und Währungsunion zwischen Österreich und Deutschland entwickelt, doch eine gewisse Differenzierung ist, glaube ich, möglich,

wenn man ein grundsätzlich glaubwürdiges Konzept und vertrauenserweckende, handlungsfähige Institutionen hat.

Zur Vernetzung: Eine unabhängige Europäische Zentralbank wird völlig losgelöst vom politischen, gesellschaftlichen System kaum erfolgreich arbeiten können. Systemstabilität verlangt vernetzte Institutionen und Zusammenarbeit. Die Europäische Zentralbank muß vor unangebrachtem politischen Druck geschützt sein, aber sie muß sensibel gegenüber den realen Bedürfnissen der Gesellschaft sein. Wir brauchen eine stärkere Verknüpfung von Real- und Geldwirtschaft, auch institutionell, in die auch Tarifpartner und Finanz- und Wirtschaftsminister eingebunden sind.

Wenn die Währungsunion unter Berücksichtigung des vorhin Gesagten verwirklicht wird, wird sie ein Beitrag sein, Europa handlungsfähiger und entscheidungsstärker im Rahmen der globalen Herausforderung zu machen.

Viktor Klima
Bundesminister
für Finanzen



Kamingespräch

Darf ich vorschlagen, daß wir einen kurzen Rückblick auf die wirtschaftspolitische Ausgangslage Österreichs machen. Wenn Sie sich erinnern, waren die Fundamentaldaten Österreichs – Wachstum, Arbeitslosigkeit, Budget, Leistungsbilanz usw. – im Jahr 1992 im Gleichgewicht. Wir haben in den Folgejahren aus bekannten und durchaus argumentierbaren Gründen, wie z. B. Bekämpfung der Rezession, Auswirkungen von Steuerreformen, aber auch konkret durch Einmalzahlungen, Überbrückungshilfen im Zusammenhang mit dem Beitritt zur Europäischen Union, durch eine Expansion der staatlichen Transferleistungen und eine deutliche Ausweitung im Bereich des Personalaufwandes, eine Situation erreicht, die wir nicht mehr als zufriedenstellend ansehen konnten, weil das Budgetdefizit von etwa 2% des Bruttoinlandsproduktes für die

Gesamthaushalte, also alle öffentlichen Haushalte inklusive Länder und Gemeinden, im Jahr 1995 auf etwa 6,2% angewachsen war.

Was hat nun der „Vorstand des Unternehmens Österreich" getan? Er hat das getan, was jeder Vorstand eines Unternehmens tut, er entwickelte Szenarien, und ein Szenario war das Szenario der Untätigkeit. Es ist klar, daß „business as usual" in diesem Fall nicht nur einen dramatischen Anstieg des Budgetdefizits allein im Bundeshaushalt bis zum Jahr 1999 auf nahezu 200 Mrd. Schilling bedeutet hätte. Wir hätten auch all die negativen wirtschaftspolitischen Konsequenzen zu tragen gehabt, die nicht nur einen Vertrauensverlust in die stabilitätsorientierte Budgetpolitik, sondern in weiterer Folge wohl auch eine Gefährdung der Währungspolitik, eine Erhöhung des Zinsniveaus und damit auch eine Verschlechterung der Qualität des Wirtschaftsstandortes mit negativen Auswirkungen für die Beschäftigung bedeutet hätten. Österreich stand vor der wirtschaftspolitischen Herausforderung, gleichzeitig die nötigen Maßnahmen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte – unter Einbeziehung der Länder- und Gemeindehaushalte – zu setzen, ohne dabei Fragen der politischen und sozialen Stabilität, der Arbeitslosigkeit und des Beschäftigungsniveaus außer acht lassen zu dürfen. Wir brauchen daher neben der Schiene des Konsolidierens auch die Schiene der Beschäftigungsoffensive in möglichst budgetschonender Form.

Es wurde heute die allgemeine Akzeptanz dieses Konsolidierungspfades angesprochen. Ich möchte erwähnen, daß vor kurzem in einem Kommentar das Konsolidierungsprogramm als mutig, unausweichlich und sozial ausgewogen bezeichnet wurde, und daß insbesondere die Art der Programmerstellung als Vorbild für die internationale Staatengemeinschaft bezeichnet wurde. Das ist kein Eigenlob, sondern ein Kommentar des Internationalen Währungsfonds, der bei seiner jährlichen Prüfung vor kurzem in Österreich die entsprechenden Maßnahmen sehr genau untersucht hat und auch die entsprechende Akzeptanz zu evaluieren versucht hat. Möglich war dies, weil in der österreichischen Bevölkerung das grundsätzliche Wissen um die Notwendigkeit eines Konsolidierungsprogrammes vorhanden war und weil die Koalitionspartner sehr eng und kooperativ zusammengearbeitet haben. So konnten sowohl die ausgaben- wie auch die einnahmenseitigen Maßnahmen dieses Konsolidierungsprogrammes gemeinsam dargestellt werden. Ich bin zutiefst überzeugt davon, wenn wir entweder den ausgabenseitigen Teil zuerst oder den einnahmenseitigen Teil zuerst dargestellt hätten oder nur einzelne Maßnahmen in die Diskussion gebracht hätten, wäre das Konsolidierungsbudget nicht gelungen. Das Verständnis in der österreichischen Bevölkerung für das Maßnahmenpaket beruht im wesentlichen, glaube ich, auf zwei Tatsachen, erstens das Wissen um die Notwendigkeit und zweitens doch das Gefühl, daß eine gewisse Ausgewogenheit, eine soziale, eine

sektorale Ausgewogenheit vorherrscht. Es ist naturgemäß so, daß die Einsparungsmaßnahmen auf der Ausgabenseite vor allem den Personalaufwand und die Sozialtransfers betreffen werden und dadurch natürlich eine Akzeptanz durch die einzelnen Bevölkerungsgruppen schwerer möglich gewesen wäre, wenn nicht gleichzeitig dokumentiert wird, daß auch auf der Einnahmenseite entsprechende ausgleichende Maßnahmen gesetzt werden.

Wir haben, um mit der Einnahmenseite zu beginnen, einem Grundsatz Rechnung getragen: Wir wollen die Qualität des Wirtschaftsstandortes Österreich nicht gefährden und damit die Möglichkeiten, weiterhin Beschäftigung durch Neuinvestitionen zu sichern, entweder durch österreichische Unternehmen oder ausländische Investoren. Das heißt, wir hatten eine gewisse Steuerkontinuität im Sinn und so wurden Forderungen nach einer Wiedereinführung z. B. der Vermögensteuer abgelehnt. Zweitens hatten wir uns zum Ziel gesetzt, die auch international attraktiven Steuersätze unangetastet zu lassen und dafür einen Weg zu gehen, der auch in so mancher ausländischen Zeitung als vernünftig beschrieben wird, nämlich die Steuerbasis zu verbreitern, also dem Sprichwort zu folgen und Steuern einheben statt Steuern anheben. Ab 1998 sollte die volle Wirksamkeit dieser Maßnahmen eintreten und ein Mehr an Körperschaftsteuer von zirka 8 Mrd Schilling bringen. Das ist eine Größenordnung von etwa 25%, bei einem derzeitigen Steueraufkommen von etwa 30 Mrd Schilling durch Körperschaftsteuer. Die Maßnahmen sind Ihnen bekannt. Es handelt sich im wesentlichen um Maßnahmen, die in Richtung eines Schließens von sogenannten Steuergestaltungsmöglichkeiten, Steuerschlupflöchern, gehen. Ich war ja selbst lange Zeit im Vorstand eines Unternehmens für Finanzen verantwortlich und mußte in dieser Funktion im Auftrag meiner Eigentümer natürlich auch Steuerminimierung betreiben. Da kommen einem Möglichkeiten wie 15% Pauschalwertberichtigung bei Exportforderungen sehr zugute, auch wenn die Exporte an die eigene Tochtergesellschaft in das „Hochrisikoland" Deutschland gehen. Solche Möglichkeiten haben wir, bei Aufrechterhalten der individuell begründeten Wertberichtigungen, abgestellt. Zur Schaffung einer Liquiditätsbrücke haben wir die Vorauszahlungen und die Körperschaftsteuer für die Jahre 1996 und 1997 um 5% erhöht und bringen zusätzlich die Verlustvorträge für 1996 und 1997 nicht zum Ansatz, dafür aber können als Bonus gleichsam die Verlustvorträge in Zukunft zeitlich unbegrenzt in Ansatz gebracht werden. Ähnliches war auch das Ziel im Bereich der veranlagten Einkommensteuer. Auch hier schien es uns wichtig, den Steuersatz unverändert zu lassen und uns dem Thema Verbreiterung der Steuerbasis zu widmen. Das Mehraufkommen in diesem Bereich wird sich in einer Größenordnung von etwa 15–17% bewegen.

Im Bereich der Lohnsteuern kommt uns natürlich die soge-

nannte kalte Progression zugute. Doch die hatten wir bereits in der Prognose berücksichtigt. Es ging uns darum, auch im Bereich der Lohnsteuer durch entsprechende Maßnahmen ein zusätzliches Aufkommen zu erreichen, und das ist in einer Größenordnung von etwa knapp unter 15% tatsächlich geschehen, in einer Form, die wir für sozial verträglich halten. Das heißt, daß das untere Einkommensdrittel in Österreich – hier liegt die Grenze bei einem Bruttoeinkommen von etwa 19.000 Schilling pro Monat – weniger beiträgt und höhere Einkommen entsprechend mehr beitragen.

Wir setzten Maßnahmen, die gedeckelt sind, aber auch solche, die durchaus progressiv wirken. Wir haben versucht, konsequent zu bleiben und nicht nur die Ausgewogenheit in der Einkommenshöhe zu betrachten, sondern auch eine Ausgewogenheit in der Art des Einkommens zu suchen, und haben daher versucht, jede Einkommensart gleichmäßig zu behandeln; wir haben uns daher auch der Frage der Zinserträge, also der Kapitalertragsteuer, gewidmet. Und hier erfolgte – als Ausnahme von der Regel – eine Steuererhöhung. Wie Sie wissen, haben wir den äußerst günstigen Satz von 22% KEST auf 25% angehoben. Eine Maßnahme, die schon Monate vorher vom Markt antizipiert worden war. Die konkrete Wirkung dieser Maßnahme hat sich daher bis dato nicht negativ auf den österreichischen Finanzmarkt ausgewirkt. Auch im Bereich der Erbschaftsteuer und der Versicherungssteuern gibt es die eine oder andere Korrektur.

Alles in allem ist es ein großes Unterfangen gewesen, und ich bin überzeugt davon, daß wir nicht viel mehr Spielraum gehabt hätten als diese zirka 33 Mrd Schilling, die dem Bundeshaushalt an zusätzlichen Steuereinnahmen zufließen. Ich darf noch erwähnen, daß sich natürlich aufgrund der österreichischen Systematik des Finanzausgleiches, wonach den Ländern und Gemeinden definierte Ertragsanteile aus der jeweiligen Steuerart zugute kommen, diese 33 Mrd Schilling für den Bundeshaushalt auf etwa 45 bis 46 Mrd Schilling für alle öffentlichen Haushalte erweitern.

Ähnlich schwierig und an die Grenzen gehend, wie es im Einnahmenbereich war, war auch die Maßnahmenbündelung im Ausgabenbereich. Unser Vorsatz war – und wurde sehr konsequent durchgeführt –, nicht den leichten Weg zu gehen und Investitionen und Ermessensausgaben zu kürzen, sondern grundsätzlich als Ziel den Erfolg 1995, also die Ausgaben des Jahres 1995, für die Jahre 1996 und 1997 je Ausgabenkategorie festzuschreiben. Das ist z. B. im Bereich des Personalaufwandes nicht einfach, weil es automatische Lohnsteigerungsfaktoren gibt, wie z. B. die zweijährige Vorrückung, die Sie nicht unterbinden können, und ähnliches mehr, so daß wir in Ergänzung zur sogenannten Null-Lohnrunde, die mit dem gesamten öffentlichen Dienst vereinbart wurde, auch im Bereich des Personalstandes entsprechende Senkungen durchführen mußten, um das Ziel der

Stabilisierung des Personalaufwandes für die Jahre 1995, 1996 und 1997 inklusive des Pensionsaufwandes für die öffentliche Hand zu erreichen.

Im Bereich der Sozialtransfers gab es einen weiteren Schwerpunkt. Um das soziale System in Österreich zu erhalten, müssen wir gewisse Mißbrauchsmöglichkeiten, gewisse Tendenzen, die sich in der Vergangenheit eingebürgert hatten, unterbinden. Denken wir nur daran, daß die Österreicher in den letzten Jahren trotz fortschrittlicher Medizin scheinbar immer kränker wurden und immer früher in Pension gingen. Es gibt daher nun ein Maßnahmenpaket, das in seiner vollen Wirksamkeit erst weit nach dem Jahr 1997 budgetentlastend sein wird. Dazu kurz ein Beispiel: Wir haben eine gravierende Strukturveränderung im Bereich des öffentlichen Dienstes erreicht. Wenn jemand vor dem 60. Lebensjahr im öffentlichen Dienst in Pension geht, bekommt er pro Jahr, das er früher in den Ruhestand tritt, 2 Prozentpunkte Abschlag bei seiner zukünftigen Pension. Das heißt, wenn jemand seine Pension fünf Jahre früher antreten will, wird sein Pensionsanspruch um 10% geringer sein als bei voller Dienstzeit, und das bis an den Rest seines Lebens inklusive Witwen- und Waisennachfolger. Die Ersparnis im Jahr 1997 wird sich in der Größenordnung von 600–700 Mio Schilling bewegen. Aber bereits im Jahr 1999 wird diese Maßnahme Einsparungen von mehreren Milliarden Schilling bedeuten. Ähnliches gibt es auch im Bereich des allgemeinen Sozialversicherungssystems, also des Pensionsrechts für Arbeiter und Angestellte. Auch hier sind eine Reihe von Maßnahmen gesetzt worden, um diesem Trend der Frühpensionierung nachhaltig entgegenzuwirken, mit den erwünschten Einsparungseffekten in voller Höhe erst weit in den Folgejahren.

Ein weiteres Maßnahmenpaket war, konkret Schritte gegen den Mißbrauch des Staates, wie illegale Beschäftigung, Schwarzarbeit und ähnliches mehr zu unternehmen. Ich glaube, daß auch in diesem Bereich Maßnahmen getroffen wurden, die erst in den Folgejahren erstens ihre volle Wirksamkeit enfalten und zweitens einen unbezahlbaren Hygienefaktor in sich bergen werden. In Zukunft wird das Sozialsystem jenen zur Verfügung stehen, die es tatsächlich brauchen und nicht mißbrauchen.

Wir waren auch mutig genug, familienpolitische Leistungen, bei denen Österreich in den letzten Jahren eine Vorreiterrolle hatte, wieder etwas zurückzunehmen. Wir mußten, um die Finanzierbarkeit der familienpolitischen Leistungen insgesamt zu erhalten, das für zwei Jahre ausbezahlte Karenzgeld wieder zurücknehmen. Ich möchte in diesem Zusammenhang darauf hinweisen, daß sich die Sozialminister der Europäischen Union vor kurzem geeinigt haben, drei Monate Karenz unbezahlt als Mindeststandard in der EU zu vereinbaren, und an diesem Beispiel der familienpolitischen Leistungen auch klarmachen, daß es uns auch um eine soziale Absicherung ging. Wenngleich wir die Geburtenbeihilfe generell gestrichen haben, so stellen

wir doch in Zukunft einen Härtefonds zur Verfügung, der für sozial Bedürftige doch wieder einen Zuschuß im Falle der Geburt eines Kindes zur Verfügung stellen kann.

Eine Diskussion konnte noch nicht zufriedenstellend geführt werden. Es ist jene im Bereich der Bildung. Ich möchte die Dinge ein bißchen ins rechte Lot rücken und darauf hinweisen, daß in Österreich insgesamt für Bildung zirka 100 Mrd Schilling von seiten des Bundes ausgeben werden. Es ging uns in diesem Bereich hauptsächlich darum, die Zuwächse um ungefähr eine Milliarde Schilling pro Jahr zu senken. Wir wollen davon ausgehen, daß es den zuständigen Bundesministern gelingt, in Zusammenarbeit mit den Betroffenen, eine Lösung zu finden, die erstens diesem Gesamtkonsolidierungsziel Rechnung trägt und zweitens auch sinnvoll ist. Seitens der Studenten gibt es und gab es den einen oder anderen alternativen Vorschlag, der noch in Diskussion steht, wobei die Bundesregierung deutlich machen mußte, daß von einem Abrücken vom Konsolidierungsziel oder Sparziel nicht die Rede sein kann.

Bemerkenswert ist, daß wir erstens diesmal einen Zweijahreszeitraum erfaßt haben, d. h. Budgets für die Jahre 1996 und 1997 gleichzeitig vorgelegt haben, und zweitens – das halte ich für sehr wichtig – die Vorsitzenden der beiden Regierungsparteien beschlossen haben, daß auch alle parlamentarischen Maßnahmen, die von den beiden großen Parteien im Zusammenhang mit der Umsetzung des Budgets in der Diskussion und bei der Beschlußfassung im Nationalrat überlegt werden, von den Verhandlern dieses Konsolidierungsprogrammes persönlich abgesegnet werden müssen. Das heißt, wir haben diesmal darauf bestanden, nicht nur zwei Budgets auf einmal zu machen, sondern auch sicherzustellen, daß alle gesetzlichen Änderungen – und es sind über 100 Gesetze zu ändern – auch gleichzeitig zur Beschlußfassung gelangen. Verstehen Sie bitte diesen Wunsch eines Finanzministers, denn es gibt nichts Unangenehmeres, als wenn der Finanzminister ein Budget macht, die für den Budgetvollzug notwendigen Gesetze jedoch entweder nicht oder nur in verwässerter Form kommen. Es war daher mein Verlangen und meine Bedingung, daß wir gleichzeitig mit der Beschlußfassung dieser Budgets auch die entsprechenden Umsetzungsgesetze zur Beschlußfassung bringen.

Einen dritten Punkt möchte ich noch erwähnen, weil ich ihn für sehr bedeutend ansehe: Wir haben auch eine neue vierjährige Regelung für die Finanzverfassung zwischen Bund, Ländern und Gemeinden in Österreich geschaffen. Das ist eine neue fiskalpolitische Qualität, weil wir nun zur Kenntnis nehmen müssen, daß uns nicht wie früher nur das Bundesbudget zu interessieren hat, nicht aber die Defizite der Länder und Gemeinden. Nun sitzen wir in einem gemeinsamen Boot und haben die Gesamtverschuldung aller öffentlichen Haushalte zu betrachten. Es war daher sehr wesentlich, daß wir eine Vereinbarung treffen konnten zwi-

schen allen Bundesländern und den Vertretern der Städte und Gemeinden, daß wir uns insgesamt zu jenen 3% Defizit des Bruttoinlandsproduktes bekennen, und daß Länder und Gemeinden ihren Anteil übernehmen und ungefähr 0,3% und der Bund etwa 2,7% zum Defizit beisteuern.

Für die politische Akzeptanz war es aus meiner Sicht auch sehr wichtig, daß sich die Bundesregierung immer parallel zu den Budgetverhandlungen, und insbesondere in den letzten Wochen, sehr engagiert für Beschäftigungsoffensiven eingesetzt hat. Wir sind dabei durchaus neue Wege gegangen, wie z. B. die Finanzierung des Lückenschlusses im hochrangigen Straßennetz durch Mauteinnahmen, die für das Vorfinanzierungsmodell genützt werden können, oder die gesetzliche Realisierung von Private-public-partnership-Modellen im Bereich der Eisenbahninfrastruktur, was auch ermöglicht, daß erstmals über mehrere Jahre gesichert geplant und daher auch von der Bauwirtschaft besser kalkuliert werden kann. Wir sind erstmals dazu übergegangen, ein Unternehmen des Bundes, die Bundesimmobiliengesellschaft, tatsächlich als Verwertungsinstitut des Bundes für nicht notwendiges Vermögen einzusetzen, um daraus zusätzliche Impulse für die Konjunkturbelebung realisieren zu können. Wir haben – und ich halte das für sehr wichtig – eine Erweiterung der Energiesteuer, die im wesentlichen bisher auf Mineralölprodukte bestanden hatte, um Gas und Strom vorgenommen, wobei wir einen Teil der daraus resultierenden Einnahmen für energiesparende und umweltfördernde Maßnahmen zweckwidmen werden und damit auch neue Beschäftigungsanreize schaffen. Denn, wie Sie wissen, sind gerade Wärmedämm-Maßnahmen und ähnliches sehr beschäftigungsintensiv. Wir haben auch vereinbart, daß aus den sehr vorsichtig kalkulierten Privatisierungseinnahmen eine zusätzliche Milliarde Schilling für den Technologiefonds zur Verfügung stehen soll. Das heißt, hier sind ganz bewußt, parallel zur Konsolidierung, konkrete Finanzierungsmaßnahmen für Beschäftigungsimpulse vorgesehen worden. Und zusätzlich – und das sollten wir nicht übersehen – hat sich die Bundesregierung in ihrem Programm auch vorgenommen, kurzfristig den einen oder anderen alten Zopf in Österreich abzuschneiden. Das heißt, sich zum Beispiel dem Thema der Unternehmensgründungen verstärkt zu widmen, indem wir Genehmigungsverfahren und das Gewerberecht vereinfachen oder auch die Idee eines Gründungssparens für Jungunternehmer konkretisieren wollen. Wir wollen weiters konkrete Vorhaben für den Aufbau eines Venture-capital-Marktes in Österreich ausarbeiten, also Garantien für Risikokapital, indem wir gemeinsam mit dem Kapitalmarkt nachdenken, wie wir für Klein- und Mittelbetriebe einen funktionsfähigen Kapitalmarkt bilden können. Kollege Ditz und ich erhielten in diesem Zusammenhang vom Bundeskanzler und vom Vizekanzler den Auftrag zur Ausarbeitung eines Konzeptes zum Thema „Gründeroffensive" noch vor dem Som-

mer, mit dem Ziel einer Erleichterung von Unternehmensgründungen. Denn wir alle wissen, daß die Industrie unter dem Zwang der Produktivitätssteigerung eine sehr starke Reduktion der Beschäftigten vornehmen muß und wir in Österreich wie in den meisten europäischen Ländern daher zusätzliche Impulse aus dem Bereich der Klein- und Mittelbetriebe erwarten. In diesem Zusammenhang ist uns auch

die Stärkung der zukünftigen Exportmöglichkeiten für Klein- und Mittelbetriebe ein großes Anliegen. Wie wir wissen, sind die Klein- und Mittelbetriebe heute noch unterdurchschnittlich im Export tätig. Neben den Wachstumsmärkten im südostasiatischen Raum ist das große Wachstumspotential in Mittel- und Osteuropa nicht zu vergessen, das ja gleichsam vor unserer Tür liegt und für das es nur zusätzlicher Impulse bedürfte.

Zusammenfassend könnte man sagen, daß die beiden Schienen dieses Geleises für die politische Akzeptanz nötig waren und auch eine wichtige Voraussetzung für das österreichische Modell darstellen, ein Modell, das als Drei-Säulen-Modell bekannt ist: erstens eine produktivitätsorientierte Einkommenspolitik, zweitens eine stabilitätsorientierte Währungspolitik, die von der Oesterreichischen Nationalbank immer betrieben wurde, und drittens eine solide Finanz- und Budgetpolitik.

Versuchen wir nun, diese Gedanken auf Europa zu übertragen. Ich meine, daß in Ergänzung zu dem, was bei der letzten ECOFIN-Tagung begonnen wurde, wir doch die große politische Verantwortung haben, noch verstärkt die Akzeptanz für diese Wirtschafts- und Währungsunion in der europäischen Bevölkerung zu finden. Ich habe den Eindruck, als ob die Wirtschafts- und Währungsunion derzeit ein wenig die Funktion des Belzebuben bekommt, daß bei dem einen oder anderen Finanzmann und Politiker, aber vor allem natürlich bei den Interessensvertretern, insbesondere den Arbeitnehmervertretern, die trügerische Hoffnung entsteht, daß, wenn wir die Währungsunion verschieben oder die Maastricht-Kriterien aufweichen, plötzlich das Problem der Beschäftigung in Europa gelöst sein wird. Das ist eine trügerische Hoffnung, meine Damen und Herren. Ich bin davon überzeugt, daß gerade das exportorientierte Europa, und insbesondere natürlich Österreich als kleines, sehr stark exportorientiertes Land, von einer starken gemeinsamen europäischen Währung im globalen Wettbewerb nur profitieren kann.

Und daher haben wir uns zum Ziel gesetzt, daß Österreich in der Wirtschafts- und Währungsunion von Anfang an mit dabei ist. Wir wollen aber auch, und das ist ein Beitrag, den die österreichische Bundesregierung leistet so wie die Regie-

rungen anderer Länder – ich glaube, daß es in Deutschland ähnliche Gedanken gibt –, den Gedanken einer konkreten Beschäftigungsinitiative in die Europäische Union einbringen. Ich erlebe mit, wie wir seit Jahren über transeuropäische Netze reden. Es ist jedoch bisher nichts Konkretes passiert, weil es zugegebenerweise auf der internationalen Ebene noch viel schwieriger ist, die zunehmende Vernetzung in der Politik tatsächlich zu operationalisieren. Was meine ich damit? Ein einfaches Beispiel: Wir träumen davon, transeuropäische Bahnstrecken zumindest teilweise in Private-public-partnership-Modellen zu realisieren. Das können wir nur dann tun – und ich lasse jetzt bewußt die Themen Effizienzsteigerung bei den Bahnen, Beseitigung des Monopols bei den Bahnen usw. beiseite –, wenn die benützenden Unternehmen in der Lage sind, eine Art Maut für die Benützung der Schienenstrecken zu bezahlen. Wir können es auch nur dann tun, wenn die Bahnen in der Lage sind, gegenüber dem subventionierten Straßengüterverkehr entsprechende Preise zu verlangen. Und wir können es auch nur dann tun, wenn der Straßengüterverkehr mehr beitragen muß, also Mauten oder Straßenbenützungsgebühren und ähnliches mehr zahlt. Und das alles ist nur dann sinnvoll, wenn wir es auf einer gemeinsamen europäischen Ebene tun. Es ist daher sehr wichtig, daß mehrere Politikfelder zusammenwirken, insbesondere auch auf dem Gebiet der transeuropäischen Netze.

Gehen wir also davon aus, daß das Thema der Beschäftigung, das Thema der Arbeitsplätze auch zu einem europäischen Thema wird, ohne aber in euphorische Gedanken zu verfallen, daß es vielleicht ein zusätzliches Konvergenzkriterium geben wird. Ich hielte das für nicht realistisch, auch nicht für sehr leicht durchführbar. Aber das Thema Beschäftigung muß aus dem Diskussionsstadium herauskommen und in ein Stadium der konkreten Umsetzung gelangen. Und dies gilt auch für viele andere Maßnahmen. Wenn Sie in Peking sind, werden Sie erfreut feststellen, daß man dort ein Mobilfunknetz verwendet, das europäischen Standard hat, GMS-Standard und nicht amerikanischen Standard. Warum? Weil Europa in der Lage war, endlich einmal die protektionistischen nationalen Schranken der technischen Normen beiseite zu legen, eine gemeinsame europäische Norm zu finden, und diese gemeinsame europäische Norm hat durchaus die Chance, sich auch weltweit durchzusetzen. Und so gibt es eine Reihe von Politikfeldern, wo meiner Meinung nach hohe Potentiale für die Wettbewerbsfähigkeit der österreichischen, der europäischen Wirtschaft vorhanden sind.

Nochmals, ich halte die Frage der Beschäftigungspolitik für ein zentrales Anliegen, auch hinsichtlich der Akzeptanz der Wirtschafts- und Währungsunion, die nötig sein wird, um das angepeilte Ziel mit 1. Jänner 1999 zu erreichen. Österreich wird an einem starken Euro interessiert sein. Wir sind daher auch daran interessiert, daß die Konvergenzkriterien in ihrer

ursprünglichen Form erhalten bleiben. Wir wissen, daß es, was die Frage der Budgetdisziplin betrifft, nicht nur zum Zeitpunkt des Eintritts in die Wirtschafts- und Währungsunion einen Mechanismus geben muß, sondern auch in den Folgejahren. Auch braucht es einen Wechselkursmechanismus zwischen den Teilnehmern an der Währungsunion und den Outsidern, vielleicht ein EWS II oder ähnliches. Konkret hoffen wir, diesbezüglich beim nächsten informellen ECOFIN-Rat Fortschritte zu erzielen.

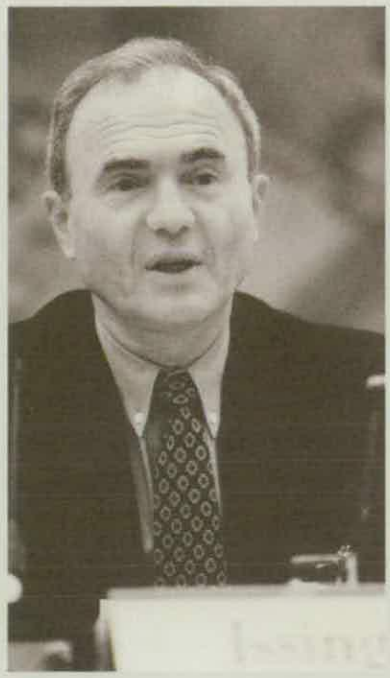
Wenn wir die gemeinsame Währung haben, wäre in einem zweiten Schritt eine Harmonisierung der Steuern von Vorteil. Wir sollten die Frage der Ökologisierung der Steuersysteme in Europa zu einem gemeinsamen Anliegen machen. Denn – eines sage ich ganz offen – das, was Österreich jetzt getan hat, ist keine ökologische Steuerreform, sondern einfach eine zusätzliche Energieabgabe mit dem Ziel, weitere Mittel für den Bundeshaushalt zu finden.

Österreich will sich darauf vorbereiten, zum 1. Jänner 1999 tatsächlich mit dabei zu sein, und so hoffe ich, daß wir dann gemeinsam, wiewohl in einer neuen Legislaturperiode, und ich schon in einer anderen Funktion, hier wieder diskutieren werden und sagen: Es war ein richtiger Schritt, sich nicht anstecken zu lassen von Pessimismus und Lethargie, sondern alle Kräfte daran zu setzen, die zwei Ziele gleichzeitig zu erreichen, zu konsolidieren und die Beschäftigung im Auge zu behalten.

Volkswirtschaftliche
Tagung 1996
Auf dem Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion
Bedingungen für Stabilität und Systemsicherheit

NATIONALBANK, 10. BIS 11. APRIL 1996, VIENNA HILTON HOTEL

Otmar Issing
Mitglied
des Direktoriums
der Deutschen
Bundesbank



ONB

Preisstabilität und Wirtschaftswachstum

vor und in der

Wirtschafts- und Währungsunion

In den Diskussionen über die Europäische Währungsunion dominierten lange Zeit die eher technischen Aspekte. Vor allem das Umstellungsszenario hat im letzten Jahr sowohl in Expertenkreisen als auch in der Öffentlichkeit – durchaus zu Recht – viel Aufmerksamkeit auf sich gezogen. Nicht minder wichtig sind allerdings makroökonomische Fragen; von daher begrüße ich es sehr, heute über „Preisstabilität und Wirtschaftswachstum vor und in der WWU" zu Ihnen sprechen zu können.

Eine Prognose im eigentlichen Sinne kann und will ich nicht abgeben. Vor allem wäre es vermessen – wenn nicht gar unseriös –, heute schon quantitative Voraussagen über Preisentwicklung und Wirtschaftswachstum für die Zeit nach Beginn der WWU machen zu wollen. Verstehen Sie meine Ausführungen deshalb eher als mögliche Szenarien mit mehr oder weniger großen Eintrittswahrscheinlichkeiten und als Problemaufriß in den Bereichen, in denen ich Risiken für Geldwertstabilität und Wirtschaftswachstum sehe.

Es bietet sich von der Themenstellung her an, zwei Phasen zu unterscheiden: die Zeit vor und die Zeit ab dem Beginn der dritten Stufe der WWU. Einige grundsätzliche Überlegungen runden den Vortrag ab.

Die Periode vor Beginn der dritten Stufe der WWU

Die Wirtschaftspolitik der einzelnen EU-Staaten ist derzeit stärker als in der Vergangenheit geprägt von dem Streben nach wirtschaftlichem Gleichklang. Dieser ist nach allgemeiner Auffassung unabdingbar, um einen reibungslosen Übergang in die letzte Stufe der WWU zu gewährleisten. Meßlatte sind dabei die sogenannten Konvergenzkriterien des Maastricht-Vertrages. In einfachen Worten: ein hohes Maß an Geldwertstabilität, die Annäherung der langfristigen Zinsen an das durch die preisstabilsten Länder vorgegebene Niveau, möglichst stabile Wechselkurse und die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen. Diese Anforderungen diktieren den Aufgabenkatalog der Wirtschaftspolitik in allen Mitgliedstaaten. Die Bedingungen des Maastricht-Vertrages für die zweite Stufe – multilaterale Überwachung der Wirtschaftspolitik und die anstehenden Konvergenzberichte – üben einen erheblichen Druck auf Regierung und Notenbank in jedem Mitgliedstaat aus.

Der Erfolg der Politik wird in der Öffentlichkeit letztlich an der Erfüllung der Kriterien für den Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion gemessen. Dieser Handlungszwang und Rechtfertigungsbedarf ist im Maastricht-Vertrag, der schließlich nach dem dafür verfassungsmäßig in jedem Lande vorgesehenen Verfahren ratifiziert wurde, festgeschrieben. Zweifel an der Sinnhaftigkeit des damit

verbundenen Prozesses stellen den Vertrag selbst in Frage. Im übrigen scheint nicht zuletzt vielerorts die Einsicht gewachsen zu sein, daß eine auf Preisstabilität und solide Staatsfinanzen ausgerichtete Geld-, Wirtschafts- und Finanzpolitik ohnehin unverzichtbare Voraussetzung für eine gedeihliche Wirtschaftsentwicklung auf lange Sicht ist.

Mit Blick auf die Geldwertstabilität sind die Konvergenzbemühungen in vielen Ländern nicht ohne Erfolge geblieben. Die durchschnittliche Inflationsrate der 15 EU-Staaten ist mit knapp 3% derzeit so niedrig wie nur selten zuvor in der Geschichte der EU, und die Prognosen beispielsweise der OECD deuten auf ein weiteres Sinken hin.[1] Gleichwohl erfüllen nach dem Ende letzten Jahres veröffentlichten Konvergenzbericht des EWI vier Länder dieses Stabilitätskriterium nicht.[2] Anstrengungen sind insbesondere bei denen nötig, die das Kriterium verfehlen, aber auch die anderen dürfen in ihrem Streben nach Bewahrung der Geldwertstabilität nicht nachlassen. Im Kampf gegen die Inflation sind beständige Wachsamkeit und die Ausdauer des Marathonläufers vonnöten – und nicht die auf die kurze Strecke konzentrierten Qualitäten eines Sprinters. Kurzfristig realisierte Erfolge bei der Rückführung von Inflationsraten zählen wenig, wenn sie umgehend wieder verspielt werden, weil andere gesamtwirtschaftliche Ziele vordringlicher erscheinen.

Diese Warnung scheint mir nicht fehl am Platze zu sein. Denn gegenwärtig gilt die Sorge in Politik und Öffentlichkeit nicht so sehr der Inflationsentwicklung, sondern sehr viel stärker der Konjunktur. Nach der Rezession zu Beginn der neunziger Jahre hatte die Wirtschaft in der Gemeinschaft zwar wieder Tritt gefaßt, die Wachstumsraten blieben jedoch vielerorts vergleichsweise bescheiden und die Beschäftigungsprobleme haben insgesamt gesehen eher noch zugenommen. Die verfügbaren Daten zeigen zudem, daß die Wachstumsdynamik vor allem in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres spürbar nachgelassen hat; gegenwärtig spricht wenig dafür, daß eine kräftige Erholung unmittelbar bevorsteht.

Zwischen dem Streben nach einer Konsolidierung der Staatsfinanzen und den nur schwachen Aufschwungkräften in Europa wird dabei nicht selten ein kausaler Zusammenhang gesehen. Befürchtet wird, daß eine anhaltend restriktive Finanzpolitik zu einem finanzpolitischen „overkill" führen könnte, da praktisch alle EU-Staaten, in dem Bemühen die Haushaltskriterien des Maastricht-Vertrages zu erfüllen, versuchen, die Staatsausgaben zu drosseln und die Einnahmen zu erhöhen.

Ist diese Sorge berechtigt?

Die angeführte Argumentation ist für meine Begriffe zu vordergründig und beinahe ausschließlich auf den kurzfristigen Ausfall von Nachfrage ausgerichtet. Sicherlich, Einschränkungen der Staatsausgaben oder Steuererhöhungen dämpfen – für sich genommen – zunächst einmal die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, und man

1 *Vgl. OECD, Economic Outlook 58, December 1995.*

2 *Vgl. EWI, Progress towards convergence, November 1995, S. 5 ff.*

mag sich durchaus fragen, ob die gegenwärtige „Wachstumspause" der geeignetste Zeitpunkt ist, einen strikten Konsolidierungskurs zu fahren. Jetzt rächt sich, daß die allermeisten Regierungen es versäumt haben, unmittelbar nach Abschluß des Maastricht-Vertrages das Steuer in der Budgetpolitik herumzureißen. Seit Ende 1991 wurde viel Zeit verschenkt! Es hat sich damit wieder einmal bewahrheitet, daß Sparnotwendigkeiten immer erst dann in politisches Handeln umgesetzt werden, wenn die Zwänge übermächtig geworden sind. Den Konsolidierungsdruck allein dem Maastricht-Vertrag anzulasten, wäre im übrigen nicht sachgerecht. Auch ohne das Vorhaben WWU ist die Finanzpolitik in den meisten EU-Staaten angesichts der immer bedrohlicheren Schuldendynamik und der absehbaren Lasten durch die Entwicklung im Altersaufbau der Bevölkerung zum Umdenken gezwungen.

Die Betonung der kurzfristigen Nachfrageeffekte verstellt den Blick auf die längerfristigen Wachstumseffekte einer konsequenten Konsolidierungspolitik. Auch wenn das Theorem der Ricardianischen Äquivalenz, wonach Veränderungen im staatlichen „Sparverhalten" voll von gegenläufigen Entwicklungen bei den privaten Ersparnissen ausgeglichen werden, strengen empirischen Tests nicht standhält, so hat doch das Bewußtsein zugenommen, daß die öffentliche Kreditaufnahme von heute höhere Steuern in der Zukunft indiziert. Umgekehrt heißt dies: Eine Rückführung der Budgetdefizite ließe zumindest tendenziell eine niedrigere Steuerbelastung erwarten und könnte damit die private Nachfrage stützen.

Ein zweites kommt hinzu: Empirische Untersuchungen haben die schon lange gehegte Vermutung bestätigt, daß eine Zunahme der öffentlichen Verschuldung mit einem Anstieg der Realzinsen einhergeht[3]. Auch von dieser Seite ergibt sich die Notwendigkeit zur Konsolidierung der aus dem Ruder gelaufenen Staatsfinanzen, sollen nicht private Investitionen zurückgedrängt werden. Nimmt man beides zusammen, so ist ein überzeugender Konsolidierungspfad zumindest auf längere Sicht der Schlüssel für mehr Wachstum, höhere Investitionen und mehr Beschäftigung.

Manche Studien legen sogar die Vermutung nahe, daß unter bestimmten Umständen auch schon kurzfristig die positiven Erwartungseffekte stärker zu Buche schlagen können als die negativen Nachfrageeffekte; dies gilt offenbar vor allem für Länder mit einer besonders unsoliden Finanzpolitik in der Vergangenheit[4]. Wenngleich dieser Befund nicht so ohne weiteres von einzelnen – relativ kleinen – Ländern auf eine ganze Ländergruppe vom Gewicht der EU übertragen werden kann, so spricht doch im Ganzen gesehen wenig für ein weiteres Zuwarten bei der Haushaltskonsolidierung und das Hoffen auf eine günstigere konjunkturelle Konstellation. Zu diesem Schluß kommt im übrigen auch der IWF, der in einem neuen Stabspapier verschiedene Konsolidierungspfade auf ihre gesamtwirtschaftlichen Wirkungen

3 *IMF: World Economic Outlook, May 1995, S. 86 f.*

4 *IMF: World Economic Outlook, May 1995, S. 24 f.*

hin untersucht hat. Im Ergebnis scheint eine rasche und glaubwürdige fiskalische Anpassung die beste Strategie zum Erreichen der Ziele Geldwertstabilität und Wirtschaftswachstum zu sein.

Lassen Sie mich einen wichtigen Punkt in diesem Zusammenhang hinzufügen. Der Maastricht-Vertrag hat quantitative Kriterien für die Finanzpolitik vorgegeben – und mit Blick auf die politische Umsetzung war dies sicherlich auch richtig so. Hinsichtlich der Wachstumswirkungen reicht es aber nicht aus, bei der quantitativen Konsolidierung stehenzubleiben; von daher gesehen ist eine qualitative Konsolidierung mindestens genauso wichtig. Um es plakativ auszudrücken: Einen defizitären Staatshaushalt kann man über höhere Steuern oder über eine Beschneidung der Ausgaben ausgleichen. In den allermeisten Ländern dürfte der letztere Weg einem nachhaltigen Wachstum besser dienen – vor allem wenn an den konsumtiven Ausgaben angesetzt wird.

Die Diskussion über Sinn und Unsinn – mehr und mehr wird das letzte behauptet – der fiskalpolitischen Konvergenzkriterien läßt es geboten erscheinen, noch einmal zu betonen: Der Maastricht-Vertrag wurde im Dezember 1991 vereinbart – danach wurde der Startschuß für das Rennen mit dem Ziel Währungsunion gegeben. Wer die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen aufschiebt oder sogar Defizite und Schuldenstand erhöht, – in der EU ist die Schuldenquote zwischen 1991 und 1995 im Durchschnitt von 56% auf nicht weniger als 71% gestiegen[5] – muß das Signal absichtlich überhört haben; dabei hat sich doch jeder für die Teilnahme an diesem Wettbewerb beworben. Auf den Tenor nicht weniger wissenschaftlicher Beiträge bezogen: Je länger man die Konsolidierung verschiebt, desto weniger wahrscheinlich ist die Realisierung der finanzpolitischen Konvergenzkriterien – und am Ende ist dieses Bemühen, zusammengedrängt auf eine kurze Zeitspanne, offensichtlich politisch wie ökonomisch absurd. Nur am Vertrag und seinen Bedingungen liegt das nicht, mit einer Zeitspanne von (maximal) rund 7 Jahren glaubte man, genügend zeitlichen Spielraum für den Konvergenzprozeß einzuräumen.

Inflation und Wirtschaftswachstum in der Währungsunion

Mit dem Eintritt in die Währungsunion – so die Verheißung – wird alles besser. Nimmt man manche Versprechungen für bare Münze, dann beginnt mit der Währungsunion beinahe ein „goldenes Zeitalter".

- Der Euro werde „eine starke und stabile Währung", ja „eine der besten Währungen der Welt" sein, so argumentierte die EG-Kommission in ihrem Grünbuch zum Übergangsszenario. Äußerungen, der Euro werde mindestens so stabil sein wie die D-Mark, klingen dagegen schon fast bescheiden.
- Der WWU werden niedrigere Zinsen, ein höheres Wachstum und „wertvolle Gewinne" für die öffentlichen Haushalte zugeschrieben.[6] Die Schätzungen der

5 *Vgl. EWI, a. a. O. S. 21.*

6 *Vgl. EG-Kommission, Ein Markt, eine Währung. Potentielle Nutzen und Kosten der Errichtung einer Wirtschafts- und Währungsunion – eine Bewertung. Europäische Wirtschaft Nr. 44, Oktober 1990.*

Kommission lassen im Mittel ein um jährlich 0,7 Prozentpunkte höheres Wachstum des BIP über einen Zeitraum von zehn Jahren erwarten.[7]

– Auch der Blick auf den Arbeitsmarkt verspricht positive Effekte des gemeinsamen Geldes. Die EG-Kommission erwartet, daß die Währungsunion die Beschäftigung anregt und zusätzliche Arbeitsplätze schafft.[8]

Derartige Versprechungen sind leicht gemacht, aber wird man sie auch einhalten können? Hier ist Vorsicht angezeigt. Unbestreitbar liegt im Prozeß der Währungsvereinheitlichung ein großes Potential wirtschaftlicher Vorteile. So fallen Transaktionskosten weg, werden Wechselkursrisiken vermieden, und es verbessert sich möglicherweise in dem größeren Währungsgebiet die Kapitalallokation. In einem Atemzug ist dabei aber immer auf die ebenso selbstverständliche wie schwer zu verwirklichende Bedingung hinzuweisen: Dies alles kann nur dann Wirklichkeit werden, wenn das gemeinsame Geld auch stabil sein wird! Im übrigen sollte man sich jedoch davor hüten, sich mit den genannten Vorteilen quasi reich zu rechnen:

– Die „Einsparungen" an Transaktionskosten werden zumeist überschätzt, da die mit der Einführung der einheitlichen Währung verbundenen Umstellungskosten entweder nicht gesehen oder zu niedrig veranschlagt werden.[9] In einer überzeugenden Kosten-Nutzen-Rechnung müßte zudem angemessen berücksichtigt werden, daß die Umstellungskosten bereits im Vorfeld und zu Beginn der WWU anfallen, die Transaktionskosten aber erst später und über viele Jahre hinweg verteilt eingespart werden können.

– Auch das Wechselkursargument verlangt nach einer Differenzierung: Der Vermeidung von Wechselkursrisiken auf der einen Seite steht der Verlust des Wechselkursinstruments auf der anderen Seite gegenüber. Inwieweit Wechselkursrisiken für die Unternehmen in der europäischen WWU tatsächlich ausgeschaltet werden, hängt dabei entscheidend von der Anzahl der Teilnehmerländer an der Union ab; wichtig ist auch, um welche Länder es sich handelt. Nimmt man die Konvergenzkriterien bei der Auswahl der Mitgliedstaaten ernst, kann aus heutiger Sicht wohl nur ein relativ kleiner Kreis stabilitätsbewußter Länder von Beginn an dabeisein. Die Währungen gerade dieser Länder waren aber in der jüngeren Vergangenheit kaum größeren Wechselkursschwankungen ausgesetzt. Wechselkursrisiken im Verhältnis zu den EU-Ländern, die 1999 nicht beitreten können oder wollen, wird es weiterhin geben – ganz abgesehen von den Risiken im Verhältnis zum Dollar oder zum Yen.

– Unverrückbar feste Austauschrelationen sind nur zwischen solchen Ländern ein wirklicher Vorteil, die

7 *A.a.O. S. 91*

8 *Vgl. EG-Kommission, Grünbuch über die praktischen Fragen des Übergangs zur einheitlichen Währung, Brüssel 1996, KOM (95) 333, S. 2 f.*

9 *„Diesen Effizienzgewinnen müßten die mit der Einführung der einheitlichen Währung verbundenen Kosten gegenübergestellt werden. Da diese jedoch nur ein einziges Mal anfallen, dürften sie gering sein im Vergleich zu den mit einer gemeinsamen Währung verbundenen Effizienzgewinnen, die auf unbegrenzte Dauer zu realisieren sein werden." Ebd. S. 75.*

zum einen in ihrer Wirtschaftsentwicklung und Wirtschaftspolitik ein so hohes Maß an Konvergenz erreicht haben, daß sie des Wechselkursinstruments als Notventil nicht mehr bedürfen. Zum anderen müssen die beteiligten Volkswirtschaften eine hinreichend große strukturelle Flexibilität aufweisen, um künftige asymmetrische exogene Schocks ohne Rückgriff auf Wechselkursänderungen angemessen bewältigen zu können. Sind diese Voraussetzungen nicht gegeben, dann verdecken stabile nominale Wechselkurse Verwerfungen im Wirtschaftsgeschehen zwischen den beteiligten Ländern. Diese äußern sich in einem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit, in steigender Arbeitslosigkeit, möglicherweise in Forderungen nach Transferzahlungen auf der einen Seite sowie in Fehlentwicklungen der Nachfrage nach Exportgütern und in einer verzerrten Preis- und Produktionsstruktur auf der anderen Seite. Der (scheinbare) Vorteil von Wechselkurssicherheit kann dann schnell in einen Wohlfahrtsverlust für alle Mitgliedsländer umschlagen.

– Die zentralen ökonomischen Vorteile, wie ein höheres Maß an Preisstabilität im Durchschnitt der WWU-Länder, niedrigere Zinsen oder eine stärkere Disziplinierung der Finanzpolitik sind insofern asymmetrisch verteilt,[10] als die bereits in der Vergangenheit „solideren" Länder in geringerem Umfang daran teilhaben werden als diejenigen Länder, die auf eine weniger lange Stabilitätstradition zurückblicken können. Immerhin: Für die Union als Ganzes erwarten die Befürworter der WWU einen beträchtlichen Wachstumsschub und positive Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt.

– Die hohe Arbeitslosigkeit in der EU ist in der Tat das gravierendste ökonomische Problem in der Gemeinschaft; es ist also kein Wunder, daß durch die WWU eine Besserung gerade in diesem Bereich erhofft wird. Allerdings scheint mir die Argumentationskette Errichtung der WWU = mehr Wachstum = höhere Beschäftigung = Abbau der Arbeitslosigkeit brüchig zu sein. Die Arbeitsmarktprobleme in der EU sind nicht primär durch ein – letztlich bescheidenes – Mehr an Wachstum zu lösen; als vordringlich ist vielmehr ein Aufbrechen von Verkrustungen am Arbeitsmarkt zu fordern. Selbst ein ausgewiesener Kenner wie Daniel Gros, der sich engagiert für die europäische Währungsunion einsetzt, bezweifelt, daß diese langfristig positive Beschäftigungseffekte auslösen wird. Er schreibt: „... it is reasonably certain that EMU will have little impact on unemployment in the long run, ..."[11]. Und an anderer Stelle: „Almost all policies that have the potential to reduce structural unemployment in a major way ... remain under the

10 *Dies gilt unter anderem auch für das Transaktionskostenargument, worauf die EG-Kommission zu Recht verweist.*

11 *D. Gros: Towards Economic and Monetary Union: Problems and Prospects, CEPS Paper No 65, Brüssel 1996, S. 27.*

responsibility of national governments."[12]

Was bleibt, sind politische Gründe, die für eine Währungsunion ins Feld geführt werden. Diese besitzen zu Recht hohes Gewicht. Die Währungsunion ist insoweit als ein Element einer immer enger werdenden politischen Integration in Europa zu verstehen. In diesem Zusammenhang ist allerdings zu fragen, ob das in Maastricht entworfene „europäische Haus" mit einer tragfähigen Statik versehen wurde; denn der Vertrag beinhaltet eine unübersehbare Diskrepanz zwischen der Währungsunion einerseits und der Politischen Union andererseits. Aus dieser Diskrepanz könnten Gefährdungen für die hier thematisierten gesamtwirtschaftlichen Ziele erwachsen – insbesondere im Hinblick auf die Stabilität der künftigen Euro-Währung.

Zwar enthält der Maastricht-Vertrag die ohne Zweifel wichtigsten Elemente zur Sicherung des Geldwerts: Unabhängigkeit des Europäischen Zentralbanksystems, Priorität des Ziels der Preisstabilität und Verbot der direkten Staatsfinanzierung durch die Notenbank. Dem Rat der EZB verbleibt jedoch ein Entscheidungsspielraum, und es ist aus heutiger Sicht kaum abzuschätzen, wie er diesen nutzen wird. So ist zu fragen, ob sich der Rat völlig von den wirtschaftspolitischen Grundströmungen der jeweiligen Zeit wird lösen und tagespolitischem Druck standhalten können. Stabilitätsgefährdungen gerade unter wirtschaftlich schwierigen Bedingungen entschlossen entgegenzutreten, verlangt Mut – und bedarf in aller Regel der Unterstützung durch andere Politikbereiche.

Dies wird nicht überall so gesehen. Nach einer weitverbreiteten Auffassung sichern die für die Europäische Zentralbank geschaffenen Bedingungen nicht nur die Stabilität des Geldwerts, sie disziplinieren auch die übrigen Akteure des Wirtschaftsgeschehens. Lohnpolitik und Finanzpolitik stehen insofern quasi unter dem Diktat der Geldpolitik, als die EZB aufgrund ihrer Unabhängigkeit unbeirrt von äußeren Einflüssen das ihr vorgegebene Ziel der Preisstabilität verfolgt. Stabilitätskonforme Lohnabschlüsse und eine solide Finanzpolitik sind nach dieser Auffassung Folge und nicht Voraussetzung wertstabilen Geldes.

Diese Argumentation steht und fällt mit ihrer zentralen Voraussetzung – der quasi exogenen, stabilitätsgerechten Beschränkung des Geldangebots. Wer die Geldpolitik in dieser zentralen, gleichsam alles beherrschenden Rolle sieht, verlangt von ihr mehr, als eine nationale Notenbank unter dem Papierstandard je leisten mußte und geleistet hat. Man darf wohl darauf vertrauen, daß die EZB – gestützt auf ihr Statut – ihren Beitrag leisten wird. Kann sie aber ihren stabilitätspolitischen Kurs unter allen Umständen durchhalten? Wird der Vorwurf an die EZB, sie verweigere ihren „Beitrag für Wachstum und Beschäftigung" nicht allzu schwer auf dem Entscheidungsgremium lasten? Könnten die gesamtwirtschaftlichen Kosten eines konträren Verhaltens von Geldpolitik auf der einen und

12 A. a. O. S. 4.

Finanz- und Lohnpolitik auf der anderen Seite nicht bald tatsächlich zu hoch werden? Gerät unter diesem Zweifel, den die EZB als neu geschaffene Institution nicht durch Verweis auf in der Vergangenheit erworbene Reputation ausräumen kann, die Geldpolitik nicht zwangsläufig in die Falle der zeitlichen Inkonsistenz?

Mit Blick auf die Finanzpolitik hat der Maastricht-Vertrag die Notwendigkeit, die Stabilitätspolitik auf einen zweiten Pfeiler zu stützen, im Prinzip auch anerkannt. Die „No-bail-out-Klausel" und das Haushaltsüberwachungsverfahren sollen sicherstellen, daß die Geldpolitik der EZB nicht durch ein stabilitätsgefährdendes Verhalten einzelner Staaten konterkariert wird. Die Bestimmungen des Vertrages reichen nach weitverbreitetem Verständnis allerdings nicht aus. Das Argument von der disziplinierenden Wirkung guten Geldes gewönne erheblich an Überzeugungskraft, wenn sich die Teilnehmerstaaten an der Währungsunion bereitfänden, vertraglich klare Vorkehrungen zu treffen, die den Weg in ausufernde Staatsverschuldung verbauen und fiskalische Alleingänge einzelner Mitgliedstaaten ebenso ausschließen wie Fehlverhalten im Gleichschritt aller. Der von dem deutschen Finanzminister Waigel angeregte Stabilitätspakt weist deshalb in die richtige Richtung. In anderen Ländern, denen die Geldwertstabilität ebenfalls besonders am Herzen liegt, wurde dieser Vorschlag positiv aufgenommen.

Feste Obergrenzen für die Budgetdefizite, wie sie der Maastricht-Vertrag mit seinem Limit von 3% vorsieht, sind umstritten. Kritiker sehen darin eine zu weitgehende Einschränkung des nationalen finanzpolitischen Spielraums – zumal der Wechselkurs als Anpassungsinstrument in der Währungsunion nicht mehr verfügbar sei. Vor allem in konjunkturellen Abschwungphasen werde damit der Finanzpolitik jeglicher Spielraum für ein Gegensteuern genommen.

Diese Argumentation ist nicht stichhaltig; das zeigen auch die oben angeführten Untersuchungen. Das Defizitkriterium von 3% ist als Obergrenze in wirtschaftlich schwierigen Zeiten zu interpretieren; für konjunkturelle Normallagen wäre es viel zu hoch angesetzt, wollte man nicht ein Weiterdrehen der Schuldenspirale riskieren. Es ist also an den finanzpolitisch Verantwortlichen, für den nötigen Spielraum zum Durchwirken der „automatischen Stabilisatoren" im Falle einer Rezession zu sorgen. Der Stabilitätspakt trägt dem insofern Rechnung, als er in einer Situation ohne Verspannungen ein niedrigeres Defizit von 1% des BIP vorsieht – ganz abgesehen von einer Hochkonjunktur, in der eigentlich Überschüsse erzielt werden müßten. Von daher gehen auch Forderungen nach einer Ausweitung des Gemeinschaftshaushalts zur Glättung von Konjunkturschwankungen am Kern des Problems vorbei.

Auch mit Blick auf die Lohnpolitik sind Zweifel angebracht, ob sich die behaupteten disziplinierenden Wirkungen der Währungsunion in der vorgesehenen Weise entfalten. Werden die Tarifparteien künftig tatsächlich über Löhne in dem Bewußtsein verhandeln, daß der

Verteilungsspielraum bei stabilem Geldwert durch den Produktivitätsfortschritt innerhalb der Branche und der Region begrenzt wird? Oder wird nicht die Erwartung vorherrschen, die EZB werde bei stabilitätswidrigem Verhalten der Tarifvertragsparteien zur „Schadensbegrenzung" schon einen laxeren Kurs einschlagen?

Die Schwierigkeiten, vor denen die Lohnpolitik in der Währungsunion stehen wird, sollten nicht unterschätzt werden. Mit dem Wegfall der „Wechselkursillusion" werden Lohnunterschiede transparenter werden; dies wird nach aller Erfahrung einen Druck zur Lohnangleichung auslösen. Ohne Beeinträchtigung von Wachstum, Beschäftigung und Geldwertstabilität wird eine Einebnung der Lohnunterschiede allerdings nur bei entsprechend unterschiedlichen Produktivitätssteigerungen möglich sein. Rasche Erfolge sind hier nicht zu erwarten. Ebenso schädlich wie eine forcierte Lohnangleichung wäre eine „Europäisierung" der Lohnpolitik in dem Sinne, daß einheitliche Tariferhöhungen innerhalb des gemeinsamen Währungsgebietes vereinbart werden. Hierdurch würden nicht nur die bestehenden Lohnunterschiede festgeschrieben, auch eine differenzierte Reaktion auf die konkrete Arbeitsmarktsituation der jeweiligen Branche oder Region wäre damit von vornherein ausgeschlossen. Letztlich führt kein Weg daran vorbei, daß von der Lohnpolitik ein hohes Maß an Flexibilität erwartet werden muß, soll die Währungsunion nicht unerträglichen Spannungen ausgesetzt werden.

Als Vertrauen schaffender Akt inzwischen ohnehin kaum verzichtbar, wäre der Stabilitätspakt auch in diesem Zusammenhang politisch außerordentlich nützlich: Ein vertraglich abgesichertes Bekenntnis der Finanzpolitik zur stabilitätspolitischen Mitverantwortung bliebe sicherlich nicht ohne Ausstrahlung auf die Lohnpolitik. Können die Tarifvertragsparteien weder von der Geldpolitik noch von der Finanzpolitik ein „Ausbügeln" falscher Lohnsetzungen erwarten, dann würde das die Chance auf arbeitsmarkt- und produktivitätsgerechte Tarifabschlüsse aller Voraussicht nach erhöhen.

Völlig in die falsche Richtung gehen indes Vorschläge, dem Dilemma der Lohnpolitik mit der Errichtung einer Sozialunion „auszuweichen". Dabei soll keineswegs die Bedeutung einer sozialen Abfederung des Strukturwandels in der WWU negiert werden – hier hat die Sozialpolitik ohne Zweifel ihre Berechtigung. Sozialunion in der Diskussion um die WWU meint aber etwas ganz anderes: Sozialunion meint Harmonisierung von Sozialstandards – und zwar Harmonisierung auf höchstem Niveau. Gefordert wird eine umfassende und strenge Regulierung des Arbeitsmarktes, um Anpassungszwängen zu entgehen.

Die Folgen einer derartigen Politik sind unschwer vorauszusehen. Bei unabänderlich festen Wechselkursen würde die Harmonisierung von Sozialstandards in der genannten Art die Möglichkeiten der nationalen wie der regionalen Arbeits-

märkte, auf asymmetrische Schocks zu reagieren, drastisch vermindern. Angesichts der relativ geringen Mobilität von Arbeitskräften in der EU wird sich dies in steigender Arbeitslosigkeit in den betroffenen Regionen niederschlagen, wodurch rasch Forderungen nach Transferzahlungen laut würden. Der Einstieg in einen umfassenden Finanzausgleich wäre damit programmiert. Hierfür gibt es in der Gemeinschaft – wenn ich das recht sehe – keine Mehrheiten; im Gegenteil – die Frage der angemessenen Lastenverteilung innerhalb der EU ist heute schon eine Quelle dauernder Streitigkeiten. Letztlich kann dies nur bedeuten, daß sich auch die Sozialpolitik den Spielregeln der Währungsunion fügen muß. Die Sozialstandards können nur entsprechend der ökonomischen Basis eines Landes festgelegt und im Einklang mit den Veränderungen der Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft angepaßt werden.

Preisstabilität und Wirtschaftswachstum durch die Währungsunion? – Ein Fazit

Artikel 2 des EU-Vertrages definiert die Aufgabe der Gemeinschaft. Danach soll durch die Errichtung des Gemeinsamen Marktes und der WWU unter anderem „ein beständiges, nicht-inflationäres und umweltverträgliches Wachstum" gefördert werden. Ich habe versucht aufzuzeigen, daß die Ziele Geldwertstabilität und angemessenes Wirtschaftswachstum durch die Währungsunion nicht automatisch erreicht werden. Vor allem hinsichtlich des Stabilitätszieles sind weitere Absicherungen nötig, soll der Euro den gemachten Stabilitätsversprechungen möglichst nahe kommen. Befürchtungen, ein strikter Stabilitätskurs der EZB und eine vertraglich vereinbarte „solide" Finanzpolitik wären dem Wirtschaftswachstum abträglich, sind – wie empirische Untersuchungen gezeigt haben – nicht berechtigt.[13]

Zentralbanker stehen gelegentlich in dem Ruf, Skeptiker zu sein. Mit Blick auf die Währungsunion werden ihnen dann ihre Bedenken und Einwände schnell zum Vorwurf gemacht. Um die europäische Integration tatsächlich voranzubringen, um Irrwege und Sackgassen von vornherein soweit wie möglich auszuschließen, sind allerdings nicht nur Visionäre gefragt. Wer um die schwierige Aufgabe weiß, die Geldwertstabilität im nationalen Rahmen gegen inflationäre Einflüsse aus anderen Bereichen der makroökonomischen Politik und gegen den Druck derer zu verteidigen, deren Fehlverhalten diese Tendenzen ausgelöst hat, der fragt ganz nüchtern nach den Gründen, warum dies in der Währungsunion leichter gehen sollte. Aus dieser Perspektive erscheint es allemal besser, sich auf die vorhersehbaren Schwierigkeiten vorzubereiten und anhaltend Stabilität in der Vorbereitungsphase anzumahnen. Nur dann erfolgt der Start auf solidem Fundament, nur dann wird aus einem riskanten Versuch ein gelungenes Experiment, das in der Währungsgeschichte ohne Beispiel ist.

13 *Vgl. auch S. Fischer, Modern Central Banking, in: The Future of Central Banking. The Tercentenary Symposium of the Bank of England, Cambridge 1994, der nach Auswertung verschiedener Untersuchungen zu dem Schluß kommt, daß „... the improved inflation performance associated with increased CBI (central bank independence, O. I.) does not come at a cost in terms of foregone growth." S. 296.*

Helmut Kramer
Österreichisches
Institut für
Wirtschafts-
forschung

Kommentar zu:

Preisstabilität und Wirtschaftswachstum vor und in der Wirtschafts- und Währungsunion

Wirtschaftspolitik ist nicht angewandte Wirtschaftswissenschaft, jedenfalls nicht nur. Sie ist Politik; politische Ziele werden gesetzt, sollen gegen Widerstände, kollidierende Interessen durchgesetzt werden. Sie hat politische Vorhaben zum Gegenstand, die in aller Regel über die Ebene der Ökonomie hinauszielen. Die Integrations- und die Währungspolitik sind dafür keine Ausnahmen, sondern sogar eine besonders illustrative Bestätigung.

Das Projekt WWU kann nicht auf der ökonomischen Ebene allein ausgelotet werden. Auch wenn dies geschieht, ist das ökonomische Argument nicht selten ein Vorwand für eine

politische Absicht. Das ist legitim, jedenfalls wenn es der politischen Verantwortung und Funktion entspringt.

Eine einheitliche europäische Währung bedeutet einen besonders schwerwiegenden Verzicht auf gewohnte, wenn auch vielleicht längst ausgehöhlte, nationale Souveränität, eröffnet neben ökonomischen Verheißungen auch innen- und außenpolitische Chancen und Risken, berührt tiefsitzende, häufig irrationale Emotionen, besitzt ganz erhebliche Prestige-, Symbol- und Identifikationsdimensionen.

Es kann daher nicht erstaunen, daß die Diskussion über die WWU bunt gemischt politische Grundauffassungen, nationale Verhaltens- und Reaktionsmuster, außenpolitische Reflexe neben – gewöhnlich ohnehin widersprüchlichen – Argumenten der Ökonomie – der theoretischen und leider auch der empirischen – an den Tag brachte und bringt.

Herr Issing hat hier als besonders prominenter und mit hoher Verantwortung ausgestatteter Vertreter sowohl einer politischen wie auch einer wissenschaftlichen Funktion gesprochen. Daß er als solcher nicht argumentieren kann wie in einem volkswirtschaftlichen Seminar, muß nicht betont werden. Für ihn ist die WWU nicht nur ein Projekt, dem ein hohes wissenschaftliches Interesse zukommt, sondern auch eines, bei dessen Realisierung ihm eine jedenfalls nicht ganz unbedeutende Verantwortung erwächst. Wenn er seine berufsbedingte Verpflichtung zu Skepsis betont, meint er nicht die des Wissenschaftlers, sondern erklärtermaßen eine „déformation professionelle" des Wirtschaftspolitikers, den ein Direktor einer Notenbank eben darstellt.

Seiner doppelten Qualität danken wir es, daß sich seine Aussagen auch angesichts der klaren Interessen- und Verantwortungslage des Währungsinstituts, dem er angehört, um eine differenzierte Darstellung bemühen.

Ich möchte meine Ausführungen um drei Hauptargumente Issings gruppieren:

1. Seine Argumentation zu den wirtschaftspolitischen Aspekten der Übergangsphase zur dritten Stufe der WWU.
2. Seine Ausführungen zu den Stabilitäts- und Wachstumsbedingungen nach Beginn der dritten Stufe.
3. Seine Kommentare zu den Vor- und Nachteilen einer gemeinsamen europäischen Währung und Währungspolitik, in welchen sehr viel von seiner berufsbedingten Skepsis durchklang. Der Vergleich mit dem, was ein anderer prominenter Vertreter des Berufszweiges Notenbanker, Herr Präsident Duisenberg, zu den gleichen Fragen gestern ausführte, zeigt allerdings auch, daß der Grad und die Struktur der Skepsis verschieden gelagert sein können.

Die Probleme der Übergangsphase

Die differenzierte Argumentation Issings war gut erkennbar, wenn er eine mögliche Kollision zwischen kurz- und langfristigen wirtschaftspolitischen Zielen in der Übergangsphase nicht ein-

fach leugnet. Er betont im Gegenteil, daß es geeignetere Zeitpunkte und komfortablere Rahmenbedingungen für die Realisierung der fiskalischen Kriterien gibt und möglicherweise gegeben hätte.

Er konzediert sogar, daß trotz vorliegender anderslautender Evidenz für einzelne Länder (in Gestalt der umstrittenen Giavazzi-Pagano-Studie aus dem Jahr 1990 über Konsolidierungen in Dänemark und Irland in den achtziger Jahren, die im letzten IMF Economic Outlook wiedergegeben ist) kontraktive Wirkungen der synchronen Budgetkonsolidierung in fast ganz Westeuropa jedenfalls nicht ausgeschlossen werden können.

Er wägt ab, daß es nicht das gleiche sein muß, wenn ein Staat die Konsolidierung über die Einnahmen- oder über die Ausgabenseite betreibt. Ich vermisse hier, nebenbei bemerkt, wie im Großteil der empirischen Literatur, etwa der gleichfalls sehr sorgfältig argumentierenden CEPS-Studie von Daniel Gros „Towards Economic and Monetary Union: Problems and Prospects" (Brussels, 1996), Hinweise darauf, daß die Entzugs- ebenso wie die Angebotseffekte der Konsolidierung nicht nur von der Verbuchung auf der Einnahmen- oder auf der Ausgabenseite abhängen, sondern auch von der – institutionellen, sozialen, organisatorischen – Struktur der einzelnen Maßnahmen.

Issing gibt aber auch zu bedenken, daß angebotsorientierte Theorien und einige empirische Belege erwarten lassen, daß eingebaute Reaktionen dem primären Nachfrageentzug entgegenwirken könnten, sowohl Realzinssenkungen wie positive Erwartungen der Unternehmer und Konsumenten auf künftig geringere Steuerlasten.

Maastricht hätte genügend Zeit für die Konsolidierung gelassen. Daß sie zu guter Zeit versäumt wurde, dokumentiere wieder einmal die systemimmanente ökonomische Irrationalität der Politik. Für Österreich müssen wir diesen Vorwurf wahrscheinlich akzeptieren. Zu guter Zeit – Hochkonjunktur 1991 und 1992 – wurden budgetrelevante Maßnahmen beschlossen, die nicht nur in der Schwächephase 1993, sondern auch noch danach eine vorhersehbare Ausgabendynamik aufwiesen.

Schließlich sein – auch schon gestern vorgebrachtes – Argument: In vielen Ländern, ich darf hier ausdrücklich Österreich einbeziehen, müßte die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen auch dann eine hohe Priorität erhalten, wenn sie nicht der Absicherung der Währungsunion diente.

Wir verdanken diesem Beitrag in wohltuender Weise Nuancierungen, die gelegentlich, in jüngster Zeit nicht zuletzt aus Deutschland, vermißt werden:

„Da müssen wir einfach durch" und „es handle sich um das Projekt der Wirtschafts- und Währungsunion, nicht der europäischen Beschäftigungsunion" (der deutsche Staatssekretär im Bundesfinanzministerium vor kurzem in Wien) oder „schließlich handle es sich um einen völkerrechtlich verbindlichen Vertrag, den zu brechen den EU-Mitgliedern nicht gestattet sei" (Prof. Feldsieper,

Köln, in: Wirtschaftsdienst 1996/I, Seite 36).

So einfach darf man es sich nicht machen, und so einfach macht es sich Professor Issing nicht.

Aber mir scheint, daß eine Auseinandersetzung mit dem Problem kurzfristige Nachfrageeffekte versus langfristige Angebotseffekte trotz der beklagenswert schwachen empirischen Belege, die wir für eine Reihe von Argumenten haben, doch berücksichtigen sollte:

- den Umstand, daß Kurzfristeffekte und Langfristfolgen zwar in der Theorie gedanklich getrennt werden, aber in der wirtschaftlichen Realität kaum wirklich zu trennen sind, daß also zum Beispiel aus kurzfristiger oder jedenfalls übergangsbedingter Arbeitslosigkeit langfristige Dauerarbeitslosigkeit werden kann,
- daß die politischen Folgen hoher und weiter steigender Arbeitslosigkeit, gesteigerter sozialer Unrast und erhöhter unternehmerischer Unsicherheit sehr wohl den Crash des Projekts WWU bewirken könnten, wenn man dieses mit „Anschnallen, Augen schließen, einfach durch" über die Bühne bringen möchte, ja daß dies sogar eine fundamentale Krise der EU als solche heraufbeschwören könnte,
- daß man die europäische Ebene nicht von der Verantwortung für Rahmenbedingungen des synchronen Konsolidierungsvorgangs freisprechen kann (ich meine damit das unrühmliche Schicksal der europäischen Beschäftigungsinitiativen ebenso wie das Verhalten angesichts der Dollarabwertungen, als ein entsprechender politischer Druck auf die US-Wirtschaftspolitik kaum erkennbar war),
- daß man bei der Behauptung von kompensierenden Effekten der Realzinssenkung (natürlich auch der Nominalzinssenkung zum Beispiel für den Schuldner Staat) auch erwarten kann, daß dieser Zinssenkungsspielraum auch wirklich genützt wird.

Die Stabilität der WWU nach ihrer Errichtung

Auch hier ragt Issings Papier aus der allzu einfachen Argumentation mit verschärften Stabilitätsgarantien hervor, indem es auf konkrete wirtschaftliche und politisch durchaus realistische Gefährdungssituationen für die Stabilität der Euro-Währung eingeht. Gewiß, es gehört zu seinen Pflichten, auf solche Gefährdungen, die trotz Unabhängigkeit der EZB und trotz „bail-out"-Verbot im Maastricht-Vertrag eintreten könnten, hinzuweisen.

Für die Stabilität der Euro-Währung genügen nicht ein oder zwei quantitative Vorgaben, maximal tolerierte Inflationsrate und Netto-Defizit – dieses mit einer, in meinen Augen, im Waigelschen Stabilitätspakt prohibitiven Marke.

Issing betont zu Recht, daß ein solcher Pakt, käme er zustande, auch mit einer hinreichend großen strukturellen Flexibilität im Falle von asymmetrischen Realschocks rechnen können muß. Er läßt auch erken-

nen, wie sehr es auf eine gemeinsame wirtschaftspolitische Grundauffassung ankommen wird, also auf Kriterien, die in einem sehr viel weiteren Sinn eine „optimum currency area" bestimmen.

Hier registrierte ich das weitgehende Fehlen der von der Bundesbank ausgehenden Diskussion über die Notwendigkeit einer Politischen Union als Voraussetzung der Stabilität der Währungsunion oder zumindest von Überlegungen über eine weitergehende, weiter gehend als die Waigelschen 1 Prozent, finanzpolitische Bindung der Mitglieder.

Tatsächlich geht es hier ja, wie auch die gestrige Diskussion beleuchtete, um etwas, das gerade für die Währungspolitik fundamental ist, um sie nicht zu überfordern, nämlich um Glaubwürdigkeit, um Akzeptanz, um Vertrauen zu den Partnern und zum Streben der Politik nach Rationalität und auch um Konkordanz der wirtschaftspolitischen Grundauffassungen zwischen den Mitgliedern, die nicht durch quantitative Kriterien und fragwürdige Sanktionen ersetzt werden können.

Ich persönlich bin der Meinung, daß die Maastricht-Garantien und die Instrumente der wirtschaftspolitischen Abstimmung auf Gemeinschaftsebene genügen könnten, und daß die Teilnehmer an der Währungsunion sehr wohl auch ein eigenes Interesse an der Aufrechterhaltung der Stabilitätsbedingungen haben, also nicht fahrlässig oder mutwillig gegen die Disziplin verstoßen werden, so daß die Instrumente der EZB nicht überfordert sein müssen. Bisher war es häufig erklärte Auffassung der Deutschen Bundesbank, daß zusätzliche Elemente in Richtung Politische Union und stärkere Koordination der nationalen Finanzpolitik eingebaut werden müßten.

Nachdem dies und wohl auch der Waigel-Pakt Illusion bleiben müssen, scheinen mir im Issing-Papier starke Zweifel an der Anpassungsfähigkeit der Finanz- und der Lohnpolitik

sowie der Arbeitsmarktstrukturen die Oberhand zu gewinnen.

Vor- und Nachteile der WWU

Das führt mich zum dritten Thema und zu der sorgenvollen Frage, ob die Deutsche Bundesbank das Zustandekommen einer Europäischen Währungsunion nicht nur abstrakt als Wille und Vorstellung, sondern auch in der europäischen politischen Realität von heute und morgen wirklich will. Oder ob angesichts von Zweifeln an der Rationalität der Wirtschaftspolitik einer Gruppe von einem halben Dutzend nach wie vor souveräner Teilnehmer und angesichts von Zweifeln auch an der Entscheidungsfindung innerhalb des ESZB ein Bild gemalt werden soll, das die Risken der WWU betont und die Vorteile unterbelichtet.

Issing resümiert, daß auf rein wirtschaftlicher Ebene die Verheißungen gelegentlich übertrieben werden. Concedo: Europäische Wachstumsschwäche und Arbeitslosigkeit haben jedenfalls auch andere Ursachen als das währungspolitische Regime. Die WWU heilt die Strukturmängel zumindest nicht direkt und unmittelbar.

Die entfallenden Transaktionskosten rechtfertigen sicherlich nicht die schwierigen wirtschaftspolitischen Anpassungen im Vorfeld und während der „Betriebsphase" der WWU, concedo.

Die Beschränkungen der nationalen Anpassungsoptionen durch den Entfall des Wechselkursinstruments stellen abstrakt und konkret höhere Anforderungen an die realwirtschaftliche Anpassungsfähigkeit. Concedo. Immerhin liegen durchaus positive Erfahrungen damit vor, wie die Beispiele der Niederlande und Österreichs und wohl auch Frankreichs belegen.

Gehe ich zu weit, zu empfinden, daß die Vorteile der WWU in symptomatischer Weise unterbelichtet werden?

- Die Optimierung der Kapitalallokation in einem großen Währungsgebiet wird gerade nur gestreift,
- die Stärkung Europas als Standort im Weltmaßstab und des Euro als Weltreservewährung wird nicht erwähnt,
- der Entfall des Wechselkursrisikos als Hindernis für Außenhandel, internationale Investitionen und Kapitalmärkte und damit für das längerfristige Wachstumspotential mit zwei Halbsätzen abgetan.
- Die zweifellos gegebenen und sehr realen Risken der gegenwärtigen, fundamental labilen Situation mit Binnenmarkt, freiem Kapitalverkehr und nationaler Wechselkurspolitik werden ebensowenig diskutiert
- wie die „Triade der Inkonsistenz", wie das Heinrich Matthes nennt, wenn in einem System wie dem EWS Freiheit des Kapitalverkehrs, autonome Geldpolitik und Wechselkursvorgaben mit fataler Regelmäßigkeit oder besser Unregelmäßigkeit jedoch umso größerer Gewißheit Spannungen erzeugen müssen, die weit über realwirtschaftlich notwendige Anpassungen hinausgehen.
- Hingegen werden die künftigen Risken der gemeinsamen Währungspolitik in bezug auf Stabilität und Anpassung an asymmetrische Schocks, wie erwähnt, betont,
- während das Risiko einer zu klein geratenen Währungsunion, weil die dezimalgenaue Anwendung der ökonomisch kaum nachvollziehbaren Kriterien keine größere Teilnehmerzahl zuläßt, nicht erörtert wird.

So weit zu gehen wie Präsident Duisenberg gestern, nämlich die WWU auch als Element der europäischen Friedenspolitik aufzufassen, kann man von einem Zentralbanker nicht unbedingt erwarten, hätte mich aber erfreut. Implizit könnte sich jedoch auch Issing dahingehend ausgesprochen haben, wenn er nach enttäuschender Abwägung der ökonomi-

schen Argumente betont: „Was bleibt, sind politische Gründe, die für eine Währungsunion ins Feld geführt werden."

Issings Bilanz fällt, vorsichtig geschätzt, bestenfalls ausgeglichen aus, wenn man die politischen Argumente überwiegend auf der Aktivseite bucht. Es wäre angesichts so ausgeprägter Skepsis vielleicht angebracht, eher über Verbesserungen am Projekt nachzudenken, als seine Geburtsfehler zu betonen. Ich meine damit nicht nur die in Österreich viel zitierten realwirtschaftlichen Faktoren, etwa die Beschäftigungslage, obgleich diese Diskussion sehr wohl allen Anlaß hat, wenn schon nicht aus sozialen Erwägungen, dann zumindest aus politischen.

Ich meine damit auch, daß man die „Betriebsphase" der WWU spannungsfreier gestalten kann, wenn in das „excessive deficit assessment" zusätzliche Indikatoren einfließen, quantitative wie etwa die private Sparquote, die in Europa sehr unterschiedlich ist und die sehr viel zur Qualifizierung der Staatsschuld beiträgt, oder die Unterscheidung in Primärdefizit und Zinsbelastung, oder eben auch den Einfluß von automatischen Stabilisatoren auf die Budgetentwicklung oder die Zusammenhänge zwischen Inflation und Arbeitsstückkostenentwicklung. Wir haben damit in Österreich auf der Basis der unilateralen Währungsunion mit der D-Mark einige Erfahrung.

Ich vermute, diese positive Erfahrung und die dabei aufgebaute Stabilitätskultur von Ländern, die seit zwanzig Jahren den Kurs der D-Mark halten können, kommt bei so viel Skepsis ein wenig zu kurz.

Ich fürchte, über den Grad der Nicht-Erfüllung der Maastricht-Kriterien wird spätestens Anfang 1998 neu und auf politischer Ebene befunden werden müssen, weil sonst zu wenige Teilnehmer qualifiziert sein würden, was das Projekt heute einer gefährlichen Unsicherheit aussetzt.

Erst recht befürchte ich, daß über eindimensionale Pakte und Garantien positive politische Entscheidungen der Union noch schwerer fallen werden, und ich kann über die politische Situation in dem Land, aus dem solche Vorschläge kommen, für den Fall ihrer Ablehnung nur beunruhigt spekulieren.

Ich akzeptiere die pflichtgemäße Skepsis des Notenbankers, ich verstehe die Zweifel der deutschen Bevölkerung am Euro, ich meine wie Issing, daß die WWU für sich nicht automatisch mehr Wachstum, mehr Beschäftigung und weniger Inflation bringt. Aber greifen diese Skepsis und diese Zweifel angesichts der Alternativen nicht doch zu kurz?

Ist in das Vorhaben WWU nicht bereits die Sollbruchstelle eingebaut?

Das Projekt Europa kann nicht fortgeführt werden, wenn es nicht fortgeführt werden soll.

Daniel Gros
Centre for
European Policy
Studies (CEPS)

Fiscal Policy in EMU – Sound Budgets as a Prerequisite for Stability and Systemic Security

1. Introduction

The need for "binding guidelines" for national fiscal policy has become an integral part of the debate on EMU. Many economists have argued that the Maastricht criteria are arbitrary and that there is no need for rules regarding fiscal policy under EMU. This paper argues the opposite case, namely that rules for sound fiscal policy are needed to safeguard price stability. The arguments of this paper point to a high level of debt as the chief danger for price stability. At first sight this is difficult to reconcile with the emphasis of the Treaty on "excessive deficits". However, the limit on the public debt/GDP ratio in the Maastricht Treaty does make sense in this view, provided it is understood that what matters is not the level of the ratio, but the

direction in which it is moving. This is indeed foreseen in the Treaty, but only in the vague formulation that a debt ratio above the reference value of 60% of GDP does not have to lead to a declaration nor an excessive deficit if the ratio is declining "... and approaching the reference value at a satisfactory pace". This paper also proposes a concrete rule for the interpretation of this provision in the Treaty.

Section 2 discusses the most contentious issue in the entire EMU debate, i.e. the alleged need for binding guidelines for fiscal policy. Section 3 continues with an aspect of this issue that is often neglected, namely the question what form any binding guidelines should take if the aim is to protect price stability. Section 4 discusses the practical difficulties that arise in the application of the convergence criteria of the Maastricht Treaty. Section 5 concludes.

2. Does price stability require binding guidelines for fiscal policy?

The general economic rationale for binding guidelines for (national) fiscal policy is that, whatever the exchange-rate regime, there are international externalities to a country's budgetary policies. This paper concentrates on only one of the several channels through which such externalities might arise; namely the idea that EMU could bring fiscal laxity that endangers price stability.[1] This argument for binding guidelines is based on the concern that launching EMU without any ceilings on deficits could encourage an excessively lax aggregate fiscal stance. Some who favour the rigid locking of exchange rates in EMU over the present arrangements do so because the financing of external deficits becomes more automatic and the potential effects of fiscal policy more predictable and possibly larger within the borders of the initiating country. Policy makers (and advisers) could find good arguments for concluding that ambitions in fiscal policy can be raised once exchange rates are fully fixed. A policy maker, no longer confronted with pressures on the currency or from large reserve flows, might more readily follow the advice.

Discipline through financial markets?

This argument would not be conclusive if alternative disciplining mechanisms were to emerge so as to prevent an excessively lax aggregate fiscal stance. Participation in EMU would eliminate the escape route of devaluation and surprise inflation which has in the past occasionally been used to reduce the real value of public debt. Participation in a fully integrated European financial area opens captive national markets for public debt where governments have been able in the past to finance deficits at below-market interest rates through high reserve requirements on bank deposits and compulsory minimum holdings of government debt. With these privileges for national debt creation gone, financial markets would be in a position to undertake a straight professional evaluation of the varying degrees of credit wor-

1 *This paper does not discuss the view that the EU needs to achieve a proper policy mix in EMU. This argument is based on the view that national demand management via fiscal policy has spill-over effects because a fiscal stimulus in one member country leads to an increase in demand for the products of other countries as well.*

However, the magnitude and sign of the spill-over effects are very difficult to determine because there are other effects (besides the direct demand spill-over) that go into the opposite direction. Moreover, this type of external effect does not necessarily constitute a valid argument for binding guidelines for fiscal policy because it is only a pecuniary externality, i. e. one that works through the market (for savings in this case). There is no reason on economic efficiency grounds to impose ceilings on deficits just because other market participants dislike increases in the market price for savings. For a more detailed application of the general theorem that a pecuniary externality does not justify intervention in the market mechanism, see Vaubel (1985). The potential demand management externalities mentioned in the previous section also work through the market, but they are not pure pecuniary externalities as long as labour market distortions keep the economy away from full employment. Interest rate linkages via the savings-investment balance exist as long as capital markets are integrated. They do not arise only in a monetary union, although one could argue that they are strengthened in EMU. (For a similar point of view, see Buiter et al. (1993) and Vaubel (1985)).

thiness of national governments. Those persisting in rapid issues of debt would face rising borrowing costs and some outright rationing of credit, possibly linked to a downgrading of their credit rating.[2]

There is little evidence, however, that such mechanisms, even if they are allowed to develop fully, would provide adequate constraints on budgetary divergence. The experience of large federal states suggests that the sanction of an inferior credit rating is of minor importance. Within Canada, where the divergence in budgetary stance and in indebtedness is wider than in other federations, the range of borrowing costs spans less than 50 basis points. Within the United States borrowing costs show a similar lack of sensitivity to the deficits of states, which tend anyway to be fairly uniformly small. Recent research (see Goldstein and Wozlom (1995)) indicates, however, that in the US the risk premium on the debt of states rises at an increasing rate with the level of debt and beyond a certain debt level credit might be cut off. And global financial markets at first had difficulties in assessing properly the credit risks attached to Third World sovereign borrowers, then in 1982 reacted sharply and almost indiscriminately as the prospects for debtors worsened.

Even New York City, which almost went bankrupt in the mid–1970s, did not have to pay a very large premium until its credit was cut off almost completely. The recent cases of Mexico (and to some extent Italy) show that financial markets can suddenly change mood and that there might be contagion effects in the sense that difficulties in one country can lead markets to reassess the risk premium demanded of other countries. The US-led efforts to help Mexico overcome its financial crisis which broke out in early 1995 show that the potential for at least a partial bailout exists even without EMU. Will it become stronger in EMU? Could it endanger the policy stance of the ECB? These are essentially political economy questions that are difficult to answer a priori.

These episodes, whatever their final outcome, suggest that financial markets do not operate with smoothly increasing risk premia. The fundamental reason for this modus operandi of financial markets lies in the adverse selection effect of higher interest rates as suggested by Stiglitz and Weiss (1981). The crucial point of this analysis is that borrowers always have better information than their lenders about their own financial position. Banks (or creditors in general) will therefore be reluctant to lend to borrowers offering to pay very high interest rates since they can expect that only borrowers who are in fact very bad risks accept high interest rates. This is why credit (especially bank loan) markets are not characterized by smooth supply curves of credit that are only a function of the interest rate. The spread between bad and good borrowers is usually rather low and beyond a certain interest rate credit is just cut off.[3] Financial markets might therefore exercise very little discipline until a certain threshold has been reached.

2 *It is apparent that this mechanism can only work if the European Central Bank does not use open market operations to narrow interest-rate differentials on public debt issued by different national governments, but in fact allows risk premia to emerge reflecting the market's perception of differences in credit worthiness.*

3 *Adam Smith already also emphasized this aspect in his discussion of interest rates when he wrote: 'If the legal rate of interest in Great Britain, for example, was fixed so high as eight or ten per cent, the greater part of the money which was to be lent, would be lent to prodigals and projectors, who alone would be willing to give this high interest. Sober people, who will give for the use of money no more than a part of what they are likely to make by the use of it, would not venture in the competition.' (Smith (1986) page 357)*

Beyond this point, the unavailability of any further funds would precipitate at least a liquidity crisis for the government concerned.

Stiglitz and Weiss (1981) also show that a small reduction in the quantity of credit available can in some cases cause extensive credit rationing. A small tightening of credit conditions by the ECB could thus, at times, push a member country into a liquidity crisis. Under these circumstances the ECB would probably not be able to refuse to provide some "temporary" financing. The absence of a more graduated discipline means therefore that it is likely that a funding crisis can undermine a tight monetary stance.

Could financial markets be induced to apply a more graduated discipline to the borrowing by member states in EMU? That is possible as some observers have argued, see, e. g., Bishop et al. (1989). One would expect financial markets to discriminate more between member countries than between Canadian provinces which for more than a century have been part of a monetary union. But financial markets might still primarily interpret the formation of EMU as an upgrading of the credit worthiness of weak members; Bishop (1991) reports that at that time the differences between the interest rates paid by different member governments appeared to have been insufficient to account for the differences in risk that arise from the different debt burden.[4] If this is the case already now, it is difficult to see how the situation could change radically with EMU, even if the ECB and the Council confirm to emphasize, as they appear determined to do, that they will not bail out any member state. Participation in EMU could therefore effectively protect deficit spending from market pressures. Binding guidelines could be viewed as a necessary correction to "free-riding" that would be difficult to avoid through a mere statement that the central authorities of the union will not bail out member states.

One way to ensure that markets take the risk inherent in public debt into account at an early stage would be to introduce a risk rating of public debt. At present, domestic public debt is assumed to be risk free for the purposes of prudential regulation. This implies for the banking system that the prudential rules that limit the amount of credits a bank can give in relation to its own capital give public debt a zero risk weighting. This should change with EMU because national governments lose the option to print the money they might need to service this debt. Hence under EMU the debt of national governments should be treated in the same way as private debt; i. e. it should not be considered risk free, but have a modest risk rating.

Box 1
Prudential rules and public debt under EMU: Recognizing the risk of public debt

It has been proposed (see, e. g., Bishop [1990]) that once the third stage of EMU starts the prudential rules for the banking

4 *This seems especially worrying in view of the provision of Article 104 that offers financial assistance to member countries "in difficulties". The existence of such a safety net can only encourage imprudent fiscal policies.*

system should be changed to take into account the increased riskiness of public debt once the ECB takes over monetary policy. The argument is that once the third stage has started national governments lose the power to print the money they need to service their public debt.

There are two regulations regarding the prudential rules for banks that might be changed in this context:

i) The Solvency Ratio Directive (SRD)

What would be the implications for the balance sheet of the banking sector if national public debt were to be treated as regional government debt with a risk weight of 20%? The core of the SRD is that banks must hold own funds corresponding to at least 8% of their risk-weighted assets. The various risk categories are 0% for government debt (of OECD countries), 20% for certain regional governments, 50% for mortgage-backed loans and 100% for commercial loans.

A first question one can ask is whether increasing the risk weighting on public debt to 20% would lead to unreasonably large needs for additional capital. This does not seem to be the case as the following simple calculations suggest. The SRD rule can be written as:

$$(\text{Capital} / \text{Assets}) \geq 0.08 \qquad (1)$$

If public debt enters "assets" with a weight of 0.2 this relationship can be rewritten as:

$$\text{Capital} \geq \text{public debt (held by banks)} * 0.08 * 0.2 \qquad (2)$$

If one divides both sides by GDP this boils down to the following requirements for additional bank capital:

$$\text{Capital/GDP} \geq \text{debt/GDP} * 0.016 \qquad (3)$$

This implies that even if banks held public debt worth 100% of GDP (with a risk weight of 20%) they would need to hold only 1.6% of GDP in reserves against these assets. Given that banks have reserves equivalent to at least 6% of GDP, on average, in most member countries and about 10% of GDP in some, this requirement does not seem to be very onerous. In most member countries the actual capital ratio of most banks exceeds by a comfortable margin the 8% limit imposed by the SRD. Hence most banking systems should be able to absorb without great difficulties a hypothetical risk rating of public debt.

ii) Large exposure rule

The Large Exposure Directive says that a bank cannot lend more than 25% of its own funds (defined as in the SRD) to a single client. This rule would be extremely constraining if it were to be applied to public debt. Starting with the rule of thumb that the capital of banks amounts to 6–10% of GDP, this rule would imply that the total amount of public debt held by banks would have to be below 1.5–2.5% of GDP; i. e. a very small fraction of the entire stock of public debt of member countries.

In the case of Belgium enormous portfolio adjustments would be needed since at present almost 5,000 billion BFR, about one half of the entire stock of debt, is held by Belgian banks. By comparison, the own funds of the Belgian banks amount to only

601 billion BFR, which would allow them to hold only 150 billion BFR in public debt if the large exposure rule were applied.

The discussion has assumed so far that all or most national public debt is held domestically. This is the case at present for most member countries. However, if it were to change considerably it would affect the conclusions for the large countries. Italy, for example, accounts for about 15% of the combined GDP of the EU, with a debt/GDP ratio of about 120% the Italian public debt still accounts for about 18% of the GDP of the entire EU. For the entire EU the ratio capital of banks to GDP is about 8%. This implies that if all EU banks held Italian public debt up to the limit they could hold the equivalent of 2% of the GDP of the EU in Italian public debt; less than one tenth of the total, which is equivalent to 18% of EU GDP as calculated above. Only a small proportion of the public debt of the larger EU countries could thus be held by EMU banks if the large exposure limit had to be observed.

However, even if these precautions are taken it remains likely that for some time to come the public debt will be held mainly by domestic savers and the domestic banking system. This implies that a funding crisis of the national government could endanger the stability of the domestic financial system. This could then induce the governor of the national central bank concerned to vote against interest rate increases that might be necessary to combat inflation in the Union as a whole. Other members of the ECB Board might also be tempted to follow a soft line because of the threat of contagion effects on the financial system in other EMU countries. The evidence reported in Grilli, Masciandro and Tabellini (1991), which shows that an independent central bank can produce, on average, lower inflation even in the context of lax fiscal behaviour, is also no conclusive evidence to the contrary since this result only indicates that an independent central bank can mitigate, not eliminate the inflationary impact of excessive fiscal deficits.

Even if financial markets provide adequate discipline there might be external effects of national budgetary policies. In Alogoskoufis and van der Ploeg (1990) it is argued that the level of public debt in one country can influence the rate of growth in other countries because there are international economies of scale. A high debt abroad would tend to reduce the amount of domestic savings available for domestic investment and hence domestic growth. This implies that member countries would have the right, even on purely economic grounds, to be concerned about excessive debts in their partner countries in EMU. It is apparent that this line of reasoning would provide an argument for guidelines on public debt levels, rather than deficits.

Public debt and macroeconomic stability

Standard macroeconomic models imply that it can be in the

interest of society to appoint an (independent) "conservative" central banker (Rogoff [1985]). A similar type of model can be applied to the market for public debt where a trade-off exists between the distortions caused by taxes and the real ex post interest rate the government pays on its debt. (See for example, Gros [1996].) The lower inflation the higher the debt service burden for the economy, at given nominal interest rates (and hence inflationary expectations). This implies that a central bank that cares for social welfare has an incentive to produce surprise[5] inflation. The importance of this effect depends obviously on the debt/GDP ratio. A higher debt ratio is equivalent to a less "conservative" central banker. This approach implies not only that inflation will be higher with a higher debt level, but also that above a certain threshold level a stabilization crisis could make it very costly even for a determined central bank to maintain price stability (Gros [1996]). This is another argument for limits on public debt in the defense of price stability.

In the defense of ceilings on excessive deficits and debt one can also argue that (independently of EMU) they would be beneficial in the medium to long run. This is a point of view that is often overlooked in the academic debate on EMU, but it was important in the US debate (see Romer [1988]) about the costs of fiscal deficits when the latter started during the early 1980s (although these deficits were generally below 3% of GDP and the US federal debt has not yet exceeded the 60% Maastricht norm).

Why would governments engage in excessive deficits and debt which are against the interest of the country? The public choice literature on this issue illustrates that policy in this area is subject to a sort of "prisoners dilemma": In most fields of fiscal policy the beneficiaries of the expenditure decisions are few and can therefore organize themselves more easily to exert pressure on the government. The remainder of the population, which has to pay, is much larger in numbers, facing much greater difficulties to organize opposition against spending decisions. If the entire population consists of many pressure groups, the outcome of this struggle will be a deficit that is larger than socially optimal. The various facets of this problem are analysed in von Hagen and Harden (1994), who come to the conclusion that a proper budgetary process can mitigate this problem. The literature on political business cycles (Rogoff [1990]) shows another reason why deficits tend to be larger than optimal. This does not imply that all deficits are always due to these factors, but few would deny that the large debt accumulated in countries such as Belgium and Italy were not in the interest of these countries.

3. Practical problems in implementing binding guidelines

Even those who share the view that financial markets will not provide enough discipline have doubts about how this discipline would be implemented and enforced in practice.

5 *This argument has nothing to do with the "optimal seigniorage" approach which stresses the trade-off between the distortions caused by taxation and inflation.*

During the transition towards EMU the most logical approach would be to intervene in a country's policy only if it became a threat to the fixed exchange-rate system. However, since the ERM has already broken down for other reasons this is no longer a viable decision rule. At any rate the ECOFIN Council would in practice prove extremely reluctant to voice its concern whether a government could fulfil its commitment to fixed exchange rates without recourse to monetary financing.

Experience so far has shown that any permanent guidelines would have to be as objective as possible so that there is little room for interpretation and for political pressures to relax them in specific cases. Especially if they are to be backed up by sanctions they would have to be as objective as possible. But what rule would be appropriate to safeguard price stability under EMU?

A first point to keep in mind is that the US is not a good example for the EU. References to the absence of federally imposed constraints on state deficits in the United States usually omit to point out that a large number of states have adopted "balanced budget amendments".[6] This would be too rigorous in a Union with wide differences in initial budgetary positions and public debt/GDP ratios. References to the US experience are particularly misleading if one takes into account that there the problem is that the federal administration and Congress have tended not to follow their own guidelines (i. e. the Gramm-Rudman-Hollings Act of 1985 which aimed at reducing the federal deficit), whereas the states in general adhere to their own restrictions and run mostly balanced budgets over the medium term. In the EU, by contrast, the federal level has always adhered to the provision in the Treaty for its budget to be balanced. The problem for the EU is therefore in some sense the opposite of that of the US, namely excessive state (national) deficits instead of an excessive federal deficit.[7]

The discussion about the rationale for fiscal rules has shown that they should be designed in such a way that they reduce the likelihood of a financial crisis that can arise when financial markets have doubts that a government is able to service its debt. One could therefore argue that the purpose of the excessive deficit procedure is to ensure the sustainability of the fiscal situation. Sustainability could be broadly defined as a situation in which under current policies the debt will not grow without limits. Since one has to take into account that the debt service capacity of the government increases with national income, sustainability is usually formulated in terms of the debt/GDP ratio. When is this ratio sustainable? Box 2 shows that this depends first of all on the difference between the rate of growth of real income and the real interest rate. If the latter exceeds the former, the debt ratio will rise without limit under the weight of increasing interest payments even if the primary deficit stays constant (and even if there is a small primary surplus). The opposite will hold if real growth exceeds the real interest rate.

6 *Some research indicates, however, that the importance of these legal provisions should not be exaggerated. See for instance von Hagen (1991), who finds little systematic relationship between actual state deficits or debts and the severity of the formal constraints.*

7 *The starting point for EMU resembles more that of the 13 states which formed the United States in 1789. But in that historical example, the new Federation took over a major share of the debt of its component states, which was to a large extent due to their part in a joint war effort. No such firm basis for solidarity obviously exists in the EMU case.*

This result shows that a ceiling on the primary deficit (i. e. the deficit net of interest payments, measured relative to GDP) would not be sufficient. If monetary financing is excluded (see Gros and Vandille [1995]) for estimates of the residual amount available under EMU) and nominal interest rates were to equal (or be lower than) the growth of nominal incomes, a primary balance (or a small deficit relative to GDP) could stabilize public debt accumulation relative to GDP.

Box 2:
Public debt dynamics

The time path of government debt (public debt is indicated by B_t) is given by the flow budget constraint that says over any given period the change in debt $D(B_t)$ outstanding must equal the primary deficit (DEF_t) plus interest expenditure ($B_t\, i_t$) minus monetary financing, i. e. the increase in the monetary base (cash and commercial bank reserves at the central bank) denoted by $D(M_t)$. Formally this can be written as:

$$D(B_t) = DEF_t + B_t\, i_t - D(M_t) \quad (1)$$

How large can monetary financing be? This depends on how much money the government creates. However, with more money in circulation prices will have to increase. The simplest way to model the link between money and prices is to use a standard constant velocity money demand function:

$$M_t = \upsilon Y_t P_t \quad (2)$$

where Y_t stands for real GDP, P_t is the price level and υ is the ratio of monetary base to income (the inverse of the velocity of circulation). The assumption that velocity is constant is made to simplify the model. This assumption gives the case for using seigniorage revenue the best chances.

It is apparent that one cannot look at the size of debts and deficits without taking into account the size of the tax base, i. e. national income. Hence it is more appropriate to work with the ratio of debt to income. The change in this ratio (i. e. the change B_t/P_tY_t) is a function of changes in both the numerator and the denominator (nominal income). Denoting the ratio debt/GDP by b_t, its change is equal to :

$$D(b_t) = D(B_t) / P_tY_t - b_t\,(p_t + y_t) \quad (3)$$

where y_t denotes the growth rate of real income and p_t the inflation rate. The first term in this equation, the change in the debt level, represents the deficit as a ratio to nominal GDP and the second term represents the impact of nominal GDP growth on the ratio debt/GDP. Combining equations (1) and (3) yields the following expression for the government budget constraint in terms of ratios to nominal GDP:

$$D(b_t) = def_t + b_t\,[i_t - (p_t + y_t)] - (p_t + y_t)\,\upsilon \quad (4)$$

where the last term represents monetary financing calculated from the money demand equation (2).

Finally if one splits up the nominal interest rate into the real rate (denoted by ρ) and expected inflation ($E_{t-1}\, p_t$) one arrives at :

$$D(b_t) = def_t + b_t\,[\rho + E_{t-1}(p_t) - p_t - y_t] - (p_t + y_t)\,\upsilon \quad (5)$$

Equation (5) implies a tight link

between debt dynamics and inflation. The actual inflation rate has two effects on the budget constraint: i) it operates through the seigniorage effect and, ii) given inflationary expectations, through the surprise inflation effect. The surprise inflation effect cannot operate on average, assuming rational expectations on the part of the public and the authorities. However, in the short run its effect can be much larger than the traditional (cash flow) seigniorage because the "tax base" is so much larger. For seigniorage the tax base is the monetary base, whereas the surprise inflation effect operates on the total amount of public debt outstanding. The former is usually between 10 and 20% of GDP at most, whereas the second exceeds 100% in high-debt countries. As shown elsewhere, the seigniorage effect is usually about 0.5 to 1% of GDP (only at a 10% inflation rate and a monetary base to GDP ratio of 0.2 does it reach 2% of GDP).

Equation (5) shows that the government could gain a lot from surprise inflation. The reverse of this is that a government that in fact does not create inflation (p_t low) but that has little credibility with the markets (so that E_{t-1} (p_t) is high) pays a high price. This implies that for a country with a debt/GDP ratio approximating 120% (as in Italy) the burden resulting from low credibility can be very heavy indeed. Since ex post real interest rates of up to 5% have been common recently the cost of low credibility could be as much as 6% of GDP in Italy.

The best known implication of this debt accounting approach is that since on average in the long run excepted inflation should be equal to actual inflation the government has to pay a real interest rate of ρ on its debt. This implies that rules for the primary deficit are not sufficient. If the real interest rate, ρ, exceeds the rate of growth of real income, equation (5) represents an unstable differential equation in the ratio of government debt to GDP, b_t. Neglecting monetary financing equation (5) then reduces to:

$$D(b_t) = def_t + b_t(\rho - y_t) \qquad (6)$$

The debt/GDP ratio can thus explode even if there is no primary deficit. A primary surplus is required to stabilize the debt ratio as long as the real interest rate exceeds real growth.

However, over the last decade real interest rates have always exceeded real growth in the Community, sometimes only by a small margin, but more recently by as much as 4 to 5 percentage points. This implies that at present a very important snowball effect is accelerating debt accumulation. This was different during the 1960s and part of the 1970s when interest rates were below growth rates and countries could expect to grow out of their interest burden. Under current circumstances this is no longer possible.

In order to ascertain the sustainability of the budgetary position of a given country one could, in principle, just use the debt accumulation equation provided in Box 2 to determine whether the primary surplus is large enough to offset the effect coming from the excess of inter-

est rates over growth (times the debt level). Calculations of sustainable budgetary positions are readily available for the recent past, see Buiter et al. (1993), chapter 8 in Gros and Thygesen (1992), chapter 5 in Emerson et al. (1991) and the references cited therein.

But there are two practical objections to using sustainability as the only criterion:

1. The estimates would be surrounded by a very considerable margin of uncertainty, leaving much room for divergent interpretations by EU and national authorities. All the factors that are used to calculate the usual indicator of sustainability are difficult to determine with any precision. Even the debt/GDP ratio, that is the basic ingredient in these calculations, can be measured in at least two ways, i.e. net or gross. A priori it is difficult to say which concept is more appreciated. A respected international organization like the OECD refers to net public debt in its data, whereas the EU authorities look at the gross debt of general government.

The crucial factor in assessing sustainability is, of course, the difference between interest rates and growth of GDP. The problem here is that this difference has been highly variable over time and across countries. In assessing sustainability one should take into account not only the present value of this variable, but also its likely future evolution. This issue has been solved in a variety of ways: The OECD uses actual growth rates and actual long-term market rates of interest, whereas the EU authorities just assume that real interest rates exceed real growth rates by 2 percentage points in the long run. Given that in 1994 the actual difference was above 4 percentage points, this implies that different estimates of the primary surplus needed to stabilize the debt/GDP ratio can vary easily by a factor of two on this account alone. For more details see Gros and Thygesen (1992).

2. The rule would appear to be too lax in some cases and too stringent in others. Why should the debt/GDP ratio be stabilized at its present level? Countries with a low ratio should be permitted more leeway since a moderate increase starting from a low level is not likely to be interpreted by financial markets as an indication of long-run sustainability. Conversely, for countries with a very high debt level mere stabilization will not be sufficient to rule out the potential for crises in the near future. One should not encourage relaxation of the efforts in those countries where debt amounts to more than 100% of GDP.

An even more serious practical problem arises if one considers only the deficits and debt reported by the EU. In theory, the reported deficits should account for the observed changes in debt levels, at least over the long run. However, this is not at all the case as shown in Gros and Thygesen (1992).

Except for extreme cases it would therefore always be difficult to find an objective indicator of sustainability that would eliminate the need for discretionary judgement and would therefore also minimize the room for political interference.

Ceilings on the current balance: the golden rule

During the negotiations for the Maastricht Treaty it was suggested that the so-called "golden rule" might be used as a guideline. Under this approach the overall public deficit would not be allowed to exceed investment expenditures, which is equivalent to the prescription that current receipts (taxes and social security contributions) have to match fully current expenditures. This approach would have to distinguish between current public expenditure (e. g., salaries to civil servants or social security transfers) and public investment (e. g., infrastructure investment or capital transfers) along the lines of the German constitution that rules out any deficit on current expenditure by forbidding deficits that exceed public investment.

While such a rule might have some theoretical appeal it would be even more difficult to implement than the ones discussed so far since the distinction between current and capital expenditure is always to a large extent arbitrary. Moreover, since not all public investment can be assumed to increase future tax revenues (e. g., investment to protect the environment), the theoretical case for constraining only the current deficit is weak.

Moreover, Gros and Thygesen (1992) show that if one were to take into account the fact that a large part of interest payments represents really a capital expenditure (the part that maintains the real value of public debt) the golden rule would in practice become even less constraining. After adjusting for inflation, all member countries would be seen to obey the golden rule most of the time (Gros and Thygesen [1992]), page 285).

The decisive objection against the golden rule is thus that it would simply be too lax. Even some of the countries that are clearly in a fiscal position that is not sustainable in the long run would at present not be affected by such a rule. It might, however, still be useful to retain the basic idea underlying the golden rule, i.e. that it matters whether the government has a deficit because it spends on public investment or whether the deficit is caused by excessive public consumption and transfer payments. Concern about the "quality" of government expenditure is justified by the fact that in many cases fiscal adjustment efforts start by cutting public investment, which does not have the same powerful political constituencies as transfer payments. However, this would be difficult to translate into an operational guideline. Bad policies of this type should remain the prerogative of member states under the principle of subsidiarity.

4. Excessive deficits in the Maastricht Treaty

This discussion of the alleged need for budgetary rules in EMU concluded that concerns about the systemic stability of EMU can justify interference in budgetary policies, especially when public debt or deficits threaten to become unsustainable. The considerations about the practical difficulties in implementing binding guidelines suggested that mechanical assessments of

sustainability are not enough and substantial allowances for differences in initial national situations are needed.

How should one judge the Maastricht approach in the light of these considerations? Economic theory cannot provide support for the specific reference values in the Treaty (60% debt and 3% deficit). All one can say from a strictly economic point of view is that under reasonable assumption the two are at least consistent (see Box 3 below). But political economy considerations suggest that unsustainable budgetary situations could threaten the monetary policy of the ECB. Hence some safeguards are needed.

The Maastricht Treaty contains two safeguards. It specifies entry conditions for participation in EMU and it contains an enforcement procedure for countries that are already in EMU. In both areas the provisions of the Treaty are slightly different from what is often asserted in the political discussion.

The entry condition is that the country must not be found to be breaching the fiscal code of conduct of EMU.[8] This leads to the question: What are the conditions under which a country has an excessive deficit? The second paragraph of Article 104 c is key in this respect:

Article 104 c (2):

"The Commission shall monitor the development of the budgetary situation and of the stock of government debt in the Member States with a view to identifying gross errors. In particular it shall examine compliance with the budgetary discipline on the basis of the following two criteria:

a) whether the ratio of the planned or actual government deficit to gross domestic product exceeds a reference value, unless
   - either the ratio has declined substantially and continuously and reached a level that comes close to the reference value;
   - or, alternatively, the excess over the reference value is only exceptional and temporary and the ratio remains close to the reference value;
b) whether the ratio of government debt to gross domestic product exceeds a reference value, unless the ratio is sufficiently diminishing and approaching the reference value at a satisfactory pace.

The reference values are specified in the Protocol on the excessive deficit procedure annexed to this Treaty."

The Protocol referred to in the last sentence above says that the reference value for the deficit is 3% (the deficit of general government as a proportion of GDP) and the reference value for the debt criterion is 60% (the gross debt of general government as a proportion of GDP). These are indeed the numbers that dominate the public discussion, but the Treaty contains important qualifications that are often overlooked.

On the deficit the Treaty could be interpreted as saying that only small overruns are admissible and that they have to be temporary. A valid reason for a temporary deficit is often assumed to be a downswing in the cycle; but there might also be unforeseen expenditure

8 The Treaty does not specify that the fiscal deficit cannot be above 3% of GDP and the debt / GDP ratio above 60% as often assumed. Article 109 j says that sustainability of the government financial position is one of the necessary conditions for participation in EMU. Sustainability is defined, however, simply as not being in the excessive deficit procedure according to Article 104 c. This point is often overlooked in the public discussion, especially in Germany where it is implicitly assumed that the entry criterion is simply whether or not a country has a deficit of less than 3% of GDP and a public debt worth less than 60% of GDP.
This is straightforward, but it is not widely appreciated that once a country has been found to have an excessive deficit by the (ECOFIN) Council it also needs a two thirds majority for the reverse decision that the excessive deficit no longer exists. As of early 1995, all of the EU12 countries except Luxembourg and Germany had been found to have an excessive deficit. Germany, together with some of the fiscally conservative countries around it, could probably always muster a blocking minority arguing that the criteria need to be interpreted in a strict sense.

due to a court ruling. It will always remain debatable what "close to the reference value" means in practice: Is a deficit of 3.5, or even 4% of GDP still close? However, these are questions of detail compared to the ones concerning the debt level.

In contrast to the provisions concerning the deficit, the ones regarding debt do not specify that the level of debt has to stay close to the reference value. The reason for this is quite clear: When the Treaty was negotiated several countries already had debt/GDP ratios in excess of 100%. From this starting point it was clearly impossible to get close to the reference value in any foreseeable future because the debt level is a stock that cannot be changed quickly. A deficit, which is a flow concept, can be adjusted rather quickly, but it takes time for this to have an impact on the debt level. The Treaty just says that the debt/GDP ratio must be moving into the right direction at a certain minimum speed. The decisive formulation concerning the excessive deficit issue will thus be for the foreseeable future: . . . "unless the ratio is sufficiently diminishing and approaching the reference value at a satisfactory pace."

The crucial question is: What constitutes a sufficiently diminishing debt ratio? This vague formulation needs to be made more precise, otherwise there will be too much room for disagreement.

It is not widely appreciated[9] that some of the freedom of interpretation on what means "approaching at a satisfactory pace" could actually be resolved on the basis the numbers of the Treaty combined with some simple arithmetic suggest, a solution shown in more detail in Box 3. It is demonstrated there that a country that observes the 3% deficit limit should under ordinary circumstances see its debt/GDP ratio declining automatically towards the 60% target. If the deficit is equal to 3% of GDP the speed of this convergence towards the target will be slow as only 5% of the difference between the actual debt/GDP ratio and the 60% target will be eliminated each year. But this rule would at least ensure a minimum of convergence and a country that starts with a higher debt level would automatically achieve larger reductions in the debt/GDP ratio. A country that starts with 140% of GDP would achieve a reduction of only 1.5 percentage points under this rule.

Box 3:
How to interpret the debt criterion?

The numbers specified as reference values in the Maastricht Treaty are arbitrary. However, the two values, 3% deficit and 60% debt/GDP ratio, are at least coherent with each other if one assumes that nominal GDP grows at 5% per year. This seems a reasonable assumption since it corresponds to the growth rate a relatively good performer in terms of price stability, like Germany, experienced during the 1980s. (During the 60s and 70s nominal GDP actually grew at over 8% in Germany.) If growth in the EU stays at 3% (i. e. just a bit above growth in

9 *But economists have long been aware of the simple arithmetic that follows, Kenen (1995) is just one example.*

potential output) a 5% nominal growth rate would be compatible with inflation of 2% (less than the German average over the last 40 years).

Given this assumption the two reference values are consistent with each other in the sense that a 60% debt/GDP ratio and a 3% deficit will leave the debt ratio unchanged. This can be seen by considering the government budget constraint in terms of ratios of GDP, which implies that the change in the debt ratio, denoted by $b_t - b_{t-1}$, is approximately equal to the deficit (the overall deficit not the primary deficit used above), d_t, minus an adjustment factor for GDP growth:

$$b_t - b_{t-1} = d_t - b_t * \text{growth of nominal GDP} \quad (1)$$

If nominal GDP grows at 5% this equation implies that the 3% deficit limit will lead the debt/GDP ratio automatically to 60% since if def_t equals 0.03 equation (1) can be rewritten as:

$$b_t - b_{t-1} = -0.05 * (b_t - 0.6) \quad (2)$$

If the debt ratio is initially above 60% it will decline, and vice versa if it starts out below 60%. It will be constant only if $b_t = 0.6$ (i. e. 60%). This result depends, of course, on the assumption of a residual inflation rate of about 2%. With absolute price stability, GDP would grow only at 3%, in this case a deficit of only 1.8% of GDP would be required to keep the debt ratio constant. Vice versa, a balanced budget would imply that the debt ratio declines faster, but in this case it would go towards zero, not 0.6. For example, starting from a value of 1.2, a nominal growth rate of 5% would lead, initially, to a reduction of 6 percentage points each year.

Another interesting implication of equation (2) is that it implies that each year one twentieth (0.05) of the discrepancy between the actual debt ratio and the Maastricht target will be eliminated automatically if the deficit is 3% of GDP.

This suggests that the expression in Article 104 c (2 b) that a debt/GDP ratio above 60% constitutes an excessive deficit "unless the ratio is sufficiently diminishing and approaching the reference value at a satisfactory pace" could be interpreted more precisely as saying that the debt ratio should be declining at least by enough to reduce the distance between the 60% reference value and the starting point by at least 5% p. a. If this rule is accepted any government that has a deficit below 3% of GDP (and that keeps honest accounts) would automatically also satisfy the debt criterion.

The main reason why even such a slow speed of adjustment should be acceptable is that the danger for price stability that derives from a large debt level is much reduced once financial markets see that the debt/GDP ratio is clearly on a durable downwards path.

It is noteworthy that neither the Maastricht Treaty nor other official documents use the accounting identity that the increase in government debt over any given year should be equal to the deficit incurred during that year so that the deficit and the debt criteria are linked. Small

deviations from this accounting equality would not matter. But the discrepancies that are contained in the official figures that have now been made comparable across countries for the recent past are so large that they make the interpretation of the convergence criteria very complicated. The prize for the largest "stock-flow adjustment" in more recent times goes to Greece where it exceeded 20 percentage points of GDP in one year alone (1993)! In cases like this one the deficit numbers are meaningless and the formulation in Article 104 c (2) that "the Commission shall monitor the budgetary situation and the stock of government debt in member countries with a view to identifying gross errors" acquires a real meaning. Reconciling deficit and debt figures should be worth a major effort by the services of the Commission.

It is surprising that there has been no official explanation of these inconsistencies and no comment on them in terms of the interpretation of the fiscal convergence criteria. They must clearly be taken into account during the excessive deficit procedure. Under EMU most of the legitimate reasons for the stock-flow adjustment (e. g., borrowing by the central bank to bolster its reserves, a change in the domestic value of debt denominated in foreign currency due to a devaluation) should disappear.

All in all, these considerations imply that a government that keeps the deficit clearly below 3%, or even balances the budget, should be able to satisfy also the debt criterion. Provided, of course, that it keeps "honest" accounts (in the sense that there are no deficits off-budget; at times there might be good reasons why the increase in the debt ratio does not correspond to the official deficit). The deficit is thus the key variable even for countries whose debt level is, still, far above the target value of 60%. This might also be ultimately the reason why the Treaty speaks only of an excessive deficit procedure.

Enforcement

How will the prohibition of excessive deficits be enforced? At the beginning there is no problem since only countries that do not have an excessive deficit will be allowed into the final stage of EMU. But what happens once a country has already joined? The first paragraph of Article 104 c states flatly that "Member States shall avoid excessive deficits". But its other paragraphs also contain rather elaborate provisions concerning what happens if they fail to follow the presumption.

The procedure to enforce the prohibition of excessive deficits is rather complicated. The details are presented in Box 4, which also reproduces key parts of Article 104 c of the TEU. The essence of the entire procedure is that the ECOFIN Council first has to decide, based on a report from the Commission, that an excessive deficit exists. It then can address recommendations to the country concerned. If these recommendations are not followed it can ultimately impose sanctions culminating in fines "of appropriate size".

The key problem with this approach is that there is little

reason to think that the ECOFIN Council would use its authority frequently and vigorously; the past history of the Community clearly suggests that this is more than unlikely. The ECOFIN Council has never been demanding, for example, in administering its medium-term financial support system. Nor has the EU Commission, with which the initiative to implement the guidelines would rest, shown any eagerness in the past to use the authority which it has had since 1974 to issue recommendations to a member state; in nearly sixteen years it has only acted once.[10] The challenge in EMU is to encourage the Council and the Commission to be less cautious in confronting national policy-making than they have been in the past.

Box 4: Excessive deficit procedure

The excessive deficit procedure (indeed a rather complicated procedure) can be broken down in a number of discrete steps:

Step 1: "If a Member State does not fulfil the requirements under one or both of these criteria, the Commission shall prepare a report." (104 c [3]) Step 2: The Monetary Committee (which will be called differently in EMU) "shall formulate an opinion on the report of the Commission." (104 c [4]) Step 3: "If the Commission considers that an excessive deficit in a Member State exists or may occur, the Commission shall address its opinion to the Council." (104 c [5]) Step 4 is the decisive one: "The Council shall, acting by a qualified majority on a recommendation from the Commission, . . . decide after an overall assessment whether an excessive deficit exists." (104 c [6])

What happens once the (ECOFIN) Council has found that an excessive deficit exists? Step 5 follows: ". . . the Council shall make recommendations to the Member State concerned with a view to bringing that situation to an end within a given period." (104 c [7]) If the country follows these recommendations that is the end of it, but if not step 6 is next: "Where it establishes that there has been no effective action in response to its recommendations within the period laid down, the Council may make its recommendations public." (104 c [8]) This provision is already obsolete since most member countries decided on their own to publish the recommendations of the first (non-binding) excessive deficit exercise held in 1994. Since the mere publication of recommendations cannot be expected to produce results step 7 follows: "If a Member State persists in failing to put into practice the recommendations of the Council, the Council may decide to give notice to the Member State to take, within a specified time limit, measures for the deficit reduction which is judged necessary by the Council in order to remedy the situation." (104 c [9]) The ultimate enforcement mechanism comes only with step 8:

"As long as a Member State fails to comply with a decision taken in accordance with paragraph 9, the Council may decide to apply or, as the case may be,

10 *Against Belgium, on the issue of wage indexation. Article 17 of the 1974 Decision on convergence entrusts the Commission with this task, if a member state is "pursuing economic, monetary and budgetary policies departing from the guidelines laid down by the Council or entailing risks for the Community as a whole".*

intensify one or more of the following measures:

- to require the Member State concerned to publish additional information, to be specified by the Council, before issuing bonds and securities;
- to invite the European Investment Bank to reconsider its lending policy towards the Member State concerned;
- to require the Member State concerned to make a non-interest-bearing deposit of an appropriate size with the Community until the excessive deficit has, in the view of the Council, been corrected;
- to impose fines of an appropriate size.

The President of the Council shall inform the European Parliament about the decision taken.

Unfortunately, however, the enforcement mechanism foreseen in the Treaty depends mainly on peer pressure. Until now, no member state has openly defied the legal and judicial system of the Community (for example, by refusing to implement a directive). This might be the reason why the Treaty does not contemplate the possibility that a member country would not heed the requests for fiscal adjustment addressed to it.

The fiscal criteria, however, are a different matter from the rest of the business of the EU since fiscal policy remains fully under national control even under EMU. Hence, the effectiveness of the excessive deficit procedure will depend on the sanctions that underpin it and the goodwill of member countries.

Another drawback of the excessive deficit procedure as it currently stands is that enforcement is discretionary (sanctions may be imposed), requiring a decision supported by a qualified majority by ECOFIN for each specific step. This body has not even been able to impose IMF-type conditionality towards Greece in the context of large support programmes. It would thus be better if the sanctions were not only more concretely specified, but also subject to more formal decision proceeding. Ideally, some action or decision would be triggered automatically once a certain threshold is passed.[11]

This problem is difficult to solve. One has to recognize that fiscal „sovereignty" ultimately remains in national hands, even after the third stage of EMU has begun. If a country is really determined to accumulate excessive deficits, the EU will not be able to stop it. One solution would be to accept the principle that the European Union also has the right to say that under such circumstances a country that continues to flout its basic rules cannot continue to be part of EMU. As proposed in Gros (1995),[12] this would mean that member countries that run excessive deficits should ultimately be given a derogation as defined in Article 109k of the Treaty. This would exclude them from the decision-making bodies of EMU (the Council of the ECB and some ECOFIN decisions). Member countries would thus retain their fiscal sovereignty, but pay a price for clearly deviant behaviour. The principle

11 An excessive deficit procedure that does not „punish" the offending state, but helps it to get its fiscal accounts under control would, of course, be even better. But this seems difficult to achieve.

12 A precursor of this idea can be found in Giovannini and Spaventa (1992).

would then be that member countries retain a clear choice: participation in the common currency area or the freedom to pursue irresponsible fiscal policies.

The potential conflict between the prohibition of excessive deficits and the principle that fiscal sovereignty remains at the national level cannot be resolved short of a Treaty revision that makes the continuation of excessive deficits incompatible with full membership in EMU. But few politicians are willing to start renegotiating any part in the chapter on EMU and it would be unprecedented for the EU to exclude a member state from part of its business because it has not followed the Treaty.

This leads one to think about other ways to reinforce the excessive deficit procedure. One way to reduce its weakest points might be through an intergovernmental agreement that would be signed by all EMU participants. In such an agreement, the participating governments would pre-commit their voting behaviour in ECOFIN. For example, they could agree to always vote for sanctions once a country has failed to implement the recommendation to eliminate an excessive deficit. Moreover, the sanctions (i.e. the size of the fines) themselves could be specified in advance.[13]

The „pact for stability" proposed by the German Minister of Finance in November 1995, goes in this direction. The essence of this proposal is that those governments that participate in the third stage would agree among themselves that the sanctions foreseen in the Treaty should be specified in advance to mean that any deficit in excess of 3% is immediately qualified as "excessive" and the country concerned is obliged to make a non-interest-bearing deposit equivalent to one fourth of the deficit above 3% of GDP. If the excessive deficit persists for more than two years, the deposit will be forfeited and become a fine.

Box 5:
Pact for stability

The essence of the proposal put forward by the German Ministry of Finance is the following:

i) The reference value of a 3% deficit would hold also under unfavourable economic conditions. Exemptions from this rule could be approved only in exceptional circumstances with a qualified majority vote (of the members of EMU).
ii) If a country were found (during the semi-annual evaluation performed by the Commission) to have a deficit in excess of 3% of GDP, it would immediately have to make a non-interest-bearing deposit equivalent to 0.25% of GDP for each point of the excess deficit.
iii) The deposit will be returned as soon as the deficit goes below 3%; if the excess deficit persists for over two years, the deposit will become a fine.

These specifications would not require a change in the Treaty. Their implications would, however, be far-reaching. Large deviations from the 3%

13 It is difficult to judge how useful such a political agreement would be. Some governments might find valid reasons in the future not to vote for sanctions after all, fearing that they might be the next victim. Moreover, the size of the sanctions will always be limited by the ability (and willingness) of a government to pay.

deficit rule would clearly become very expensive. For example, a country that ran a deficit of 7% for over two years would have to pay a fine (or more precisely, forfeit deposits) equivalent to 1% of GDP for each following year. This would be comparable to an average country's annual contribution to the EU budget. But it would be substantially larger than the average net contribution. Payments of this size would certainly have a large political impact since they would require a substantial increase in taxes and/or reduction in expenditure, unless they are financed by issuing more debt.

In principle, large budgetary overruns should no longer occur under EMU; hence, this problem should not arise. The main problems for EMU, however, are not deficits slightly above the 3% limit, but substantial excessive deficits (caused possibly by a combination of unfavourable economic circumstances and weak governments). EMU, and by extension the entire EU construction, might become deeply unpopular if citizens have to pay substantially higher taxes in order to pay these fines.

One consequence of tighter sanctions would be that member countries would have an even stronger incentive to keep items off-budget in order to produce better deficit numbers. The services of the Commission which compile the official deficit measures would only partially be able to correct such actions. Nevertheless, it would probably be impossible to hide deficits for ever; they would have to show up sooner or later in the debt figures as a „stock-flow adjustment" implying that a specification of the debt criterion becomes even more important.

A concrete example can illustrate the problems that could arise in this situation. Assume that in a member country, the pressure for spending mounts, but given the 3% limit and the fines that might follow quickly, the government prefers to deflect this pressure into a special agency. The official deficit could thus be kept below 3% for some time. After a number of years, however, the government has to recognize the accumulated deficits, for example, by taking over the special agency. The debt figures would rise suddenly when this happens (there would be a „stock-flow adjustment"). If the debt ratio was clearly below 60% to begin with, ECOFIN could do little. However, if the debt ratio was already above 60%, ECOFIN could still find an „excessive deficit" (long after the deficit had actually occurred). How would one then calculate the size of the fine?

This problem would arise under any enforcement mechanism. But by linking the size of the fine to the size of the excess deficit, the incentive to „massage" the deficit numbers is much increased because this proposal would introduce an asymmetry between the enforcement mechanism of the deficit and the debt criterion.

Another drawback of large fines that go to the EU budget is that they are not directly linked to EMU. All the other countries, even those not participating in EMU, would benefit.

However, the pact for stability does not solve the fundamental problem that for the sanctions to be imposed there is still each time a need for a decision by ECOFIN. The ministers of finance might in future (as in the past) find many reasons not to be lenient on their colleagues. An intergovernmental agreement would then not really bind their hands. If the pact for stability were to be embodied into a treaty, possibly only among those that participate in EMU, it would become binding, but one might at this point change directly the Maastricht Treaty.

The enforceability of the fiscal criteria is thus a problem that will remain difficult to resolve in the face of a general unwillingness to change the Treaty.

5. Concluding remarks

The basic point of this paper is that given the way financial markets work the prohibition of "excessive deficits" in the Maastricht Treaty makes sense because it eliminates the danger of "funding crises". If such a crisis ever broke out it would become very difficult for the European Central Bank to continue a tight monetary policy and safeguard price stability. Standard macroeconomic models imply that a funding crisis becomes more likely the higher the debt/GDP ratio. Asymmetric information models of financial markets imply that large deficits have a similar effect. In this perspective the two Maastricht criteria make sense.

It is difficult to see at any rate what harm the Maastricht limits can do because they essentially force countries to adopt policies that should be welfare improving. The fact that sound public finances represent a good policy is not really disputed among economists, nor can there be any dispute about the reason why this policy is often not adopted: Special interest groups politics leads to a deficit bias.

The main cost of the Maastricht convergence criteria is that they might put the entire EMU project in danger. If they did indeed cause an

abandonment (as opposed to a delay of a couple of years) of EMU, their cost would be immense. However, this can happen only if special interest groups are strong enough to impede the adoption of sound fiscal policies. If this were the case, EMU would be risky anyway.

The main outstanding problem with the fiscal convergence criteria is that it will be difficult to enforce them once EMU has started since the sanctions that ECOFIN can impose at its discretion might not work. The cleanest solution would be to make the fiscal criteria not only a condition for entry, but also a condition for continuing participation in EMU. However, this is unlikely to become reality because it would require a revision of the Treaty.

References

Ball, L., Elmendorf, D. W., Mankiw, N. G., The Deficit Gamble, NBER Working Paper No. 5015, February 1995.

Buchanan, J., Democracy in Deficit. The Political Legacy of Lord Keynes, Academic Press, New York, 1977.

Buiter, W., Corsetti, G., Roubini, N., Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht. Economic Policy 16, 57–100, April 1993.

Giovannini, A., Spaventa, L., Fiscal Rules in the European Monetary Union: A No-Entry Clause, manuscript, December 1990.

Gros, D., Self-Fulfilling Public Debt Crises, unpublished manuscript, CEPS, Brussels, July 1995.

Gros, D., Towards a credible excessive deficits procedure, CEPS Working Document No. 95, 1995.

Gros, D., Thygesen, N., European Monetary Integration, Longman, London, 1992.

Gros, D., Vandille, G., Seigniorage and EMU: The Implications of Price Stability and Financial Market Integration, Journal of Common Market Studies, Vol. 33, No. 2, June 1995.

Kenen, P., Economic and Monetary Union in Europe. Moving beyond Maastricht, Princetown University Press, 1995.

Romer, D., What Are the Costs of Excessive Deficits?, NBER Macroeconomic Annual (Vol. 3), Cambridge, Massachusetts, 1988.

Smith, A., An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, reprinted by Cambridge University Press, 1986.

Von Hagen, J., Monetary Union and Fiscal Union. A Perspective from Fiscal Federalism, chapter 10 in Policy Issues in the Operation of Currency Unions, Paul Masson and Mark P. Taylor, Cambridge University Press, Cambridge, 264–296, 1993.

Von Hagen, J., Harden, I., National budget processes and fiscal performance, European Economy, Reports and Studies No. 3, Towards greater fiscal discipline, Brussels, 310–418, 1994.

Jürgen von Hagen
Universität
Mannheim und
Indiana University

ONB

Währungsunion, Fiskalunion,

Politische Union

Jürgen von Hagen

Einleitung

Ein häufiger Vorwurf gegen die Maastrichter Verträge und das Projekt der Europäischen Währungsunion (EWU) lautet, die Währungsunion sei letztlich nur in Verbindung mit einer politischen und fiskalischen Union in Europa lebensfähig und die Verträge hätten diese Restriktion nicht genügend beachtet.[1] Konkret fordert der Ruf nach fiskalischer Union die Einrichtung eines Steuer- und Transfersystems von beträchtlichem Umfang zwischen den an der Währungsunion beteiligten Ländern. Der Ruf nach politischer Union ist die Forderung nach mehr und besser entscheidungsfähigen politischen Institutionen auf Unionsebene. Damit würde sich die Europäische Union in Richtung eines Europäischen Bundesstaates bewegen.

Zur Begründung dieser Forderung wird häufig die Geschichte bemüht: Historische Währungsunionen, die nicht mit politischer und fiskalischer Union verbunden waren, seien am Ende zerfallen, während Währungsintegration, die sich wie in Deutschland nach 1871 im Zusammenhang mit politischer Integration vollzogen habe, sich als stabil erwiesen habe.[2] Beide Behauptungen sind jedoch nicht beweiskräftig. Die historischen Beispiele der Skandinavischen und der Lateinamerikanischen Münzunionen sind wenig aussagefähig, da es sich bei beiden lediglich um lose Vereinbarungen zur Standardisierung der Münzprägung handelte; eine echte Währungsunion im Sinne der EWU lag nicht vor. Die Währungsintegration im Deutschen Reich, mit der Gründung der Reichsbank 1875 vollendet, zeigt eher das Gegenteil des Behaupteten, denn das Reich selbst erwies sich ja nicht als politisch stabiler Zusammenschluß. Politische Union, so sieht man am deutschen Beispiel, garantiert nicht den Bestand der Währungsunion.

Der vorliegende Aufsatz beschäftigt sich mit dem Zusammenhang zwischen Währungsunion, fiskalischer Union und politischer Union aus ökonomischer Sicht. Der Zusammenhalt einer Währungsunion wird von zwei Konfliktpotentialen bedroht, einem horizontalen Konfliktpotential, das aus der möglichen ungleichen Verteilung der wirtschaftlichen Vorteile der Währungsunion resultiert, und einem vertikalen Konfliktpotential, das durch die Möglichkeit des Mißbrauchs fiskalischer Ressourcen und politischer Macht durch die Zentralgewalt der Union entsteht. Fiskalische und politische Integration wirken dem horizontalen Konfliktpotential entgegen, verstärken aber das vertikale Konfliktpotential. Die Behauptung, eine Währungsintegration sei nur in Verbindung mit fiskalischer und politischer Union überlebensfähig, greift aufgrund dieser Wechselwirkung zu kurz. Angesichts der beiden Konfliktpotentiale ist der Zusammenhang zwischen den drei Dimensionen Währungsintegration, fiskalische Integration und politische Integration vielmehr ambivalent; je nachdem welches Konfliktpotential überwiegt, können fiskalische und politische Integrationsschritte den Zusammenhalt der Währungsunion stärken, aber auch schwächen. Im nächsten Ab-

1 *Siehe z. B. Tietmeyer (1991).*

2 *So z. B. Tietmeyer (1995).*

schnitt wird dieses Verhältnis näher untersucht. Abschnitt 3 beleuchtet die Geschichte der monetären und politischen Integration der USA vor diesem Hintergrund. Abschnitt 4 zieht Schlußfolgerungen für die Europäische Währungsunion.

Horizontale und vertikale Konfliktpotentiale in der Währungsunion

Wie jede wirtschaftliche Kooperation wirft das Projekt einer Währungsunion zwischen souveränen Staaten zwei grundlegende Fragen auf: 1. Sind die Vorteile der Kooperation insgesamt groß genug, um die möglichen Nachteile zu kompensieren? 2. Ist der Anreiz, sich an die Vereinbarungen zu halten, für jeden Beteiligten groß genug, um den Zusammenhalt der Kooperation zu gewährleisten?

In der ersten Frage klingt zunächst die Frage nach dem Zusammenhang zwischen wirtschaftlicher und monetärer Union an: Braucht der europäische Binnenmarkt die einheitliche Währung? Eine detaillierte Diskussion dieser Frage würde den Rahmen dieses Aufsatzes sprengen. Interessanterweise hat sich die Debatte um den Zusammenhang zwischen Wechselkursflexibilität und internationalem Handel in den letzten 60 Jahren im Kreis gedreht.[3] Nachdem das Bretton-Woods-System fixer Wechselkurse in der Hoffnung eingeführt worden war, durch Wechselkursstabilität ein hohes Niveau des Welthandels aufrechterhalten zu können, wurde in den fünfziger und sechziger Jahren zunehmend deutlich, daß Regierungen angesichts schwer zu verändernder Wechselkurse verstärkt zu handelspolitischen Instrumenten griffen, um außenwirtschaftliche Ungleichgewichte zu beseitigen. Nach der Einführung flexibler Wechselkurse wurde umgekehrt in den achtziger Jahren angesichts der Dollaraufwertung in den USA der Ruf nach Importbeschränkungen laut; koordinierte Interventionen waren die Folge.

Diese Debatte führt zu dem Schluß, daß es letztlich nicht um fixe oder flexible Wechselkurse geht, sondern um die Vermeidung dauerhafter Wechselkursverzerrungen (Eichengreen, 1995). Die Wirtschaftsunion wird in dieser Frage relevant, weil sie die Alternativen auf flexible Wechselkurse und eine gemeinsame Währung reduziert: Mit der völligen Liberalisierung der Kapitalmärkte ist ein System fester aber anpassungsfähiger Wechselkurse wie das EWS nicht mehr stabil.

Darüber hinaus ist die Frage nach den wirtschaftlichen Vor- und Nachteilen einer gemeinsamen Währung Gegenstand der Theorie optimaler Währungsräume (vgl. z. B. De Grauwe, 1994). Der größte Vorteil liegt in der Verwendung eines einheitlichen Tauschmediums. Sie erspart Geldumtauschkosten sowie die Kosten der Absicherung gegen das Wechselkursrisiko im internationalen Handel und der Umrechnung von Preisen in verschiedene Währungen. Eine Währungsunion bringt einen Effizienzgewinn mit sich, der einem realen Einkommenszuwachs gleichzusetzen ist. Dieser Effizienzgewinn ist um so größer, je enger die Mitglied-

3 *Eichengreen (1995) liefert eine faszinierende Zusammenfassung dieser Diskussion.*

staaten wirtschaftlich verknüpft sind.

Der wichtigste Nachteil einer Währungsunion liegt im Verlust der Wechselkursflexibilität als Mechanismus der Anpassung an wirtschaftliche Schocks, welche die Mitgliedstaaten unterschiedlich treffen. Dies läßt sich anhand eines einfachen Beispiels illustrieren. Angenommen, die Nachfrage nach den Produkten eines Mitgliedstaates nimmt ab: Bei flexiblen Wechselkursen führt dies zu einer Abwertung der Währung dieses Staates, und es kommt zu einer Verbesserung seiner Wettbewerbsfähigkeit. Dieser relative Preiseffekt stimuliert die Nachfrage nach seinen Produkten und fängt dadurch den ursprünglichen, negativen Nachfrageschock partiell auf. Flexible Wechselkurse helfen also, asymmetrische wirtschaftliche Schocks zu stabilisieren. Fällt die Anpassung des Wechselkurses weg und sind die Güterpreise nicht hinreichend flexibel, so führt der Verfall der Nachfrage in dem betroffenen Land zu einer tieferen Rezession mit höherer Arbeitslosigkeit.

Die Bedeutung dieser Stabilisierungsfunktion ist um so größer, je rigider die Güterpreise und die Löhne in den Mitgliedstaaten und je weniger effizient andere Anpassungsmechanismen zwischen den beteiligten Volkswirtschaften sind. Die wichtigsten alternativen Mechanismen sind die Migration von Arbeitskräften und die Kapitalmobilität. Im Beispiel verringert die Abwanderung von Arbeitskräften aus dem von dem Schock betroffenen Land dort die Arbeitslosigkeit. Da sie jedoch mit erheblichen Kosten verbunden ist, ist Migration nur bei dauerhaften asymmetrischen Schocks effizient. Die Bedeutung flexibler Wechselkurse ist daher im Hinblick auf kurzfristige asymmetrische Schocks, wie z. B. unterschiedliche Konjunkturverläufe, größer als im Hinblick auf langfristige Unterschiede in der wirtschaftlichen Entwicklung.

Die Vereinheitlichung der Währung bringt auch die Vereinheitlichung der Geldpolitik und damit der Inflationsrate mit sich. Für Länder, die vor der Währungsunion schwache geldpolitische Institutionen hatten, entsteht hier ein weiterer Gewinn, indem sie in der Währungsunion eine geringere Inflationsrate erreichen können. Dem steht jedoch entgegen, daß eine Währungsunion keine Unterschiede in den nationalen Inflationsraten erlaubt. Angesichts der unterschiedlichen Priorität, die der Preisstabilität in den wirtschaftspolitischen Zielvorstellungen verschiedener Länder eingeräumt wird, und angesichts der unterschiedlichen Ausgestaltung der nationalen Steuersysteme im Hinblick auf Preisstabilität ist anzunehmen, daß die Mitglieder einer Währungsunion sehr unterschiedliche Vorstellungen über die angemessene Inflationsrate haben werden. Die Vereinheitlichung der Inflationsrate hat also keineswegs nur Vorteile. Zugleich kann die Währungsunion für diejenigen Länder, die Preisstabilität auch autonom erreichen können, einen Verlust in Form einer höheren Inflationsrate bedeuten.

Die Existenz nominaler Staatsverschuldung fügt der Diskussion einen weiteren Aspekt hinzu. Ein Staat, der über seine

eigene Währung autonom verfügt, hält mit der Geldpolitik ein wichtiges Instrument in Händen, um staatlichen Finanzkrisen zu begegnen: Im Falle einer Überschuldung der Regierung kann die reale Staatsverschuldung inflationär verringert werden. In einer Währungsunion existiert prinzipiell dieselbe Möglichkeit, aber mit anderen Anreizstrukturen: Ein Mitgliedstaat, der von einer Überschuldungskrise betroffen ist, wird auf einen expansiveren Kurs der gemeinsamen Geldpolitik drängen, um eine Verringerung der realen Schuldenlast zu erreichen. Eine derartige Hilfeleistung durch die gemeinsame Zentralbank kann ex ante erfolgen, indem die Zentralbank aktiv die Schuldzinsen gering hält, oder ex post, indem die Zentralbank nicht am Markt absetzbare Schuldtitel des betreffenden Staates monetisiert (Eichengreen und von Hagen, 1995). Beide Arten haben letztlich dieselbe Folge, nämlich mehr Inflation für die Währungsunion.

Wenn alle Mitglieder in gleicher Weise verschuldet sind, speziell, wenn alle sich einer Überschuldungskrise gegenüber sehen, wird eine Einigung auf eine gemeinsame Inflationspolitik relativ einfach zu erreichen sein. Deutliche Unterschiede im Verschuldungsgrad der Mitgliedstaaten können dagegen zu Konflikten führen, wenn einige Staaten für eine monetäre Expansion eintreten und andere nicht bereit sind, die Folgen einer erhöhten Inflation zu akzeptieren.

Insgesamt nimmt der wirtschaftliche Nettoertrag einer Währungsunion also mit zunehmender Heterogenität, d. h. zunehmenden Unterschieden in den Wirtschaftsstrukturen, den relevanten wirtschaftlichen Schocks, den geldpolitischen Präferenzen und der Staatsverschuldung, ab. Darüber hinaus wird mit zunehmender Heterogenität die Verteilung der wirtschaftlichen Vorteile der Währungsunion immer ungleicher. Im Extremfall kann die Währungsunion einzelnen Ländern im Vergleich mit flexiblen Wechselkursen wirtschaftliche Nachteile bringen. In dem so entstehenden Verteilungsproblem der Kooperationsgewinne liegt das horizontale Konfliktpotential der Währungsunion. Eine zu ungleiche Verteilung bewirkt Spannungen unter den Teilnehmern, die zum Auseinanderbrechen der Währungsunion führen können. Dieses horizontale Konfliktpotential wächst mit zunehmender Heterogenität und mit zunehmendem Grad der monetären Integration.

Das horizontale Konfliktpotential einer Währungsunion läßt sich durch fiskalische Integration mildern. Wo Preis- und Lohnflexibilität und Migration als Anpassungsmechanismen an asymmetrische wirtschaftliche Schocks nicht ausreichen, können fiskalische Mechanismen Abhilfe schaffen. Eine fiskalische Umverteilung von Einkommen aus anderen Mitgliedstaaten in das von dem negativen Schock betroffene Land würde in unserem Beispiel helfen, die nachfolgende Rezession zu verringern. Eine solche Umverteilung kann horizontal organisiert sein, d. h. über direkte Transferzahlungen der Mitgliedstaaten untereinander,

oder vertikal, d. h. über einkommens- oder beschäftigungsgebundene Zahlungen in und aus einem zentralen Fonds für die gesamte Währungsunion oder auf dem Umweg über den Haushalt einer Zentralregierung. Fiskalische Integration schließt in diesem Zusammenhang die Vereinheitlichung der Sozialpolitik mit ein, soweit letztere die Regulierung der Arbeitsmärkte in der Währungsunion betrifft. Fiskalische Integration beinhaltet schließlich auch die Ermöglichung einer gemeinsamen Stabilisierungspolitik, sei es aufgrund der Koordination nationaler Fiskalpolitiken oder durch die Errichtung eines zentralen Haushalts von ausreichendem Umfang.

Der zweite Weg, das horizontale Konfliktpotential zu bewältigen, liegt in der politischen Integration der Mitgliedstaaten. Politische Integration vollzieht sich mit der Aufgabe nationaler Souveränität und der Schaffung einer zentralen politischen Gewalt, welche die Union auch dann zusammenhalten kann, wenn die ökonomischen Interessen nach einer Auflösung der Währungsunion streben. Je stärker die zentrale Gewalt, desto größer das horizontale Konfliktpotential, das sie bewältigen kann.

Geldpolitik ist ein machtvolles Instrument der Wirtschaftspolitik mit gewichtigen verteilungs- und konjunkturpolitischen Effekten. Erfahrungsgemäß unterliegt die zentrale politische Administration eines kooperativen Zusammenschlusses verschiedener Länder der Versuchung, sich die Macht über solche wirtschaftspolitische Instrumente anzueignen, um sie zum Nutzen ihrer eigenen politischen Interessen einzusetzen. Ähnliches gilt für die Instrumente der fiskalischen Integration: In einer politischen Union wird sich die Zentralgewalt bemühen, Einfluß auf die Umverteilungsmechanismen und den gemeinsamen Haushalt zu gewinnen, um sie in ihrem eigenen politischen Interesse zu benutzen. Wie in jedem kooperativen Zusammenschluß entsteht daher mit der politischen Integration der Währungsunion ein „Prinzipal-Agenten"-Problem: Je mehr Macht im Zentrum der Union angesiedelt ist und je gewichtiger die zur Verfügung stehenden fiskalischen und geldpolitischen Instrumente, desto größer die Versuchung der zentralen Administration, ihre Möglichkeiten für eigene Interessen einzusetzen.

Die Gefahr des Mißbrauchs der zentralen Gewalt begründet das vertikale Konfliktpotential der Währungsunion. Sofern die Zentralgewalt aus der Sicht der Teilnehmer die Geldpolitik oder die Fiskalpolitik zu stark mißbraucht, verstärkt dies seinerseits den Anreiz, die Union zu verlassen. Je mehr fiskalische Instrumente die Union besitzt und je stärker diese vertikal organisiert sind, desto größer das Finanzvolumen, das innerhalb der Union staatlich umverteilt wird, und desto größer der Anreiz und die Möglichkeiten der zentralen Administration, sich wirtschaftlichen Einfluß zu verschaffen. Bei gegebenem Grad der politischen Integration nimmt daher das vertikale Konfliktpotential zu, wenn die fiskalische Integration zwischen

den Mitgliedern vorangetrieben wird, und umgekehrt. Politische und fiskalische Integration gefährden daher den Zusammenhalt der Union, indem sie das vertikale Konfliktpotential verstärken.[4]

Wir können nun den Zusammenhang zwischen monetärer, fiskalischer und politischer Integration herausarbeiten. Bei gegebener Heterogenität der Mitglieder (D) führt eine Zunahme der monetären Integration (M) zu einer Verstärkung des horizontalen Konfliktpotentials (H). Letzteres läßt sich durch stärkere fiskalische (F) und politische (P) Integration verringern. Wir haben also die Beziehung

$$H = H(\underset{+}{D}, \underset{+}{M}, \underset{-}{F}, \underset{-}{P})$$

Diese Beziehung steht im Mittelpunkt der Behauptung, eine Währungsunion sei mit politischer und fiskalischer Union zu stabilisieren: Bei zunehmender monetärer Integration läßt sich das horizontale Konfliktpotential durch zunehmende fiskalische und politische Integrationsbestrebungen konstant halten.

Abbildung 1 verdeutlicht diesen Zusammenhang in der HH Kurve. Sie zeigt die Beziehung zwischen monetärer und politischer Integration bei gegebener Heterogenität der Mitglieder und gegebenem Ausmaß an fiskalischer Integration aus der Sicht des horizontalen Konflikts in der Währungsunion. Die Kurve illustriert Kombinationen von Währungs- und politischer Integration bei konstantem horizontalen Konfliktpotential. Zunehmende monetäre Integration erfordert wachsende politische Integration. Zustände oberhalb der HH Kurve sind stabiler aus der Sicht des horizontalen Konflikts, Zustände unterhalb der Kurve sind weniger stabil.

Bei gegebener Heterogenität der Mitglieder und gegebenem Grad der fiskalischen Integration führt zunehmende politische Integration zu einem wachsenden vertikalen Konfliktpotential (V), und zwar um so mehr, je weiter die fiskalische und die monetäre Integration bereits vorangeschritten sind. Wir illustrieren dies durch die Beziehung

$$V = V(\underset{+}{F*P*M}).$$

Um das gesamte Spannungspotential der Union konstant zu halten, muß der Grad der Währungsintegration abnehmen. Dies ist durch die Kurve VV in Abbildung 1 illustriert. Zustände oberhalb der VV Kurve sind weniger stabil, Zustände unterhalb der Kurve stabiler aus der Sicht des vertikalen Konflikts.

Der Zusammenhalt der Union hängt von der Kombination der beiden Konfliktpotentiale ab. Das gesamte Konfliktpotential ist also

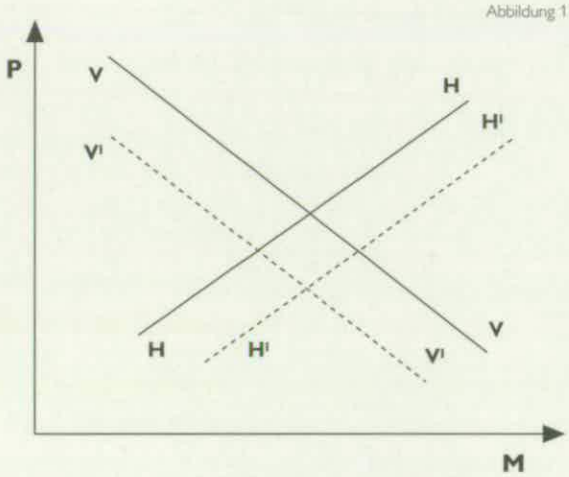
$$K = H + V.$$

Wir können nun die Wirkung einer zunehmenden fiskalischen Integration bei gegebenem Grad der politischen und monetären Integration betrachten. Sie stabilisiert die Union aus der Sicht des horizontalen Konflikts. Dies äußert sich in einer Verschiebung der HH Kurve nach außen ($H^{I}H^{I}$). Zugleich wächst aber das vertikale Konfliktpotential. Dies schlägt sich in einer Verschiebung der VV Kurve nach innen nieder ($V^{I}V^{I}$). Es treten also gleichzeitig

4 *Berthold (1995) legt diesen Zusammenhang für die sozialpolitischen Aspekte der fiskalischen Integration dar.*

destabilisierende und stabilisierende Effekte auf. Der Zusammenhalt der Währungsunion kann also gefördert oder gefährdet werden, je nachdem welches Potential stärker wächst.

Abbildung 1



Eine weiterführende Beurteilung bedarf daher einer zusätzlichen Annahme über die relativen Effekte auf das vertikale und das horizontale Konfliktpotential. Die Erfahrungen mit internationalen Zusammenschlüssen lehren, daß diese relativen Effekte vom Ausgangszustand abhängen. Je weniger gemeinsame fiskalische und politische Institutionen eine Gruppe von Ländern teilt, desto größer das Mißtrauen gegen Schritte in diese Richtung. Wenn dagegen die Bevölkerung, wie in einem Bundesstaat, bereits an die Existenz einer gewichtigen, zentralen Gewalt gewohnt ist, dann stoßen Erweiterungen der fiskalischen und politischen Macht auf sehr viel weniger Widerstand. Das bedeutet, daß das vertikale Konfliktpotential mit abnehmender Rate wächst, wenn die politische und fiskalische Integration vorangetrieben wird.

Ausgehend von einem geringen Grad der politischen und fiskalischen Integration einer Währungsunion wird zugleich die Schaffung eines geringfügigen zentralen Budgets oder eines Transfermechanismus von geringer Bedeutung die horizontalen Spannungen kaum mindern. So schätzte bereits der MacDougall-Report zur Währungsunion in den siebziger Jahren, daß eine effektive fiskalische Stabilisierung ein Haushaltsvolumen auf Unionsebene von mindestens 7% des BSP der Union erfordere – eine rund siebenfache Steigerung gegenüber dem aktuellen Volumen. Dies bedeutet, daß der stabilisierende Effekt einer Zunahme der politischen und fiskalischen Integration zunächst gering ist.

Unter diesen Umständen hängt die Wirkung begrenzter Maßnahmen zur Stärkung der politischen und fiskalischen Integration von der Ausgangslage ab. Sind im Ausgangszustand die bestehenden fiskalischen und politischen Institutionen der Union schwach, so überwiegt die Zunahme des vertikalen Konfliktpotentials: Begrenzte Maßnahmen in Richtung politischer und fiskalischer Integration destabilisieren die Währungsunion. Erst wenn die politische und fiskalische Integration bereits ein kritisches Maß überschritten haben, haben weitere Schritte in diese Richtung einen stabilisierenden Effekt.

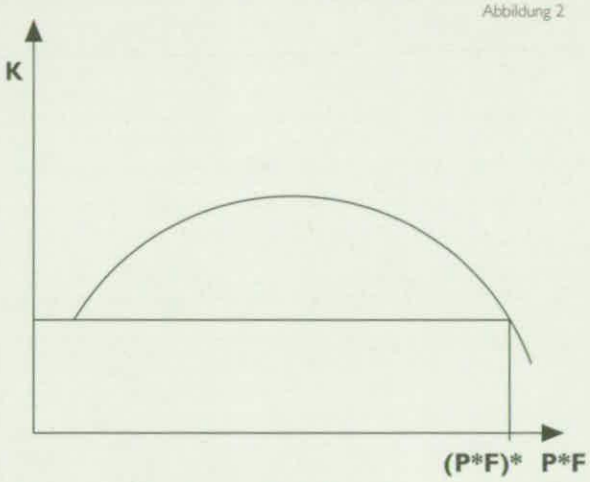
Diese Schlußfolgerung ist in Abbildung 2 dargestellt. Sie zeigt das gesamte Konfliktpotential der Währungsunion in Abhängigkeit des politischen und fiskalischen Integrationsgrads. Erst wenn das kritische Niveau (P*F)* überschritten ist, sind begrenzte Maßnahmen zur Fort-

führung der politischen und fiskalischen Union in der Lage, die Währungsunion gegenüber dem Ausgangszustand zu stabilisieren. Eine Politik der kleinen Schritte, die die Währungsunion anfangs nur mit relativ geringer politischer und fiskalischer Integration komplementiert, ist daher schlechter für ihren Zusammenhalt als entweder die Währungsunion ohne fiskalische Integration oder ihre Kombination mit einem relativ hohen Grad fiskalischer Integration. Die Existenz eines kritischen Niveaus erklärt, warum wir echte Währungsunionen nur in Kombination mit einem hohen Grad an politischer und fiskalischer Integration beobachten, während Zusammenschlüsse mit schwachen politischen und fiskalischen Elementen auch nur zu schwachen monetären Integrationsformen gefunden haben.

Wie wirkt nun eine Zunahme der Heterogenität der Mitglieder, die durch eine Erweiterung der Union entstehen könnte? In Abbildung 1 führt die Zunahme der Heterogenität dazu, daß die Kurve HH steiler wird: Jede Zunahme der monetären Integration führt zu stärkeren horizontalen Konflikten. In Abbildung 2 bedeutet dies, daß das kritische Niveau (P*F)* zunimmt. Daraus folgt, daß eine Erweiterung der Währungsunion bei mittleren Niveaus politischer und fiskalischer Integration ihre Stabilität mehr gefährdet, als wenn die Union entweder fiskalisch und politisch kaum oder sehr stark integriert ist.

Im Kern dieser Überlegungen steht also eine ambivalente Beziehung zwischen monetärer und politischer Integration.

Abbildung 2



Diese ambivalente Beziehung wird im folgenden Abschnitt anhand der historischen Entwicklung der monetären und politischen Integration der USA verdeutlicht.

Währungsunion, Fiskalunion und politische Union: Erfahrungen der USA

Wirtschaftliche Asymmetrie und fiskalische Integration

Als Währungsraum weisen die Staaten der USA bekanntermaßen erhebliche Unterschiede ihrer wirtschaftlichen Strukturen auf. Einige Kennzahlen verdeutlichen dies. 1991 variierte die Bevölkerungsdichte zwischen 1 Person je Quadratmeile in Alaska und 1046 in New Jersey; das Bevölkerungswachstum bewegte sich zwischen –4,7% in Iowa und 50,1% in Nevada. Der Anteil der Stadt- an der Gesamtbevölkerung lag 1990 zwischen 32% in Vermont und 92,6% in Kalifornien. 1991 betrug die geringste Arbeitslosenquote 2,1% in Hawaii, die höchste wurde mit 10,1% in West Virginia verzeichnet. Kalifornien hatte 1989 mit 642 Mrd Dollar das höchste BSP, während Nord- und Süddakota

mit je 11 Mrd am unteren Ende lagen. 1991 hatte Connecticut mit 21.967 Dollar das höchste verfügbare Einkommen pro Kopf der Bevölkerung, West Virginia lag mit 12.381 Dollar am unteren Ende. Während das verfügbare Volkseinkommen zwischen 1980 und 1991 im Durchschnitt der USA real um 2,4% jährlich zunahm, stagnierte das verfügbare reale Einkommen in West Virginia und wuchs in Nevada um 4,4%. Im Rezessionsjahr 1991 (–0,9% Wachstum des realen Volkseinkommens in den USA) wuchs das reale Einkommen in Wyoming um 2,6%, während es in Rhode Island um 3,8% sank. Hammond (1994) berichtet, daß die Standardabweichung der vierteljährlichen Inflationsdifferenzen zwischen den vier Censusregionen und dem Durchschnitt der USA im Zeitraum 1967–1991 bis zu 1,7% betrug. Während das konventionelle Bild des Amerikaners, der alle zwei bis drei Jahre den Wohnort wechselt, fast perfekte Mobilität der Arbeitskräfte suggeriert, zeugen die dauerhaften Unterschiede in den Arbeitslosenquoten der Staaten von erheblichen Mobilitätsbarrieren (Eichengreen, 1990).

Fiskalische Integration vollzieht sich in den USA ausschließlich in vertikaler Richtung, d. h. über den Weg des Haushalts der Bundesregierung. Ein horizontaler Finanzausgleich existiert ebensowenig wie eine Verpflichtung, anderen Staaten im Fall einer Finanzkrise zur Hilfe zu kommen. Insoweit man aus dem Solidaritätsgebot des Vertrags über die Europäische Union eine solche Verpflichtung ableiten kann, existiert in Europa bereits heute ein stärkerer horizontaler Verbund der Staatsfinanzen als in den USA.

Der fiskalische Ausgleich kurzfristiger asymmetrischer Schocks, die andernfalls durch Wechselkursanpassungen gemildert würden, erfolgt im Fiskalsystem der USA allein durch die Mechanismen der 1913 eingeführten Bundeseinkommensteuer und des zentralen Wohlfahrtssystems, das in den dreißiger Jahren entstand und in den sechziger Jahren stark expandierte. Empirisch ist das Bundeseinkommensteueraufkommen der einzelnen Staaten etwa proportional zum ihrem Bruttosozialprodukt (von Hagen, 1992). Eine Verringerung des BSP eines Staates um ein Prozent gegenüber dem Durchschnitt aller Staaten senkt seine Steuerzahlungen an den Bundeshaushalt um ein Prozent. Da das Einkommensteueraufkommen im Schnitt 8–9% des BSP der Staaten ausmacht, führt eine Verringerung des BSP eines Staates um ein Prozent gegenüber dem Durchschnitt zu einer Abnahme der Einkommensteuerzahlung um rd. 0,1% des BSP. Eine Senkung des BSP eines Staates um ein Prozent gegenüber dem Durchschnitt der Bundesstaaten erhöht zugleich die Zahlungen der Bundesregierung aus Wohlfahrtsprogrammen um rd. 20%. Da diese Zahlungen im Durchschnitt etwa 9% des BSP der Staaten betragen, macht dies eine Zunahme der Transfers um ca. 0,02% des BSP des betroffenen Staates aus. Insgesamt steht einer Senkung des BSP um ein Prozent gegenüber dem US-Durchschnitt eine Zunahme der Nettotransfers aus dem

Bundeshaushalt um 0,12% gegenüber.[5]

Arbeitslosenversicherung ist in den USA auf der Ebene der Bundesstaaten organisiert (von Hagen, 1992). Zwar wird sie finanziell durch das Finanzministerium der Bundesregierung verwaltet, aber das System beinhaltet keine Transfers zwischen den Staaten oder von der Bundesregierung an die einzelnen Staaten. Dies ändert sich lediglich, wenn der Präsident eine Verlängerung der Arbeitslosenhilfe (über die üblichen 13 Wochen hinaus) anordnet und diese mit speziellen Finanzhilfen der Bundesregierung koppelt. Selbst dann findet eine Reaktion auf asymmetrische Schocks nur statt, wenn in Zeiten von Sonderprogrammen der Bundesregierung zur Arbeitslosenunterstützung einzelne Staaten unterschiedlich von Arbeitslosigkeit betroffen sind. Da der Präsident sich in seiner Entscheidung jedoch an der nationalen Arbeitslosenquote orientiert, ist eine Reaktion auf asymmetrische Schocks durch diese Programme eher unwahrscheinlich. Darüber hinaus reagiert die Bundesregierung nur in dem impliziten Sinn auf asymmetrische Arbeitslosigkeit, daß sie die Solvenz der staatlichen Programme garantiert. Ein besonders großer Beschäftigungseinbruch in einem Staat, der die Insolvenz des staatlichen Arbeitslosenfonds zur Folge hätte, würde daher Finanzhilfen der Bundesregierung auslösen. Da die Bundesregierung seit 1982 den staatlichen Programmen Zinsen auf kurzfristige Finanzkredite berechnet, haben die Staatsregierungen Anreize, diesen Insolvenzfall zu vermeiden.

Arbeitslosenversicherung wurde in den USA durch den Social Security Act von 1935 eingeführt. Vor der Gesetzesinitiative der Regierung Roosevelt hatten einige Staaten, allen voran Wisconsin, staatliche Arbeitslosenversicherungen ins Leben gerufen. Die Initiative Roosevelts beruhte auf der Einsicht, daß eine allgemeine Versicherung auf dieser Basis nicht zustande kommen würde (Blaustein, 1993). In der Vorphase des Social Security Act konzentrierte sich die Auseinandersetzung vor allem auf die Frage, ob Arbeitslosenversicherung als Programm der Bundesregierung oder als gemeinsames Programm der Bundesregierung und der Bundesstaaten eingeführt werden sollte. Man einigte sich schließlich auf ein System, in dem die Bundesregierung allgemeine Standards festlegt, die Staaten jedoch beträchtliche Freiheit in der Ausgestaltung haben. Deutliche Unterschiede in der Dauer und der Höhe der Arbeitslosigkeit und der Korrelation von Beschäftigungsschwankungen zwischen verschiedenen Sektoren führten denn auch zu erheblichen Unterschieden in der Ausgestaltung der staatlichen Systeme. Während die Möglichkeit der gemeinsamen Versicherung von Risiken über Staatsgrenzen hinweg als Vorteil einer nationalen Lösung angesehen wurde, argumentierten die Gegner einer solchen Lösung, daß ein nationales System aufgrund der drastischen Unterschiede in den politischen Präferenzen der

5 *Einige Autoren kommen zu dem Ergebnis, daß die Elastizität des Bundeshaushalts in Bezug auf asymmetrische Schocks in den Bundesstaaten erheblich höher sei. Williamson (1991) und Eichengreen (1990) schätzen, daß eine Verringerung des BSP eines Staates um einen Dollar gegenüber dem US-Durchschnitt zu einer Erhöhung der Nettotransfers um 40 Cents führt. Diese Schätzungen vermischen jedoch die Reaktion des Bundeshaushalts auf permanente und auf transitorische Einkommensunterschiede. In der Diskussion um die Währungsunion interessieren jedoch nur die letzteren. Andere Schätzungen, die diesen Unterschied explizit berücksichtigen, finden ebenfalls erheblich geringere Reaktionen des amerikanischen Bundeshaushalts auf asymmetrische Schocks (vgl. Goodhart and Smith, 1993).*

Staaten ständigem Streit ausgesetzt und daher nicht lebensfähig sein würde.

Die Regierungen der amerikanischen Bundesstaaten unterliegen mit der einzigen Ausnahme von Vermont formalen Restriktionen, die das zulässige Defizit oder die zulässige Höhe der Staatsschuld beschränken. Dabei gibt es durchaus Unterschiede in der Strenge der Restriktionen.[6] Sie entstanden als Reaktion auf die Verschuldungskrisen, die in zahlreichen Staaten der Verschuldungswelle der 1830er Jahre folgten. Überschuldung und anschließende Schwierigkeiten, den Schuldendienst zu erfüllen, waren die Folgen ehrgeiziger, kreditfinanzierter Infrastrukturprojekte, die den finanziellen Erfolg des Staates New York beim Bau des Erie-Kanals nachahmen wollten. In den 1840er Jahren erließen die Parlamente Defizit- und Verschuldungsgrenzen als Schutz des Steuerzahlers vor öffentlicher Verschwendung und Betrug (Ratchford, 1944). Ähnliche Reaktionen erfolgten auf die Mißwirtschaft einiger Gouverneure nach dem Bürgerkrieg in den Südstaaten. Im Zusammenhang mit unserer Diskussion ist beachtenswert, daß die fiskalischen Restriktionen interne, politische Konflikte der Staaten reflektieren und nicht zur Verringerung des horizontalen Konfliktpotentials in der Währungsunion eingeführt wurden.

Die amerikanische Erfahrung macht deutlich, daß numerische Restriktionen ungeeignet sind, um Staatsschuld und Defizite effektiv zu beschränken. Ein Vergleich der Defizit- und Verschuldungsquoten zeigt, daß Staaten mit sehr restriktiven Regeln nicht signifikant geringer verschuldet sind oder im längerfristigen Durchschnitt geringere Defizite aufweisen (von Hagen, 1991). Der Schlüssel zu diesem vermeintlichen Widerspruch liegt darin, daß Defizit- und Verschuldungsgrenzen sich auf die im Staatsbudget ausgewiesenen finanziellen Aktivitäten der Regierung und auf die staatlich garantierte Schuld beziehen. Regierungen mit sehr strengen Restriktionen weisen ein deutlich größeres Ausmaß an „off-budget" Aktivitäten aus und einen höheren Anteil nicht vollständig garantierter Verschuldung. Formale Restriktionen induzieren Substitution zugunsten nicht im Budget erfaßter Finanzierung von Staatstätigkeit anstelle fiskalischer Disziplin. Zur Lösung des aus der nominalen Staatsschuld resultierenden horizontalen Konfliktpotentials in der Währungsunion sind sie dagegen ungeeignet.

Der eigentliche Schutz der amerikanischen Währungsunion vor den möglichen geldpolitischen Folgen der Verschuldungskrise eines Staates resultiert vielmehr aus zwei anderen Grundsätzen: dem Fehlen einer gegenseitigen Solidaritätsverpflichtung oder -vermutung in finanziellen Krisen und dem Fehlen einer Verpflichtung der Bundesregierung, einzelnen Staatsregierungen in finanziellen Krisen zu Hilfe zu kommen. Die amerikanische Bundesregierung hatte zwar nach den Revolutionskrisen die Verschuldung der Staaten übernommen, diese Entschuldung war aber aus der Sicht einzelner Staaten mit großen Ungerechtigkeiten verbunden und daher auf erbitterte

6 *So muß in einigen Staaten der Gouverneur einen ausgeglichenen Haushalt vorschlagen, in anderen muß das Parlament einen ausgeglichenen Haushalt verabschieden, in anderen muß der Gouverneur einen ausgeglichenen Haushalt unterzeichnen. In manchen Staaten können Defizite intertemporal ausgeglichen werden, anderswo ist dies nicht zulässig. Obergrenzen für die Staatsschuld können in einigen Staaten vom Parlament geändert werden, in anderen Staaten ist dafür eine Volksabstimmung erforderlich. Vgl. von Hagen (1991).*

Opposition gestoßen (Shannon, 1951). In der Schuldenkrise Ende der 1830er Jahre lehnte die Bundesregierung – trotz des Drucks ausländischer Investoren – eine Auslösung der Staaten ab, ein Prinzip, das seither gültig geblieben ist, wie etwa die Episode der Finanzkrise von New York gezeigt hat. Die damit geltende Androhung, eine Staatsregierung die Folgen finanzieller Mißwirtschaft selbst tragen zu lassen, ist zum einen in den USA glaubwürdig, weil in dem Verbund von 50 Staaten jeder einzelne Staat zu „klein" ist, um eine Mehrheit für finanziellen Beistand in einer Schuldenkrise zu gewinnen. Zum anderen verfügen die Staaten über hinreichend große Steuerbasen, so daß ihnen eine Lösung eines Schuldenproblems in eigener Regie zugemutet werden kann (Eichengreen und von Hagen, 1995).

Politische Union und Währungsunion: Vertikale Konflikte

Kennzeichnend für die Entwicklung der USA als Währungsunion ist die Dominanz des vertikalen Konfliktpotentials. Seit dem Ende des 18. Jahrhunderts war die Entwicklung der monetären Institutionen der USA von dem Konflikt zwischen zwei Parteien geprägt: einer, die in der Tradition Jeffersons eine Zentralisierung des Geldwesens zu verhindern suchte, und einer anderen, die in der Tradition Hamiltons eben diese Zentralisierung vorantreiben wollte (McCulley, 1992). Erstere setzte auf Demokratie und Dezentralisierung politischer und wirtschaftlicher Macht und verkörperte vornehmlich argrarische Interessen; jegliche finanzielle Machtkonzentration war ihr suspekt. Letztere verfolgte die Vision einer USA als Handels- und beginnender Industriestaat unter der Leitung einer – auch finanziell – starken Regierung. In dieser Auseinandersetzung wurde die politische Integration zur kritischen Variablen. Der schrittweise Ausbau der Macht der Bundesregierung gegenüber den Bundesstaaten ermöglichte eine zunehmende Zentralisierung auch der geldpolitischen Institutionen. Die Zeit bis zum Bürgerkrieg (1861–65) war durch abwechselnde Bewegungen in beide Richtungen geprägt.

Nach Artikel I Absatz 10 der amerikanischen Verfassung sind die Bundesstaaten nicht berechtigt, Papiergeld auszugeben. Dieses Verbot reflektiert die starke Abneigung gegen Papiergeld, die sich aufgrund der Inflation in den Revolutionsjahren entwickelt hatte (Russell, 1991). Interessant für Europa ist der geschichtliche Hinweis, daß die Verfassungsväter darüber hinaus mit dem Verbot bundesstaatlicher Währungen die für die Entwicklung des Binnenhandels störende Varianz der Wechselkurse ausschließen wollten (Rolnick et al., 1993).

Dennoch war es den Staatsregierungen möglich, sich eine Quelle monetärer Defizitfinanzierung zu verschaffen. Die Verfassungsvorschrift ließ sich umgehen, indem Staatsregierungen Konzessionen an Banken vergaben, in denen sie selbst Beteiligungen hielten. Diese Banken waren verpflichtet, Staatsschuld zu erwerben; sie brachten Banknoten in Umlauf, die je nach Zahlungsfähigkeit des

ausgebenden Instituts mit einem Diskont gehandelt wurden. Einer Vielzahl derartiger Staatsbanken standen Ende der 1780er Jahre nur drei überregionale Banken gegenüber.

Die Gründung einer finanziell starken Nationalbank war ein zentrales Element des finanziellen Sanierungsplans für die junge Republik, den Finanzsekretär Hamilton Ende der 1780er Jahre vorlegte. Trotz verfassungsrechtlicher Bedenken unterzeichnete George Washington 1791 das Gesetz über die Gründung der Ersten Bank der USA, das der Bank eine 20jährige Lebenszeit bescherte. Die Bank hatte das Monopol zur Haltung von Einlagen der Regierung und zur Vergabe von zinsgünstigen Krediten an die Bundesregierung; die von ihr ausgegebenen Banknoten waren – neben Gold und Silber – als Zahlungsmittel für Steuerverbindlichkeiten anerkannt. Zur Sicherung des Pariverhältnisses war ihre Notenausgabe auf den Wert des Eigenkapitals begrenzt. Gegenüber den Staatsbanken nahm die Erste Bank rasch eine dominierende Stellung ein. Trotz ihres finanziellen Erfolgs löste Präsident Madison jedoch nach dem politischen Machtwechsel die Erste Bank nach Auslaufen ihrer Konzession 1811 auf. Die Abneigung gegen die Machtstellung der Staatsbank und das Mißtrauen gegen ausländische Investoren, die bedeutende Anteile der Ersten Bank hielten, waren zu groß. Infolge der Auflösung der Bank kam es rasch wieder zu einer Zunahme der Zahl der Staatsbanken und des Umlaufs der von ihnen ausgegebenen Banknoten.

Der Krieg gegen England (1812–13), den die Bundesregierung zum Teil durch die Ausgabe von Schatzamtscheinen mit teilweisem Zahlungsmittelcharakter finanzierte, stellte die Regierung vor neue Verschuldungsprobleme. 1814 suspendierten alle Banken außerhalb von Neuengland die Einlösung von Banknoten in Gold- und Silbermünzen. 1816 entstand vor diesem Hintergrund die Zweite Bank der USA, ebenfalls mit einer Konzession für 20 Jahre und weitgehend nach dem Muster der Ersten Bank gestaltet. Damit schwang das Pendel wieder zurück in Richtung größerer geldpolitischer Einflußnahme der Bundesregierung. Ihr Einfluß wurde durch die Urteile des Obersten Gerichtshofs in McCulloch v. Maryland und Osborn v. Bank of the US gestärkt, in denen der Gerichtshof Versuche einzelner Staatsregierungen, Zweigstellen der Zweiten Bank steuerlich zu diskriminieren, untersagte (Faulkner, 1957).

Fatalerweise geriet die Zweite Bank jedoch ins Zentrum des Konflikts zwischen der Bundesregierung und den Staaten im Süden und Westen der USA. Dort hatte der Kollaps der Agrarpreise von 1818/1819 zur Zahlungsunfähigkeit des Agrarsektors geführt, die ihrerseits die im wesentlichen auf die Kreditversorgung der Farmer ausgerichteten Banken in die Zahlungsunfähigkeit trieb. Bankpaniken waren die Folge und führten dazu, daß zahlreiche Banken im Süden und Westen die Einlösung ihrer Banknoten suspendierten. Die Regierungen

der betroffenen Staaten reagierten mit der Errichtung von Banken, welche die Kreditversorgung der Farmer aufrechterhalten sollten, deren Banknoten jedoch aufgrund der Inkonvertibilität mit hohen Abschlägen gehandelt wurden. Nachdem die Regierungen diese Noten zur Steuerzahlung akzeptierten oder in anderer Weise bevorzugten, war damit de facto und gegen die Verfassung einzelstaatliches Geld geschaffen.

In dieser Lage drängte die Zweite Bank auf die baldige Rückkehr der Banken im Süden und Westen zur vollständigen Konvertibilität ihrer Noten. Sie sah dies einerseits als Voraussetzung dafür, ihr Geschäft im Süden und Westen auszuweiten, andererseits sah sie sich durch die Politik der Bundesregierung dazu veranlaßt. Während Regierungen und Gerichte der Region die im Grunde illegale Beschränkung der Konvertibilität von Banknoten duldeten, setzte sich die Zweite Bank in Bundesgerichtshöfen, die keinen solchen Schutz gewährten, durch. In der Folge wurden die Banken zur Rückkehr zur Konvertibilität gezwungen; eine Aktion, welche die regionale Wirtschaftskrise verstärkte, außerhalb der Region aber als Durchsetzung einer nationalen Währung gepriesen wurde.

Die Wahl Präsident Jacksons 1828 änderte das politische Bild. Jackson war ein erklärter Gegner der Zweiten Bank sowie jeder Konzentration finanzieller Macht, hinter der er undemokratische Einflußnahme witterte. Nachdem Jacksons erster Bericht zur Lage der Nation 1829 sich deutlich gegen die Zweite Bank wandte, begannen im Kongreß Bemühungen, die Verlängerung ihrer Konzession möglichst früh zu sichern. Gerade dadurch wurde jedoch der Konflikt um die Zweite Bank zur zentralen politischen Auseinandersetzung. Nicholas Biddle, seit 1823 Präsident der Zweiten Bank, besaß das politische Ungeschick, sich auf einen offenen Konflikt mit dem Präsidenten einzulassen, in dessen Verlauf er durch eine restriktive Kreditpolitik die USA in die Rezession der „Biddle Panik" stürzte. Sein eigenmächtiger Konfrontationskurs trug letztlich zu Jacksons politischer Stärkung bei, da dieser die Wähler von dem Übel finanzieller Machtkonzentration überzeugte. Unmittelbar nach Jacksons Wiederwahl 1832 verabschiedete der Kongreß ein Gesetz zur Verlängerung der Konzession der Zweiten Bank, das Jackson durch sein Veto verhinderte. Nachdem sich der Kongreß unfähig zeigte, Jacksons Veto zu überstimmen, war das Schicksal der Bank besiegelt. 1836 endete ihre Konzession. Die finanziellen Unruhen, die ihre Auflösung begleiteten, trugen mit zu der Rezession und damit den Verschuldungskrisen einzelner Staaten am Ende der 1830er Jahre bei (Temin, 1969).

Die Periode von 1836 bis zum Bürgerkrieg war eine Ära geldpolitischer Dezentralisierung, die Zeit des sog. Freien Bankwesens. Bis 1862 gab es keine Notenausgabe durch eine von der Bundesregierung konzessionierte Bank, dagegen nahm die Zahl der Staatsbanken und privater Banken rapide zu. Ein wirklich „freies" Bankwesen war es jedoch nicht. Im Gegenteil waren die Banken strikter

Regulierung durch die Regierungen unterworfen, die sich durch die Banken eine indirekte Finanzierungsquelle sicherten (Selgin, 1988). Zugleich wurde das Schatzamt zur Bank des Bundes. Das Münzgeld-Dekret von 1836 verpflichtete es, Zahlungen nur noch in Hartgeld zu akzeptieren, während der Independent Treasury Act der Regierung Van Buren dem Schatzamt das Halten von Einlagen bei Staatsbanken untersagte. Tatsächlich bestand der Geldumlauf – neben Münzen – aus einer Vielzahl unterschiedlicher Banknoten, die mit zum Teil sehr verschiedenen Diskonten gehandelt wurden (Faulkner, 1957).

Parallel zu diesen Entwicklungen vollzog sich die Festigung der politischen Integration der USA. Drei wichtige Entscheidungen des Obersten Gerichtshofs verdeutlichen den Prozeß (Stephenson et al., 1988). 1803 etablierte der Gerichtshof in Marbury v. Madison seine Autorität als höchste Instanz in Konflikten zwischen Staats- und Bundesregierungen. Die schon erwähnte Entscheidung in McCulloch v. Maryland (1819) besagte, daß Bundesstaaten sich Maßnahmen der Bundesregierung nicht widersetzen dürfen, wenn die Verfassung die Autorität der Bundesregierung impliziert. 1824 entschied der Gerichtshof in Gibbons v. Ogden, daß Gesetze der Bundesregierung in Bereichen, in denen die Verfassung ihr explizit Autorität gewährt, konkurrierende Vorschriften der Staatsregierungen außer Kraft setzen.

Der Bürgerkrieg war der Höhepunkt dieser Entwicklung. Er manifestiert das Prinzip, daß Bundesstaaten die USA nicht verlassen können. Die Stärkung der Bundesregierung durch den Ausgang des Krieges schlug sich auch in geldpolitischer Hinsicht nieder (Parthemos, 1988). Bereits während des Krieges autorisierte der Kongreß in den Legal Tender Acts von 1862 Lincolns Finanzsekretär Chase zur Ausgabe von Schatzanweisungen, die nicht in Edelmetall konvertierbar waren und als Zahlungsmittel für alle privaten und öffentlichen Schulden galten, den sog. „greenbacks". Das Finanzministerium wurde dadurch zu einer geldschöpfenden Instanz. Ende 1865 bestand rund die Hälfte des Geldumlaufs aus „greenbacks".

Der Kongreß war jedoch nicht bereit, ein von der Bundesregierung ausgegebenes Papiergeld als alleiniges Zahlungsmittel zuzulassen – zu groß war die Sorge, daß die Regierung durch verschwenderische Staatsausgaben die Inflation antreiben würde (McCulley, 1992). Selbst Chase war als Finanzsekretär davon ausgegangen, daß die „greenbacks" in Friedenszeiten wieder eingezogen würden und die Bundesregierung sich damit aus dem Prozeß der Geldschöpfung zurückziehen würde. Eine entsprechende Resolution fand 1865 im Kongreß eine Unterstützung von 144 zu sechs Stimmen. Mit Gesetz vom 12. April 1866 beschloß der Kongreß, die „greenbacks" nach dem Bürgerkrieg wieder einzuziehen. Dieses Vorhaben wurde jedoch angesichts der Nachkriegsrezession 1868 vom Kongreß suspendiert.

Die Verfassungsmäßigkeit der Geldschöpfung durch die

Bundesregierung blieb nicht unangefochten. Wie umstritten sie war, wird in den einschlägigen Urteilen des Obersten Gerichtshofs deutlich. In Hepburn v. Griswold entschied der Gerichtshof 1870, daß der Kongreß nicht die Autorität besitze, „greenbacks" zu gesetzlichen Zahlungsmitteln zu erheben. Faszinierend an diesem Urteil ist nicht zuletzt, daß es von eben demselben Chase, der inzwischen Oberster Richter geworden war, verfaßt wurde (Friedman und Schwartz, 1963). Obwohl der Fall sich auf die Nachkriegsschöpfung von „greenbacks" bezog, implizierte das Urteil auch die Unzulässigkeit der Geldschöpfung während des Krieges. In Knox v. Lee (1871) benutzte jedoch der Gerichtshof – der Kongreß hatte inzwischen zwei Sitze im Obersten Gericht mit Befürwortern der „greenbacks" neu besetzt – die erste Gelegenheit, den früheren Spruch zu revidieren und die Verfassungsmäßigkeit der Ausgabe von „greenbacks" als Zahlungsmittel zu bestätigen. Damit war die Macht der Bundesregierung in monetären Dingen erheblich gefestigt.

Andererseits hatte sich im Kongreß die Ansicht verbreitet, daß das seit 1836 geltende System einer ungeordneten Vielzahl von notenausgebenden Banken, die in den Bundesstaaten konzessioniert waren, ineffektiv sei. Zur Reform dieses Systems erließ der Kongreß 1863 das Nationale Bankgesetz. Es sah die Vergabe von Bankkonzessionen durch die Bundesregierung vor und schuf dadurch die Grundlage für ein nationales Bankensystem. Zur ausreichenden Kreditversorgung des Staates – und damit zur Begrenzung des Umlaufs der „greenbacks" – wurde die Banknotenausgabe der Nationalen Banken an den Erwerb von Regierungsanleihen gebunden. Die Erhebung einer Strafsteuer von 10% auf die Notenausgabe von Banken mit bundesstaatlicher Konzession gab den Nationalen Banken de facto das Monopol der Banknotenausgabe (Parthemos, 1988).

Das neue Bankgesetz war ein Kompromiß zwischen dem Bestreben für eine stärkere nationale Kontrolle des Geldwesens und dem von der Furcht vor zu großer Machtkonzentration begründeten Beharren auf geldpolitischer Dezentralisierung. Es transferierte das Prinzip des Freien Bankwesens von der bundesstaatlichen auf die nationale Ebene, indem es die Zulassung einer unbegrenzten Zahl von Banken unter nationaler Konzession vorsah, mit der alleinigen Einschränkung, daß die Antragsteller für eine Konzession bestimmte Minimalanforderungen erfüllen mußten. Um Banknoten ausgeben zu können, mußten Banken mit nationaler Konzession US- Regierungsanleihen im Wert eines Drittels ihres eingezahlten Kapitals erwerben und beim Finanzministerium gegen Schatzanweisungen hinterlegen. Die er-

haltenen Schatzanweisungen – anfänglich im Wert von 90%, später im vollen Wert der hinterlegten Anleihen – konnten anschließend bei der Währungsaufsichtsbehörde (Comptroller of the Currency) gegen nationale Banknoten eingetauscht werden: Diese Banknoten hatten ein standardisiertes Emblem auf der Vorderseite und trugen den Namen der ausgebenden Bank auf der Rückseite. Die Banken unterlagen darüber hinaus einer Reservepflicht. Nationale Banknoten wurden so indirekt zu einer Verbindlichkeit des Finanzministeriums.

Mit dem National Currency Act von 1864 erhielt die Bundesregierung die Kontrolle über den maximalen Betrag ausstehender nationaler Banknoten; 1865 beschloß der Kongreß, die regionale Verteilung der emittierten Banknoten an die Bevölkerungszahl der Staaten zu knüpfen. Während das Ziel dieser Vorschrift die Schaffung eines objektiven Standards zur regionalen Verteilung des Geldumlaufs war, verstärkte das Gesetz regionale monetäre Konflikte, indem es das Geldangebot in den wirtschaftlich weniger entwickelten Regionen künstlich verknappte.

In der Folge der Bankpanik von 1873 unternahm der Kongreß mehrmals Versuche, den Umlauf an „greenbacks" zu erhöhen. Diese Versuche kulminierten in der „inflation bill" von 1874, in der Kongreß und Senat einer Erhöhung des Umlaufs zustimmten. Dieses Gesetz scheiterte am Veto Präsident Grants; kurz darauf verabschiedete der Kongreß ein Gesetz, das den maximalen Umlauf der „greenbacks" endgültig fixierte. Nach den Wahlen von 1874, in denen die Republikaner die Kontrolle im Kongreß verloren, folgte 1875 das Gesetz zur Rückkehr zur Goldkonvertibilität, die für Anfang 1879 vorgesehen war. Dieses Gesetz sah zugleich den vollständigen Einzug der „greenbacks" vor und hob die Obergrenze der Ausgabe von Banknoten auf, so daß Banken in der Notenausgabe keinen Restriktionen unterlagen. Der Rückzug der Bundesregierung aus dem Geldwesen war damit vorgezeichnet.

De facto verlieh dieses Gesetz aber dem Finanzsekretär erheblichen Entscheidungsspielraum in der Steuerung des Umlaufs an „greenbacks". Als der Kongreß 1878 mit dem Bland-Allison Act die Einziehung der „greenbacks" stoppte, war das Resultat gerade umgekehrt als ursprünglich gedacht: Noten der Bundesregierung waren damit zum festen Bestandteil des Geldangebots geworden und ihre deutliche Machtstellung in der Geldpolitik zementiert.

Die Gesetzgebung während und nach dem Bürgerkrieg hinterließ den USA ein Währungssystem, das durch den Kompromiß zwischen Befürwortern und Gegnern geldpolitischer Zentralisierung gekennzeichnet war – ein denkbar ungeeignetes System. In diesem gemischten System war das Geldangebot an das Volumen ungetilgter Schuldverschreibungen der Bundesregierung gebunden. Fiel der Zins auf Regierungsanleihen, kauften die Banken weniger Anleihen und im Endeffekt fiel der Geldumlauf. Die Bemühungen der Bundesregierung in der Zeit nach dem Bürgerkrieg, die

ausstehende Staatsschuld zu verringern, bedeuteten monetär, daß die Geldversorgung nicht mit dem Trend der realen Güterproduktion wachsen konnte.

Zugleich entstand durch die Verpflichtung zur Reservehaltung ein pyramidenförmiges System mit kleinen Banken in ländlichen Gebieten an der Basis und den New Yorker Banken an der Spitze. Diese Struktur förderte die zunehmende Dominanz der New Yorker Banken und damit zugleich der Investmentbanken über die Handelsbanken. Das Geldangebot besaß in diesem System keine ausreichende Elastizität, um auf saisonale oder regionale Schwankungen der Geld- und Kreditnachfrage zu reagieren, so daß es insbesondere während der Erntesaison immer wieder zu Bankkrisen kam (vgl. Dwyer und Gilbert, 1989).

Die Bankpanik von 1907 wurde zum Auslöser einer Reformbewegung, an deren Ende 1913 die Schaffung des Federal Reserve System stand. Auch hier ist das vertikale Konfliktpotential, die Auseinandersetzung zwischen Befürwortern und Gegnern einer Kontrolle der Geldpolitik durch die Bundesregierung, prägend. Vorschläge eines Systems autonomer, regionaler Reservebanken standen Plänen eines zentralisierten Systems unter Kontrolle des Präsidenten gegenüber (McCulley, 1993). Die endgültige Lösung entwickelte sich dezentraler als Präsident Wilson dies vorhergesehen hatte. Während die Banken die Vorstände der regionalen Reservebanken des neuen Systems besetzten, oblag dem Präsident das Recht der Besetzung des Federal Reserve Board. Letzteres operierte als unabhängige Institution, so daß weder politische Macht noch der Einfluß des Finanzsektors das System dominieren sollte. Die Mitgliedschaft im System war freiwillig; 1930 waren etwa ein Drittel aller Banken Mitglieder, darunter alle Banken unter nationaler Konzession und die meisten großen Banken unter bundesstaatlicher Konzession. Insgesamt kontrollierten Mitgliedsbanken etwa zwei Drittel aller Bankaktiva in den USA (Patrick, 1993).

Das Federal Reserve System wurde zur notenausgebenden Institution. Die gewünschte Elastizität des Geldangebots sollte durch die Möglichkeit erreicht werden, Handelswechsel und ähnliche kurzfristige Kreditinstrumente bei den Reservebanken zu diskontieren. In dem ursprünglichen System waren die Reservebanken in ihren finanziellen Operationen – Offenmarktgeschäfte und Fixierung des Diskontsatzes – autonom. Ein Mindestmaß an Koordination ihrer Geschäfte erfolgte lediglich durch das Federal Advisory Committee, das jedoch allein beratende Funktion hatte.

In dem neuen System lag die Entscheidungsmacht vornehmlich bei den Präsidenten der regionalen Reservebanken. Die halbjährliche Konferenz der Präsidenten entwickelte sich zu dem wichtigsten Entscheidungsgremium für die Grundsätze der Politik des Systems (Parthemos, 1990). 1923 wurde das Open Market Investment Committee

geschaffen, in dem je ein Vertreter der regionalen Reservebanken saß und das die regionalen Offenmarktoperationen koordinieren sollte. Das 1930 ins Leben gerufene Open Market Policy Committee wurde mit der Festlegung der Konditionen der Offenmarktgeschäfte für das gesamte System betraut. Seine Mitglieder waren explizit an Weisungen ihrer regionalen Vorstände gebunden.

Die größte Schwäche dieser Lösung lag in der mangelnden Entscheidungsfähigkeit in Situationen, in denen die regionalen Vertreter unterschiedlicher Ansichten über den Kurs der Geldpolitik waren. Sie wurde eine Zeitlang durch die Führungsqualitäten Benjamin Strongs, des Präsidenten der New Yorker Reservebank, überdeckt, trat jedoch nach dessen Tod 1928 offen zutage. Friedman und Schwartz (1963) argumentieren, daß die mangelnde Entscheidungskapazität die Unfähigkeit der amerikanischen Geldpolitik im Umgang mit der beginnenden Großen Rezession erklärt. Das Übergewicht regionaler Interessen gegenüber der Notwendigkeit, einen nationalen geldpolitischen Kurs zu entwickeln, verstärkte die Ineffizienz der Reaktion auf die Wirtschaftskrise (von Hagen und Süppel, 1994). In der Deflation der beginnenden Wirtschaftskrise emittierten einige Staaten kurzfristige Schatzanweisungen, die partiell Zahlungsmittelcharakter hatten. Dadurch wurde das nationale Währungssystem teilweise erodiert.

Angesichts dieser Situation tat Präsident Roosevelt mit dem Bankgesetz von 1935 den entscheidenden Schritt. Er ersetzte das Open Market Policy Committee durch das Federal Open Market Committee, in dem sieben von der Bundesregierung ernannten und vom Kongreß bestätigten Gouverneuren nur noch fünf stimmberechtigte Präsidenten der regionalen Reservebanken gegenüberstehen. Darüber hinaus verpflichtete das Gesetz die regionalen Bankpräsidenten, nicht als Delegierte ihrer Banken zu stimmen. Die Ernennung der regionalen Präsidenten wurde von der Zustimmung des Board abhängig gemacht. Gleichzeitig gaben die Banking Acts von 1933 und 1935 der Bundesregierung die Autorität der Regulierung der Bankzinsen und damit des direkten Eingriffs in das Bankgeschäft und der Steuerung des Geldangebots. Damit war der heutige Grad der Zentralisierung der amerikanischen Geldpolitik erreicht, ein Schritt, der durch den Machtzuwachs der Bundesregierung gegenüber den Bundesstaaten im Zuge der Politik des New Deal möglich wurde.

Lektionen für die EWU

Unser Überblick über die geschichtliche Entwicklung der USA als Währungsraum verdeutlicht den steten Konflikt zwischen dem wirtschaftlichen Interesse an monetärer Integration einerseits und dem politischen Mißtrauen gegenüber finanzieller Machtkonzentration in den Händen der Bundesregierung andererseits. Er ist Ausdruck dessen, was wir eingangs als das vertikale Konfliktpotential bezeichnet hatten. Das vertikale Konfliktpotential führte

dazu, daß Bewegungen in Richtung größerer geldpolitischer Integration stets nur möglich waren, wenn die Zentralregierung diese durch eine Ausweitung ihrer politischen Macht durchsetzen konnte.

Das Beispiel der USA ist interessant, weil es die Ambivalenz der Beziehung zwischen monetärer und politischer Integration verdeutlicht. Es zeigt nicht die Notwendigkeit politischer Integration als Vorbedingung für monetäre Integration, denn es impliziert nicht, daß eine amerikanische Währungsunion mit weniger politischer Integration nicht adäquat hätte funktionieren können. Das Beispiel verdeutlicht aber, daß das Wechselspiel einer allmählichen Ausweitung der politischen und monetären Integration bei gegebenen fiskalischen Institutionen zu einer Balance führt, die nicht unbedingt wünschenswert ist. Besonders lehrreich für die Entwicklung Europas erscheint die Zeit zwischen 1865 und 1935: eine Zeit, in der die politische Integration bereits zu stark war, um eine völlige monetäre Dezentralisierung zu tolerieren, aber zu schwach, um den für ein befriedigendes Funktionieren einer Währungsunion notwendigen Grad monetärer Zentralisierung zu erzeugen.

Die Lektion für Europa ist daher, daß „ein bißchen" mehr politische Integration zusammen mit monetärer Integration schlechter sein mag, als entweder ein geringer Grad oder ein hoher Grad der Integration in beiden Dimensionen. Dagegen mag man einwenden wollen, daß die europäischen Institutionen besser gegen politische Einflüsse geschützt seien als die amerikanischen, da sie durch internationale Verträge geschaffen sind, deren Änderung auch ein Europäisches Parlament nicht erreichen kann. Eine solche Ansicht zöge sich jedoch auf die Wunschvorstellung zurück, daß politische und wirtschaftliche Interessen verschwinden, wenn nur die politischen Grundsätze auf dem Papier geregelt sind. Realistischer erscheint die Erwartung, daß die relevanten Interessengruppen Wege finden, um ihren Einfluß zum Tragen zu bringen. Die Balance zwischen einer partiellen politischen und der monetären Integration wird sich in Europa anders manifestieren als in den USA, aber sie wird damit nicht automatisch wünschenswerter.

Wie steht es um die Möglichkeit weitergehender fiskalischer Integration in dieser Beziehung? Wir haben argumentiert, daß zunehmende fiskalische Integration das horizontale Konfliktpotential in der Währungsunion mindern und damit die Notwendigkeit einer den Zusammenhalt der Union garantierenden zentralen Macht vermindern kann. Auf das vertikale Konfliktpotential wirkt fiskalische Integration dagegen eher positiv. Im Endeffekt könnte die Einrichtung etwa einer europäischen Arbeitslosenversicherung in Verbindung mit einem relativ geringen Grad politischer Integration die Währungsunion daher ebensogut destabilisieren wie stabilisieren. Konkret bedeutet dies: Der aus kurzfristiger, politischer Perspektive attraktive Weg, die Währungs-

union mit „ein bißchen mehr" fiskalischer und „ein bißchen mehr" politischer Integration zu verbinden, könnte geradewegs zur schlechtesten aller Lösungen führen.

Eine zweite Lektion betrifft die Aussichten für eine „kleine" EWU. Bleibt die EWU auf eine kleine Gruppe von Staaten in der Europäischen Union beschränkt, so wird innerhalb dieser Gruppe der Wunsch entstehen, den Grad der fiskalischen und politischen Integration möglichst rasch über das kritische Niveau hinaus voranzutreiben, das zur Stabilisierung der Währungsunion erforderlich ist. Die Folge wäre die Entstehung eines engen Staatenbundes innerhalb der Europäischen Union, die dadurch in zwei Gruppen gespalten würde. Die „kleine" EWU, die aus geldpolitischer Sicht heute attraktiver und wahrscheinlicher erscheint, könnte so langfristig die europäische Einigung behindern.

Literaturverzeichnis

Berthold, N. Währungsunion, Sozialunion und Politische Union – Anmerkungen zur Interdependenz von Ordnungen, mimeo, Universität Würzburg, 1995.

Blaustein, S. J. Unemployment Insurance in the United States. Kalamazoo: W. E. Upjohn Institute, 1993.

Cohen, B. J. Beyond EMU: The Problem of Sustainability. in: Barry Eichengreen und Jeffrey Frieden (Hrg.), The Political Economy of European Monetary Unification. Boulder: Westview Press, 1994.

Dwyer, G. P. Jr., Alton, R. G. Bank Runs and Private Remedies. in: Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Review, 43–61, Mai/Juni, 1989.

Eichengreen, B. One Money for Europe? Lessons from the US Currency Union. Economic Policy 10, 118–66, 1990.

Eichengreen, B. A More Perfect Union? On the Logic of Economic Integration. Frank D. Graham Memorial Lecture, Princeton University, mimeo, 1995.

Eichengreen, B., von Hagen, J. Fiscal Policy and Monetary Union: Federalism, Fiscal Restrictions and the No-Bailout Rule. CEPR Discussion Paper 1246, 1995.

Faulkner, H. U. Geschichte der amerikanischen Wirtschaft. Düsseldorf: Econ Verlag, 1957.

Friedman, M., Schwartz, A. J. A Monetary History of the United States, 1867–1960. Princeton: Princeton University Press, 1963.

Goodhart, Ch., Smith, St. Stabilization. in: The Economics of Community Public Finance. European Economy Reports and Studies 5, 417–56, 1993.

Hammond, G. W. Three Essays on the Regional Economics of Monetary Union. PhD Dissertation, Indiana University School of Business, 1994.

Havrilevsky, Th., Schweitzer, R. A Theory of FOMC Dissent with Evidence from the Time Series. in: Thomas Mayer (Hrg.), The Political Economy of American Monetary Policy, Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

McCulley, R. T. Banks and Politics During the Progressive Era. New York: Garland Publishing Inc., 1992.

Parthemos, J. The Federal Reserve Act of 1913 in the Stream of US Monetary History. Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review 74/4, 19–28, 1988.

Parthemos, J. The Federal Reserve Bank of Richmond: Governor Seay and the Issues of the Early Years. Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review 76/1, 7–17, 1990.

Patrick, S. C. Reform of the Federal Reserve System in the Early 1930s. The Politics of Money and Banking. New York: Garland Publishing Inc., 1993.

Rolnick, A. J., Smith, B. D., Weber, W. E. In Order to Form a More Perfect Monetary Union. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review 17/4, 2–13, 1993.

Russell, St. The U.S. Currency System: A Historical Perspective. in: Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Review, 34–61, September/Oktober, 1991.

Selgin, G. A. The Theory of Free Banking. Totowa: Roman & Littlefield, 1988.

Shannon, F. A. America's Economic Growth. New York: McMillan, 1951.

Stephenson, P., Brester, R., Friedrich, R., Karlosky, J. American Government. New York: Harper and Row, 1988.

Temin, P. The Jacksonian Economy. New York: Norton, 1969.

Teurl, Th. Währungsunionen ohne politische Integration: Die Lateinische und die Skandinavische Münzunion, mimeo, Universität Innsbruck, 1995.

Tietmeyer, H. Europäische Währungsunion und Politische Union – das Modell mehrerer Geschwindigkeiten. Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln 66, S. 1, 16. Sept. 1994.

Von Hagen, J. A Note on the Empirical Effectiveness of Formal Fiscal Restraints. Journal of Public Economics 44, 99–110, 1991.

Von Hagen, J. Fiscal Arrangements in a Monetary Union: Evidence from the US. in: Don E. Fair und Christian de Boissieu (Hrg.), Fiscal Policy, Taxation and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe. Dordrecht: Kluwer, 1992.

Von Hagen, J., Süppel, R. Central Bank Constitutions for Federal Monetary Unions. European Economic Review 36, 774–882, 1994.

Williamson, J. Britain's role in EMU, mimeo, 1990.

Helmut Frisch
Technische
Universität Wien

ONB

Kommentar zu:

Fiscal Policy in EMU – Sound Budgets as a Prerequisite for Stability and Systemic Security

Worin besteht die Problematik der Fiskalpolitik in einer Währungsunion? Drei Punkte werden hier genannt:

1. Die „Non-bailout-Problematik".
2. Negative „Spillover-Effekte" bei übermäßigen Budgetdefiziten einzelner Mitglieder.
3. Anreiz zu verstärkten Budgetdefiziten, da durch die Währungsunion die Kosten der Defizitfinanzierung sinken.

Gros befaßt sich nicht mit Punkt 1, sondern mit der Problematik der „Spillover-Effekte" und dem Funktionieren der Fiskalpolitik in einer etablierten Währungsunion.

Aus seiner umfangreichen und detaillierten Analyse greife ich nur die zentrale Frage der „nachhaltigen Fiskalpolitik" („sustainable fiscal policy") und die Problematik der fiskalischen „guidelines" heraus.

Gros stellt fest, daß der Grund für „fiscal guidelines", also von Kriterien, die sich auf das Budgetdefizit und/oder die Staatsschuld beziehen, darin liegt, eine „sustainable fiscal policy" abzusichern. Gros geht von einer relativ schwachen Forderung aus: „Sustainability could be broadly defined as a situation in which under current policy debt will not grow without limit." Eine etwas anspruchsvollere Definition lautet: „Sustainable policy" hält die Schuldenquote (Staatsschuld/BIP) konstant, und zwar auf einem solchen Niveau, daß der erforderliche primäre Überschuß ausreicht, um den Druck, den der Zinsendienst der vorhandenen Schuld erzeugt, zu stabilisieren. Sieht man von der Finanzierung der Budgetdefizite durch Geldschöpfung ab, so folgt aus der Gleichung (6)

$$\frac{d(b_t)}{dt} = def_t + b_t(\rho - \gamma_t),$$

daß für den Fall $\rho - \gamma > 0$, d. h., daß der Realzins die reale Wachstumsrate übersteigt, ein primärer Überschuß vorhanden sein muß, um die Zinskosten der Staatsschuld $(\rho - \gamma)b_t$ zu kompensieren, d. h. $-def_t = b_t\,(\rho - \gamma_t)$. Nun ist die Pointe dieser Formel, daß sie die Staatsschuld genau auf dem Ausgangsniveau stabilisiert; d. h. auch Italien mit einem $b_t = 1{,}2$ könnte für $(\rho - \gamma) = 0{,}02$ mit einem Überschuß von 2,4% des BIP die Verschuldungsquote auf dem Niveau $b = 1{,}2$ stabilisieren. Der Maastricht-Vertrag verlangt allerdings, daß die Schuldenquote 0,6, d. h. 60% des BIP nicht überschreiten soll. Dieser Wert wurde zu einem Zeitpunkt festgelegt, als Belgien und Italien Schuldenquoten von über 100% aufwiesen. Maastricht verlangt mehr als „sustainable fiscal policy" in dem Sinne, daß die Schuldenquote stabilisiert ist; für die meisten Mitgliedstaaten muß die Schuldenquote auf das 60% Kriterium zurückgeführt werden. Um zu zeigen, was diese Forderung impliziert, habe ich Tabellen gerechnet, welche die primären Überschüsse in Prozent des BIP zeigen, die notwendig sind, um in n-Schritten, ausgehend von einem Anfangswert b_0, die geforderten $b = 0{,}6$ zu erreichen. Die Tabelle zeigt die Höhe der primären Überschüsse in % des BIP. Italien beginnt mit einem Startwert von $b = 120$. Sollte es per 1. Jänner 1999 das Schuldenkriterium erfüllen, so müßte es, um $b = 60\%$ zu erreichen, für $r - \theta = 0{,}02$ zweimal einen jährlichen primären Überschuß von 32% des BIP erzielen. Österreich, mit einer öffentlichen Verschuldung von etwa 0,68, braucht einen primären Überschuß von 5%, um das Maastrichtziel zu erreichen. Nehmen wir an, Italien und Österreich hätten 25 Jahre Zeit, so wäre bei Italien ein Primärüberschuß von 4,2% und bei Österreich von etwa 1,5% des BIP erforderlich.

Der primäre Haushaltsüberschuß x_t ist die Differenz zwischen der Steuerquote τ und der Ausgabenquote g, ohne Zinsendienst. Der primäre Überschuß kann nicht beliebig erhöht werden, da es eine Obergrenze für die Steuerquote τ und eine

Untergrenze für die Ausgabenquote g gibt. Das Königreich Belgien hat mit einem x_t von etwa 6% für einige Jahre sicherlich eine Obergrenze für ein demokratisches Regime erreicht. Österreich hat nach den großen politischen Anstrengungen ein Sparpaket implementiert, welches einen Primärüberschuß von etwa 1,5% erzeugt. Welchen ökonomischen Sinn kann man einem Kriterium zuerkennen, welches in hohem Maße unerfüllbare Implikationen enthält?

Gros findet in seinem Beitrag eine Antwort auf diese Frage, indem er den Artikel 104 c (2) in origineller Weise interpretiert. Der Vertrag sagt, daß das Budgetdefizit 3% nicht überschreiten soll, daß aber geringe und temporäre Überschreitungen zulässig sind. Der Punkt ist klar und allgemein akzeptiert. Dagegen sagt der Vertrag nicht, daß die Schuldenquote bei einem Wert von 60% stehen soll. Die Kommission soll beobachten, „whether the ratio of government debt to gross domestic product exceeds a reference value, unless the ratio is sufficiently diminishing and approaching the reference value at a satisfactory pace." Entscheidend ist die Aussage, daß sich die Schuldenquote in die richtige Richtung bewegen muß, „at a satisfactory pace".

Gros berechnet die „angemessene" Geschwindigkeit, indem er die Kennzahlen des Vertrages in die folgende Differenzengleichung einsetzt: $b_t - b_{t-1} = -0{,}05(b_t - 0{,}6)$

Diese Gleichung sagt, daß eine Schuldenquote b_t, die 0,6 übersteigt, p. a. um 5% abgebaut werden muß bzw. der Referenzwert $b_t = 0{,}6$ in 20 Jahren erreicht werden muß. Wird das Defizit auf 3% fixiert und ist die nominelle Wachstumsrate 5%, ergibt diese Formel einen Abbau der Differenz von einem Zwanzigstel p. a. Diese aus den Parametern des Vertrages abgeleitete Anpassung ist sehr langsam und mit meinen vorhergehenden Tabellen kompatibel: Die Schuldenquote kann nämlich nur reduziert werden, wenn es Perioden gibt, in denen die Primärüberschüsse den Zinsendienst übertreffen. Bei einer

Anpassungsperiode von 20 Jahren sind auch sehr hohe Verschuldungsquoten rückführbar durch Primärüberschüsse, die auch politisch durchsetzbar erscheinen. Als Fußnote sei angemerkt, daß für die USA 1945 $b_t = 120$ war und dieser Wert in 25 Jahren (Anfang der siebziger Jahre) auf 50% gesenkt wurde, damals unterstützt durch ein hohes Wachstum der Wirtschaft sowie niedrige Zinsen für die Staatsschuld.

Mit dieser Interpretation hat Gros auch die Bedeutung der beiden Kriterien geklärt. Das entscheidende Kriterium ist auch für Länder mit hohen Staatsschulden, wie Italien und Belgien, das Defizitkriterium; das Budgetdefizit soll 3% des BIP nicht überschreiten; dies muß Jahr für Jahr strikt eingehalten werden. Vorgegeben eine bestimmte Wachstumsrate des BIP (hier 0,05) wird die Schulden-

quote langfristig (nämlich in 20 Jahren) auf den Zielwert von b = 0,06 herangeführt. In diesem Sinne ist der Artikel 104 c des Vertrages erfüllt, wobei das Defizitkriterium im strikten Sinne gilt und das Schuldenkriterium nur an der Tendenz der Entwicklung und Geschwindigkeit der Anpassung (für die Gros einen Wert nennt) beurteilt wird. Dies ist eine wichtige Klarstellung, die wir seinem Beitrag verdanken.

Primärer Budgetüberschuß in % des BIP

b_0 \ $r-\theta$	1	2	3	4
135	38,6	39,73	40,88	42,05
125	33,53	34,58	35,66	36,76
120	31,0	32,01	33,05	34,11
100	20,85	21,72	22,61	23,52
95	18,32	19,15	20,04	20,87
90	15,78	16,58	17,39	18,23
85	13,25	14,01	14,79	15,58
80	10,71	11,44	12,18	12,93
75	8,18	8,86	9,57	10,28
70	5,64	6,29	6,96	7,64
65	3,1	3,72	4,35	4,99

Tabelle 1: n = 2, b_n = 60, r = 6,5

b_0 \ $r-\theta$	1	2	3	4
135	4,7	5,7	6,73	7,81
125	4,15	5,09	6,07	7,08
120	3,88	4,79	5,73	6,72
100	2,77	3,57	4,4	5,26
95	2,5	3,27	4,07	4,89
90	2,22	2,97	3,74	4,53
85	1,95	2,66	3,4	4,17
80	1,67	2,36	3,07	3,8
75	1,4	2,06	2,74	3,44
70	1,12	1,75	2,4	3,07
65	0,84	1,45	2,07	2,7

Tabelle 2: n = 20, b_n = 60, r = 6,5

Die Spalte b_0 zeigt den tatsächlichen Wert der Staatsschuldenquote im Ausgangszeitpunkt. Die Elemente der Matrix bedeuten die primären Überschüsse in % des BIP, die notwendig sind, um die Schuldenquote in n Jahren (n = 2, n = 20) auf das Maastrichtkriterium b_n = 60% zu reduzieren. Die Spalten $r - \theta$ geben den um die Wachstumsrate reduzierten Zinssatz $r - \theta$ an. Den Berechnungen wurden vier Szenarien $r - \theta$ = 1%, 2%, 3%, 4% unterstellt.

ONB

Kommentar zu:

Währungsunion, Fiskalunion, Politische Union

Der Beitrag beschäftigt sich mit der Beziehung zwischen Währungsunion, fiskalischer Union und politischer Union aus ökonomischer Sicht. Der Zusammenhalt einer Währungsunion ist von zwei fundamentalen Konfliktpotentialen bedroht: einem horizontalen und einem vertikalen Konfliktpotential.

Die Währungsunion mit einer einheitlichen Währung und völlig liberalisierten und integrierten Finanzmärkten bringt für alle Teilnehmer den Vorteil, die Transaktionskosten, die sich aus der Wechselkursunsicherheit und den Umrechnungskosten ergeben, signifikant zu reduzieren.

Aufgrund der einheitlichen Geldpolitik durch eine unabhängige Zentralbank, welche die Preisstabilität als vorrangiges Ziel verfolgt, kommt es zu einer Reduktion und Vereinheitlichung der Inflationsraten in der EWU. Dies ist ein Vorteil für Länder mit geringen Stabilitätserfolgen, könnte aber für Länder, die auch autonom die Preisstabilität erreichen, ein Nachteil sein.

Die Währungsunion erzeugt die sogenannte „Bailout-Problematik". Es besteht die implizite Vereinbarung, daß finanziell in Bedrängnis geratene Länder durch die Mitglieder der Währungsunion unterstützt werden. Dies wirkt sich negativ auf die zukünftige finanzielle Position der potentiellen „Zahlerländer" aus, und außerdem entsteht ein „Moral-hazard-Problem" in dem Sinne, daß die finanziell schwachen Länder die Währungsunion als Versicherung gegen Illiquidität betrachten, was die Anreize für eine disziplinierte Finanzpolitik verringert.

Diese Punkte zeigen, daß die Währungsunion bei wirtschaftlich heterogenen Mitgliedern, bei unterschiedlicher Wirtschaftsstruktur, unterschiedlichem Grad von Preis- und Lohnflexibilität, unterschiedlichen Präferenzen in der Geldpolitik und Staatsverschuldung eine Verteilung der Vor- und Nachteile für die verschiedenen Mitglieder erzeugt, die in hohem Maße ungleich ist. Eine solche ungleiche Verteilung der Vor- und Nachteile birgt nach von Hagen ein horizontales Konfliktpotential, welches Spannungen, die zum Auseinanderbrechen der Union führen können, erzeugt.

Durch fiskalische Integration kann das horizontale Konfliktpotential gemildert werden. Bei Auftreten asymmetrischer Schocks in einzelnen Mitgliedsländern könnten Transferzahlungen der Mitgliedstaaten oder einkommens- und beschäftigungsgebundene Zahlungen aus zentralen Fonds Abhilfe schaffen. Fiskalische Integration schließt ferner die Koordinierung der nationalen Fiskalpolitiken und die Einrichtung eines zentralen Haushaltes ein.

Der zweite Weg, das horizontale Konfliktpotential zu bewältigen, liegt in der politischen Integration. Diese vollzieht sich mit der Aufgabe nationaler Souveränität und der Schaffung einer zentralen politischen Gewalt, welche die Union auch dann zusammenhält, wenn die ökonomischen Interessen auseinanderstreben. Allerdings birgt die politische Integration ein neues – ein sogenanntes vertikales – Konfliktpotential, nämlich die Möglichkeit des Mißbrauchs der zentralen Gewalt, die Umverteilungsmechanismen und fiskalischen Ressourcen für die eigenen politischen Interessen einzusetzen.

Jürgen von Hagens Überlegungen führen zu dem Schluß, daß ein geringer Grad der politischen und fiskalischen Integration, d. h. die Schaffung eines geringfügigen Budget- und Transfermechanismus, die horizontale Spannung kaum vermindern wird. „Begrenzte Maßnahmen in Richtung politischer und fiskalischer Integration destabilisieren die Währungsunion. Erst wenn die politische

und fiskalische Integration eine kritische Masse überschreitet, haben weitere Schritte in diese Richtung einen stabilisierenden Einfluß."

Nach einem historischen Überblick über die Entwicklung der monetären und politischen Integration in den USA gibt von Hagen folgende „Lektion für die EWU": „Der aus kurzfristiger, politischer Perspektive attraktive Weg, die Währungsunion mit ‚ein bißchen mehr' fiskalischer und ‚ein bißchen mehr' politischer Integration zu verbinden, könnte geradewegs zur schlechtesten aller Lösungen führen."

Diesem Schluß kann ich nur schwer folgen. Überlegen wir uns, wie die dritte Stufe der Währungsunion etwa funktionieren wird.

1. Die gesteigerte Mobilität der Güter und der Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit infolge der monetären Integration bedeutet, daß die Besteuerung von Kapital und Arbeit und auch der Güterströme (value-added tax) äußerst sensitiv auf Intra-EU-Differenzen reagieren wird. Es wird für die Mitgliedstaaten schwieriger, Steuersätze so festzusetzen, daß sie signifikant über dem EU-Durchschnitt liegen werden. Die Konsequenz wäre eine Umleitung der Güter- und Dienstleistungsströme und ein steuerliches „crowding out" bei Investitionen. Kurz, ich bin der Meinung, die monetäre Integration und die intereuropäische Konkurrenz werden zu einer Harmonisierung der Steuersysteme führen.
2. Ich glaube (wie andere Autoren, z. B. Bovenberg, Kremers, Masson 1993), daß ein zentrales Transfersystem notwendig ist, um die Währungsunion zu stabilisieren. Durch den Wegfall der Wechselkursanpassung und durch die zweifellos geringe Mobilität der Arbeitskräfte in Europa sowie durch die vorhandenen Lohn- und Preisrigiditäten wird es notwendig sein, die Wirkung nichtantizipierter, negativer Schocks durch budgetäre Maßnahmen – wenn schon nicht zu kompensieren – so doch abzuschwächen.
3. Wird es notwendig sein, die Budgetdisziplin, die der Maastricht-Vertrag als Eintrittskriterium für die Währungsunion festlegt, beizubehalten, um die Auswirkungen von negativen „Spillover-Effekten", die sich aus übermäßigen Budgetdefiziten ergeben, auf andere Mitgliedstaaten zu vermeiden?

Kurz, ich glaube, daß die Währungsunion durch einen Mechanismus, der zunächst zu einer Harmonisierung der Steuersysteme und zu einer Kooperation der Budgetpolitik unter den Mitgliedern führen wird, ergänzt werden muß und daß dies eine notwendige Bedingung für das nachhaltige Funktionieren einer Währungsunion ist. All dies ist möglich in kleinen Schritten und wird sich graduell vollziehen; dazu braucht es keines „Paukenschlags".

Eine weitere Vertiefung der Währungsunion und Abstimmung der Fiskalpolitik setzt eine

Angleichung der wirtschaftspolitischen – und vor allem leistungsfähige – Institutionen und eine politische Willensbildung auf Unionsebene voraus. Zum Unterschied von Jürgen von Hagen bin ich nicht der Meinung, daß zwischen Währungsunion, fiskalischer Integration und politischer Integration eine ambivalente Beziehung herrscht, sondern die politische Integration die Voraussetzung für die Vertiefung und Nachhaltigkeit der Währungsunion ist. Auch die Geschichte der Währungspolitik in den USA, über die Jürgen von Hagen in seinem Beitrag berichtet, zeigt, daß erst der schrittweise Ausbau der Macht der Bundesregierung in den USA die Einrichtung des Federal Reserve System, d. h. die Zentralisierung der Geldpolitik, ermöglichte.

Die Vortragenden

Graham P. Bishop,
from 1972 to 1979 international economist with UK stockbrokers, Phillips & Drew; 1979 joined S.G. Warburg, where he managed pension fund portfolios; moved to Salomon Brothers International Limited in 1983, where he has authored research on issues surrounding monetary union since 1988; fulfilled various external functions including Specialist Adviser to the Treasury Committee of the House of Commons, Chairman of the London Investment Banking Association's enquiry on converting London's capital markets to the single currency, Member of the European Commission's Committee of Independent Experts on the preparation of the changeover to the single currency ("Maas" Committee), Deputy Chairman of the European League for Economic Cooperation (ELEC) – British Section, Council Member of the Federal Trust. Furthermore active member of the Association of the Monetary Union of Europe (AMUE), the Ecu Banking Association (EBA), the Ecu Institute and of the Progressive Europe Group (PEG); regular participant in studies and meetings of the Centre for European Policy Studies (CEPS) and the Belmont European Policy Centre in Brussels as well as the Royal Institute of International Affairs in London.

Willem F. Duisenberg,
born in 1935; holds a Ph.D. in economics from the University of Groningen, where he was teaching assistant from 1961 to 1965; staff member of the IMF from 1965 to 1969; after returning to the Netherlands, he became adviser to the Governing Board of De Nederlandsche Bank NV for one year; from 1970 to 1973 professor of macro-economics at the University of Amsterdam; 1973 to 1977 Minister of Finance; 1977 to 1978 Member of Parliament; from 1978 to 1981 Member and Vice-Chairman of the Executive Board of Rabobank Nederland; from 1981 to 1982 Executive Director of De Nederlandsche Bank NV, of which he became President in 1982; Chairman of the Board and President of the BIS from January 1988 to December 1990, from January 1991 to December 1993 Member of the Board of Directors of the BIS; in 1993 Chairman of the Committee of the Governors of the Central Banks of the Member States of the EEC; since January 1994 Chairman of the Board and President of the BIS; since January 1994 Member of the Council of the EMI, Governor of the IMF, Washington D.C., Crown-appointed member of the Social and Economic Council. Bearer of high decorations.

Helmut Frisch,
geboren 1936 in Wien; 1946 bis 1954 Bundesrealgymnasium in Graz; 1954 bis 1960 Studium der Rechts- und Staatswissenschaften an der Universität Graz; 1958 Promotion zum Doktor juris; 1960 Promotion zum Doktor rerum politicarum; 1963 bis 1968 Assistent am Institut für Höhere Studien in Wien; 1968 Habilitation an der Universität Wien für Wirtschaftstheorie und Ökonometrie; Berufung zum ordentlichen Hochschulprofessor: 1970 an

der Hochschule Linz, 1971 an der Technischen Universität Wien; 1969 Forschungsaufenthalt in Princeton und Berkeley, USA; weiters Gastvorlesungen an verschiedenen Universitäten in Deutschland und in den USA zwischen 1971 und 1980; 1979, 1980 und 1984 Gastprofessor an der New York University; 1988 Gastprofessur an der University of California, Los Angeles; Forschungssemester 1989 an der European University in Florenz, 1994 an der Columbia University, New York; Veröffentlichung zahlreicher wissenschaftlicher Beiträge in in- und ausländischen Fachzeitschriften; seit 1978 Präsident des Verwaltungsrates der Österreichischen Postsparkasse, Vorsitzender des Staatschuldenausschusses sowie Vorsitzender des Aufsichtsrates der Bank der Österreichischen Postsparkasse AG; 1986 Vizepräsident des Aufsichtsrates der Österreichischen Lotterien GesmbH; 1993 Aufsichtsrat der Österreichischen Bundesfinanzierungsagentur; 1994 Präsident der Nationalökonomischen Gesellschaft.

Daniel Gros,

born in 1955; holds a Ph.D. in economics from the University of Chicago; from 1983 to 1986 and between April and August 1988 economist with the IMF (European Department, Research Department); Visiting Research Fellow at Université Catholique de Louvain and Katholieke Universiteit te Leuven from 1986 to 1987 and from 1987 to 1993 respectively; since 1993 Visiting Professor at the University of Frankfurt (Department of Economics); Economic Adviser for Monetary Affairs at the Commission of the European Communities (DG II) from October 1988 to August 1990; since August 1990 full time Senior Research Fellow with the Centre for European Policy Studies (CEPS), Head of Economic Policy Programme.

Jürgen von Hagen,

geboren 1955 in Iserlohn; 1975 Abitur am Märkischen Gymnasium Iserlohn; 1975 bis 1981 Studium in Dortmund und Bonn; 1981 Diplom Volkswirt und 1985 Promotion zum Dr. rer. pol. an der Universität Bonn. 1981 bis 1987 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Internationale Wirtschaftspolitik der Universität Bonn; 1987 bis 1991 Assistant Professor und 1991 bis 1992 Associate Professor of Business Economics and Public Policy, Indiana University School of Business; seit 1992 Ordinarius an der Universität Mannheim; im Rahmen seiner wissenschaftlichen Tätigkeit in den USA Visiting Scholar in der Federal Reserve Bank of St. Louis und der International Finance Division, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C.; März 1991, 1992 und 1995 Research Consultant, International Monetary Fund; Juli bis August 1991 Visiting Professor an der Katholieke Universiteit te Leuven; weiters Tätigkeiten in der International Baltic Economic Commission (1991), im CEPR Economic Policy Panel (1992/93) und als Berater in der DG II der Europäischen Kommission von 1993 bis 1994.

Otmar Issing,

geboren 1936 in Würzburg; Abitur am Humanistischen Gymnasium Würzburg; 1954 bis 1960 Studium der Altphilologie, dann der Volkswirtschaftslehre an der Universität Würzburg; 1960 bis 1966 Assistent am Institut für Volkswirtschaftslehre und Sozialwissenschaften der Universität Würzburg; 1962 Promotion; 1965 Habilitation; 1965 bis 1967 Privat- bzw. Universitätsdozent an der Universität Würzburg, Lehrstuhlvertretungen an den Universitäten Marburg und Erlangen–Nürnberg; 1967 bis 1973 ordentlicher Professor und Vorstand des Instituts für Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Erlangen–Nürnberg; 1969 bis 1970 Dekan der Nürnberger Fakultät; 1973 bis 1990 ordentlicher Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Würzburg, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Geld und internationale Wirtschaftsbeziehungen; seit 1980 Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft; 1987 bis 1988 dessen stellvertretender Vorsitzender; 1984 bis 1988 Mitglied des Senats der Universität Würzburg; 1985 bis 1987 Dekan der Würzburger Fakultät; 1987 bis 1990 Mitglied des Kronberger Kreises; 1988 bis 1990 Mitglied des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung; seit Oktober 1990 Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank und des Zentralbankrates; seit 1991 ordentliches Mitglied der Akademie der Wissenschaften und der Literatur; seit 1991 Mitglied der Academia Scientiarum et Artium Europea; Honorarprofessor an der Universität Würzburg.

Viktor Klima,

geboren 1947 in Wien; Studium der Betriebs- und Wirtschaftsinformatik an der Technischen Universität und Universität Wien; 1967 Mitarbeiter des Instituts für Automation und wissenschaftliche Unternehmensberatung; 1969 Eintritt in ÖMV Aktiengesellschaft als Mitarbeiter in einer Stabsstelle der Generaldirektion, Technische Direktion Gewinnung; von 1980 bis 1990 mehrere leitende Funktionen in der ÖMV und schließlich 1990 Berufung in den Vorstand mit dem Verantwortungsbereich Finanzen, Controlling, Rechnungswesen und Unternehmenseinkauf; 1991 Erweiterung der Vorstandsverantwortung um den Unternehmensbereich Chemie; April 1992 Ernennung zum Bundesminister für öffentliche Wirtschaft und Verkehr; Jänner 1996 Ernennung zum Bundesminister für Finanzen.

Helmut Kramer,

geboren 1939 in Bregenz; 1958 bis 1962 Studium der Rechtswissenschaften an der Universität Wien; 1963 Promotion und Eintritt in das Österreichische Institut für Wirtschaftsforschung als wissenschaftlicher Sachbearbeiter; seit 1968 mit verschiedenen wissenschaftlichen und leitenden Aufgaben betraut und schließlich seit Februar 1981 Leiter des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung und Chefredakteur

der Wifo-Monatsberichte; Co-Schriftleiter der Empirica – Austrian economic papers. Seine Lehrtätigkeit umfaßt seit 1973/74 Lehraufträge für Konjunkturpolitik an der Wirtschaftsuniversität Wien, seit 1985 Lehraufträge für Industriepolitik an der Universität Wien; seit 1989 Honorarprofessor für Österreichische Wirtschaftspolitik an der Universität Wien. Mitglied in zahlreichen wirtschaftspolitischen und wirtschaftswissenschaftlichen Gremien.

Klaus Liebscher,

geboren 1939 in Wien; Matura Bundesrealgymnasium Salzburg; Jusstudium an der Universität Wien; 1968 Eintritt in Raiffeisen Zentralbank Österreich AG; 1971 Prokura, Leitung der Abteilung Anlageberatung; 1974 Direktor-Stellvertreter, Leitung Hauptabteilung Wertpapiere; 1977 Direktor; 1980 stellvertretendes Vorstandsmitglied, zuständig für Wertpapiere, Ausland und Devisenhandel; 1982 ordentliches Vorstandsmitglied; 1987 stellvertretender Generaldirektor, stellvertretender Vorstandsvorsitzender mit der Zuständigkeit Treasury, Marketing und Strategie; September 1988 Generaldirektor und Vorsitzender des Vorstandes; September 1990 Präsident der Wiener Börsekammer; seit Juni 1992 Generalkonsul von Singapur; seit Juni 1995 Präsident der Oesterreichischen Nationalbank. Träger des Großen Silbernen Ehrenzeichens für Verdienste um die Republik Österreich.

Werner Muhm,

geboren 1950; Studium an der Hochschule für Welthandel, Studienrichtung Betriebswirtschaft; 1975 Studienabschluß; 1975 bis 1976 Wirtschaftspolitische Abteilung der Arbeiterkammer Wien; 1976 bis 1990 Volkswirtschaftliche Abteilung des Österreichischen Gewerkschaftsbundes und ab 1987 Leiter dieser Abteilung; seit 1990 Direktor-Stellvertreter der Arbeiterkammer Wien und der Bundesarbeitskammer. In dieser Funktion verantwortlich für die Bereiche Wirtschaft–Verkehr–Umwelt, Konsumentenpolitik und EU-Koordination der Arbeiterkammern; Mitglied des Beirats für Wirtschafts- und Sozialfragen; Aufsichtsrat mehrerer österreichischer Unternehmen.

Gerhard Randa,

geboren 1944 in Wien; Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Hochschule für Welthandel Wien; 1966 Diplomkaufmann; von 1967 bis 1985 Zentralsparkasse und Kommerzialbank Wien: Assistent des Direktors für Organisation (1967), Direktor, Leiter des Kreditressorts (1981), Generalbevollmächtigter (1985); wechselte 1986 als Vorstandsmitglied in die Creditanstalt-Bankverein, wo er 1988 stellvertretender Generaldirektor wurde; 1990 Generaldirektor der Österreichischen Länderbank AG; Oktober 1991 stellvertretender Vorsitzender des Vorstandes der Z-Länderbank Bank Austria AG; seit April 1995 Vorstandsvorsitzender und Generaldirektor der Bank Austria AG.

Alexander Van der Bellen,

geboren 1944 in Wien; 1968 bis 1976 Assistent am Institut für Finanzwissenschaft, Univer-

sität Innsbruck; 1972 bis 1974 Research Fellow am Internationalen Institut für Management und Verwaltung, Wissenschaftszentrum Berlin; 1975 Habilitation; 1976 außerordentlicher Universitätsprofessor an der Universität Innsbruck; 1977 bis 1980 Verwaltungsakademie des Bundes, Wien; seit 1980 ordentlicher Universitätsprofessor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Wien; 1990 bis 1994 Dekan und stellvertretender Dekan an der sozialwissenschaftlichen Fakultät; seit November 1994 Abgeordneter zum Nationalrat.

Adolf Wala,

geboren 1937 in Dürnholz, Kreis Nikolsburg/Tschechische Republik; Matura an der Handelsakademie I der Wiener Kaufmannschaft; 1957 bis 1965 Mitarbeiter in der Devisenabteilung der CA-BV, Funktion eines Gruppenleiterstellvertreters bzw. Gruppenleiters; 1965 Eintritt in die Oesterreichische Nationalbank; Sachbearbeiter in der Kreditabteilung (Büro für Refinanzierung), umfassende Ausbildung und Praxis auf dem Gebiet der Firmen- und Bilanzanalyse, weiterer Schwerpunkt Exportrisikogarantie und -finanzierung; 1973 Vorstand des Büros des 1. Vizepräsidenten; 1980 Direktor-Stellvertreter der Kreditabteilung (in dieser Funktion Vorsitzender des ERP-Prüfausschusses, Vorsitzender des OeNB-internen Exportkomitees, Vertreter der OeNB im Kapitalmarktausschuß sowie Vertreter der OeNB im Verwaltungsrat der Österreichischen Postsparkasse); seit September 1988 Generaldirektor der Oesterreichischen Nationalbank (in dieser Funktion seit 1990 Vorsitzender der IG-Immobilien Gesellschaft mbH, seit 1992 Vorsitzender des Aufsichtsrates der Münze Österreich AG). November 1990 Verleihung des akademischen Titels Ehrensenator der Technischen Universität Wien, April 1992 Ehrensenator der Wirtschaftsuniversität Wien; November 1994 Verleihung des Goldenen Ehrenzeichens für Verdienste um das Land Wien.

Herausgeber:

Oesterreichische Nationalbank
1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 3, Postanschrift: Postfach 61, A-1011 Wien

Für den Inhalt verantwortlich:

Mag. Peter Achleitner, Sekretariat des Direktoriums / Öffentlichkeitsarbeit

Redaktion:

Oesterreichische Nationalbank,
Abteilung für volkswirtschaftliche Studien, Mag. Romana Lehner
und Sekretariat des Direktoriums / Öffentlichkeitsarbeit

Fotografien:

Roman Zach-Kiesling

Druck:

Oesterreichische Nationalbank, Druckerei für Wertpapiere

Rückfragen:

Oesterreichische Nationalbank, Sekretariat des Direktoriums / Öffentlichkeitsarbeit
Telefon (+43-1) 404 20 Durchwahl 6666

Nachbestellungen:

Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für Post- und Aktenwesen
Telefon (+43-1) 404 20 Durchwahl 2328, Fax (+43-1) 404 20 2399

DVR 0031577

Wien 1996